



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Acciones o caja en fusiones y adquisiciones. ¿Cuál es el método de pago más efectivo para crear valor?

Autor: Florian Moigneau
Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

RESUMEN

A lo largo de este trabajo, hemos analizado las características que poseen las operaciones de Fusión y Adquisición, y cómo se consigue la creación de valor en estos procesos, con el objetivo de destacar los medios de pago más efectivos para la creación de valor. Para ello, en primer lugar, hemos expuesto todos los factores que pueden componer una operación de fusión y adquisición. A continuación, para estudiar el impacto de los medios de pago, hemos establecido un análisis de dos casos diferentes, utilizando el método de acumulación-dilución. El estudio se centra en dos transacciones que se diferencian entre sí por el medio de pago utilizado para llevar a cabo la operación. La adquisición de LinkedIn por Microsoft es una transacción realizada con caja de la empresa adquirente. En cuanto a la transacción realizada mediante acciones, hemos optado por estudiar el caso de la adquisición de SolarCity por Tesla. Nuestra elección se explica porque se trata de dos transacciones que se diferencian por su medio de pago. Pero también porque se trata de transacciones recientes, y las empresas afectadas estaban presentes en bolsa, lo que nos ha permitido recoger información de forma más fácil, rápida y segura. Así pues, hemos dividido el análisis de estas transacciones en dos partes. La primera parte es el análisis del beneficio por acción de la empresa que opera sola durante dos años, y la segunda parte es el análisis del beneficio por acción de la empresa durante los dos años siguientes a la transacción. Este análisis de los beneficios por acción nos permitirá concluir qué método de pago es el más eficaz para la creación de valor según nuestro estudio.

ABSTRACT

Throughout this work, we have analyzed the characteristics of Mergers and Acquisitions operations and how value creation is achieved in these processes, with the aim of highlighting the most effective means of payment for value creation. To do this, we first set out all the factors that can make up a Merger and Acquisition operation. Then, to study the impact of the means of payment, we have set up an analysis of two different cases, using the dilution accretion method. The study focuses on two transactions that differ from each other by the means of payment

used to carry out the operation. The acquisition of LinkedIn by Microsoft is a transaction carried out with the cash of the acquiring company. As for the transaction carried out through equity, we have chosen to study the case of Tesla acquiring SolarCity. Our choice is explained by the fact that these two transactions are transactions that are differentiated by their means of payment. But also, because they are recent transactions, and the companies concerned were present on the stock exchange, which allowed us to collect information more easily, quickly, and safely. We have therefore divided the analysis of these transactions into two parts. The first part is the analysis of the earnings per share of the company operating alone over two years, and the second part is the analysis of the earnings per share of the company over two years following the transaction. This analysis of earnings per share will therefore allow us to conclude which payment method is the most effective for value creation according to our study.

Key Words / Palabras clave: “fusiones y adquisiciones”, “creación de valor”, “sinergias”, “prima”, “acumulación-dilución análisis”, “métodos de pago”, “caja”, “acciones”; “liquidez”; “efectivo”.

Índice de contenido

1. Introducción

- 1.1 Contexto**
- 1.2 Justificación**
- 1.3 Objetivos**
- 1.4 Metodología**

2. El proceso de fusión y adquisición

- 2.1 Fusiones y adquisiciones**
- 2.2 Actividades**
- 2.3 Adquiridores**
- 2.4 Estructuras**
- 2.5 Fuentes de la creación de valor: los métodos de pago**

3. Objetivos de la realización de fusiones-adquisiciones para la creación de valor

- 3.1 El crecimiento**
- 3.2 Las sinergias**
- 3.3 Diversificación**
- 3.4 Otras motivaciones económicas**
- 3.5 Razones del fracaso de una fusión-adquisición y su creación de valor**

4. Maximizando la creación de valor en Fusiones y adquisiciones: análisis del impacto de los métodos de pago

- 4.1 Acumulación-Dilución análisis**
- 4.2 Análisis de una transacción realizada con caja: El caso Microsoft**
- 4.3 Análisis de una transacción realizada con acciones: El caso Tesla**
- 4.4 Interpretación de los resultados**

5. Conclusiones

6. Bibliografía

Introducción

Este trabajo de investigación trata del análisis de la creación de valor en los procesos de fusiones y adquisiciones, enfocándose en los medios de pago utilizados y su influencia en la creación de valor buscada por las empresas implicadas en el proceso.

Para ello, el estudio constará de cinco partes principales. La primera parte está dedicada a la introducción del trabajo. Esta primera parte nos permitirá situar el tema en su contexto. Además, expondremos los objetivos, la justificación y la metodología adoptada para llevar a cabo el estudio.

En segundo lugar, describiremos el proceso y sus características para comprenderlo en su conjunto y de forma precisa. A continuación, estudiaremos las diferentes fuentes de la creación de valor. Este estudio se centrará en el análisis de los medios de pago utilizados para llevar a cabo la transacción y sus impactos, según los Autores y la literatura disponible sobre este tema.

Luego, presentaremos los objetivos de las fusiones y adquisiciones con la intención final de crear valor para la empresa. En esta parte, hablaremos de los motivos que llevan a la empresa realizar una transacción. Seguidamente, explicaremos brevemente las razones por las que la creación de valor puede llegar a ser un fracaso.

Por último, analizaremos los efectos de las distintas fuentes de creación de valor. En esta parte, realizaremos dos estudios de casos, un proceso utilizando efectivo como medio de pago y el segundo utilizando un pago basado en acciones. Finalmente, tras este estudio, podremos destacar la diferencia en la creación de valor generada por los medios de pago en los procesos de fusiones y adquisiciones a través del método de acumulación-dilución. Así, podremos concluir que existen factores, y métodos de pago que promueven o dificultan la creación de valor.

Contexto

El concepto de fusiones y adquisiciones emergió a finales del siglo XIX y principios del XX. Varios economistas coinciden en que, a lo largo de su historia, el proceso de fusiones y adquisiciones ha pasado por tres oleadas principales. Según Coutinet y Sagot-Duvaurox (2003), la primera oleada se basó en fusiones y adquisiciones horizontales, que tiene como característica de ser realizada solo entre empresas pertenecientes al mismo sector de actividad. Los cambios en la economía y en las leyes que rigen los procesos de fusión y adquisición han provocado una segunda oleada, en la década de 1920. Esta nueva etapa en los procesos vio la aparición de las fusiones y adquisiciones verticales, este tipo de transacción implica empresas que se sitúan en la misma cadena de valor. La tercera oleada representa la llegada y el uso del proceso de fusiones y adquisiciones en Europa, ya que hasta entonces era un proceso, en su mayoría, utilizado por los países anglosajones según Prot y de Rosen (1990).

Con el tiempo, el concepto evolucionó y experimentó un boom en los años 60, ya que a partir de entonces se crearon muchos conglomerados y se llevaron a cabo 6000 fusiones y adquisiciones. Unos años más tarde, el concepto dio un giro con la aparición de las **“Leverage Buyout and Management Buyout”**¹, que facilitaron enormemente la realización de transacciones.

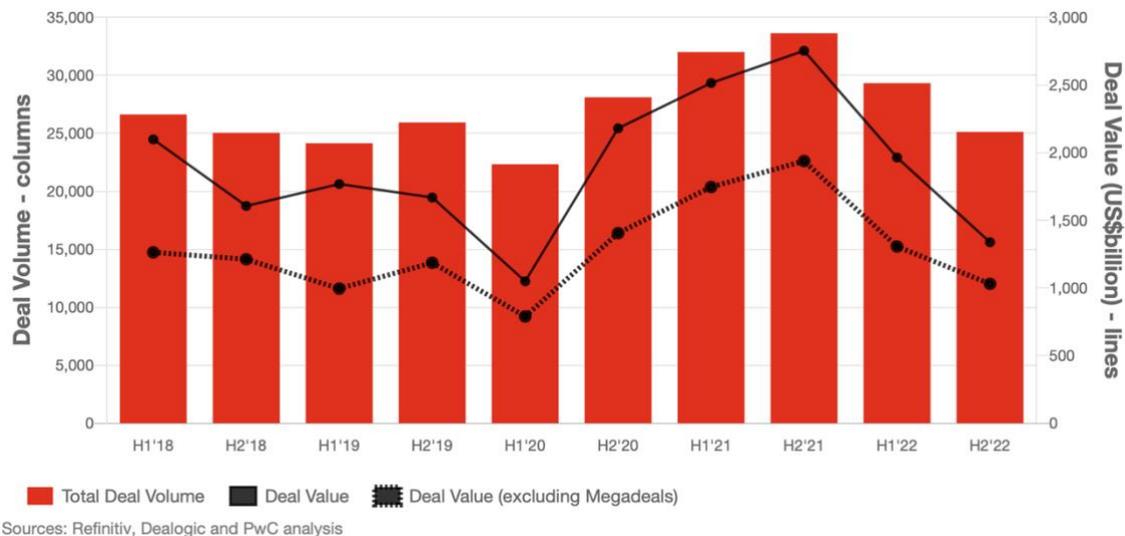
En 2008, el mundo financiero atravesó un periodo complicado, ya que la crisis de 2008 y la quiebra del banco de inversión multinacional Lehmann Brothers tuvieron un gran impacto en las fusiones y adquisiciones.

Desde este periodo complejo para las finanzas, el mercado de fusiones y adquisiciones se ha ido recuperando y ha aparecido una nueva forma de hacer fusiones y adquisiciones: el crecimiento inorgánico.

Hoy en día, y desde hace algunos años, el concepto de fusiones y adquisiciones se ha convertido en un fenómeno y ahora forma parte de la vida cotidiana de una

¹ Leverage Buyout (LBO) o compra apalancada, es una operación en la que una empresa adquiere otra empresa utilizando principalmente fondos prestados o apalancamiento. Management Buyout (MBO) o adquisición por directivos, es una versión de una compra apalancada donde el adquirente de una empresa es el gestor de la entidad.

empresa. Permitiendo la reestructuración de las empresas, la consolidación de los mercados y el desarrollo de sus actividades, el proceso de fusión y adquisición es, al día de hoy, un elemento clave de la actividad económica mundial.



Fuente: PwC (2023) ^{2,3}

El estudio de PwC destaca la importancia del proceso de fusión-adquisición, ya que, según su análisis, 2021 fue un año récord para las fusiones y adquisiciones, alcanzando un volumen de 65.643 transacciones por un valor de 5.268 billones de dólares. Desde entonces, aunque tanto el volumen como el valor no han dejado de disminuir, las fusiones y adquisiciones siguen contribuyendo en gran medida a la actividad económica mundial.

Pero ¿por qué las empresas recurren tanto a las fusiones y adquisiciones? Existen varios factores generales que pueden ayudarnos a explicarlo y entender las razones por las que las empresas llevan a cabo una fusión y una adquisición. En primer lugar, la globalización. En efecto, permite la consolidación de un sector a escala mundial. Y cuanto más global y diversificada sea la empresa, más estable será y, por tanto, más propensa será a realizar fusiones y adquisiciones. La empresa también logrará un atractivo más consistente.

² <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

³ Datos proporcionados por Refinitiv a 31 de diciembre de 2022.

Luego está el segundo factor, que es la evolución. Por evolución entendemos el crecimiento, la expansión que ofrecen determinados mercados. Hoy en día, los mercados farmacéuticos y las redes sociales ofrecen una posibilidad de crecimiento superior a la media, lo que explica los procesos de fusiones y adquisiciones para conseguir estas oportunidades de crecimiento.

Y, por último, el último factor es la competencia. Ya que, a través de este proceso, las empresas quieren beneficiarse de las economías de escala, de la eficiencia en el despliegue de recursos. Pero también, al mismo tiempo, reducir el número de competidores.

Justificación

Este trabajo pretende poner de relieve el objetivo principal de la realización de fusiones y adquisiciones. Hoy en día, las empresas se involucran en procesos de M&A con el objetivo de conseguir sinergias y aumentar su cuota de mercado, con el objetivo final de crear valor. Sin embargo, el proceso no siempre termina en creación de valor para las empresas implicadas, y a menudo resulta que “el único ganador parece ser el vendedor, la empresa objetivo o sus accionistas” (King et al. 2004).

Por lo tanto, es importante comprender los factores que intervienen en el proceso y sus influencias. Para ello, el estudio analizará las diferentes estrategias, componentes, características y criterios de las transacciones potenciales. Nuestro estudio también incluirá dos estudios de casos para demostrar la influencia de distintos factores, como los métodos de pago, en la creación de valor.

Objetivo

El objetivo de este trabajo es comprender y analizar la creación de valor en los procesos de fusiones y adquisiciones. Para ello, definiremos y estudiaremos el proceso de fusiones y adquisiciones en su totalidad. También abordaremos todos los aspectos, tanto externos como internos, que hay que tener en cuenta en estos procesos.

Una vez definido con claridad y precisión el proceso, desarrollaremos las diferentes motivaciones que pueden justificar el proceso de fusión-adquisición establecido por una empresa. Primero discutiremos del potencial crecimiento obtenido gracias a la operación, para luego hablar de las sinergias, la diversificación y las otras motivaciones económicas.

A continuación, continuaremos nuestra investigación con el estudio de las diferentes fuentes elegidas para llevar a cabo la creación de valor, analizando los diferentes impactos que pueden tener en el proceso. Para ello:

- El análisis de un proceso con caja como método de pago;
- El análisis de un segundo proceso financiado con acciones;

El estudio realizado a lo largo de este trabajo nos permitirá llegar a una conclusión sobre las diferentes fuentes utilizadas y sus impactos para llevar a una creación de valor.

Metodología

Para alcanzar los objetivos previamente fijados, la metodología utilizada se basó en una metodología cuantitativa y cualitativa con un enfoque inductivo. En primer lugar, la metodología consistió en recopilar toda la información posible sobre el proceso de fusiones y adquisiciones y las fuentes utilizadas para la creación de valor, los objetivos en la realización de los procesos y las razones del fracaso de una transacción. Este análisis teórico de la literatura fue posible gracias a la biblioteca en línea y física puesta a disposición por la escuela, con libros y libros electrónicos, los cursos realizados sobre el tema a lo largo del semestre, Google Académico, así como diversos artículos publicados por las principales firmas de auditoría como PwC, KPMG, McKinsey & Company.

La información para los estudios de casos se obtuvo con la misma metodología, pero con un enfoque deductivo. Con las siguientes fuentes: Yahoo Finance, Morningstar, la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁴ y la “**U.S. Securities and Exchange Commission**”⁵. Para las empresas que no cotizan en bolsa, la información se obtuvo de la información publicada por las empresas.

2. El proceso de fusión y adquisición

2.1 Fusiones y adquisiciones

El proceso de fusión y adquisición por parte de su introducción se opone al crecimiento orgánico que consiste en incrementar los ingresos y la rentabilidad a través de una ampliación de su oferta de productos, mejorar sus operaciones y aumentar su base de clientes. En estos procesos, se trata de realizar un crecimiento inorgánico con el fin de incrementar el tamaño, los ingresos, y la participación en el mercado a través de medios externos, se trata, por tanto, de fusiones-adquisiciones.

El concepto de fusiones y adquisiciones se divide en dos partes. Primero las fusiones, eso corresponde a la combinación de dos empresas. Las dos compañías que fusionan deben llegar a un acuerdo sobre qué empresa debe absorber la otra, y cuál de las dos desaparecería. Esta combinación implica “el acuerdo de dos o más sociedades jurídicamente independientes, por el que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad”. (Mascareñas Pérez-Iñigo, 1992). Cuando una absorción del patrimonio de una empresa por otra ocurre, se trata de una fusión.

⁴ La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo encargado de supervisar e inspeccionar los mercados de valores españoles y la actividad de cuantos intervienen en los mismos.

⁵ La U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) es la agencia federal estadounidense de regulación y supervisión de los mercados financieros.

El proceso contiene varios pasos antes de ser aprobado por los accionistas:

1. La identificación de los objetivos y estrategias
2. La evaluación de las oportunidades
3. Análisis de la empresa absorbida
4. Negociación de los términos
5. Aprobación de los accionistas.

Luego, el concepto de adquisiciones se refiere a la adquisición de una empresa por parte de otra empresa. El negocio obtiene una cierta participación del otro y un cierto grado de control. Al contrario de las fusiones, la compañía adquirida sigue existiendo y funcionando como filial o conglomerado de la empresa adquiridora. Una adquisición puede resumirse como “la compra de una empresa por otra en la que no se forma una nueva empresa.” (Scott C. Whitaker, 2012).

Este tipo de proceso involucra varias ventajas. Permite a la entidad una ganancia consecuente de tiempo en su búsqueda de crecer. Otorga a las empresas entrar en mercados, con restricciones, sin dificultades para superar las barreras. El proceso da también acceso a nuevos mercados y nuevas tecnologías, lo que permite al negocio tener una ventaja competitiva. Y favorece la creación de valor a través de una integración vertical y horizontal. (ver apartado 2.2)

Pero, además, el crecimiento inorgánico genera un lote de desventajas. La primera de ellas es de naturaleza económica, porque implica un precio alto para realizar la transacción. En efecto, quizás se debería pagar más que el valor real para concretar la transacción. Luego, se puede traer varios problemas desde la otra empresa, como por ejemplo un pasivo muy alto, una mala reputación, un potencial choque cultural o también problemas de sueldos.

En el proceso de fusiones y adquisiciones se buscan diferentes efectos en función de la empresa, ya sea la empresa adquirida o la empresa adquirente. Por lo que respecta a la empresa adquirida, los efectos esperados son numerosos. Pero antes,

es importante precisar que, en función del medio de pago utilizado, los efectos buscados serán diferentes.

El propósito final de una fusión-adquisición es aumentar el valor de mercado de la empresa. Por eso, es importante antes de lanzar este tipo de procesos explorar y conocer los componentes de la empresa con la que queremos fusionarnos o adquirir. También es importante evaluar el valor de cada parte, para que la transacción sea beneficiosa, en términos de valor, para la empresa combinada después de la transacción. Los beneficios de esta combinación se denominan: sinergias.

2.2. Actividades

El proceso de fusiones y adquisiciones implica diferentes tipos de transacciones. La diferencia entre los tipos de transacciones puede detectarse por los sectores de las empresas implicadas.

Existen tres tipos de transacciones, siendo la primera, la transacción horizontal. Consiste en una transacción entre empresas que fabrican los mismos productos u ofrecen los mismos servicios, en otras palabras, “una fusión horizontal se produce cuando dos competidores se combinan” (Patrick A. Gaughan, 2015). Este tipo de transacción suele llevarse a cabo para lograr economías de escala, aumentar la cuota de mercado y la eficiencia, cuando una empresa tiene posibles problemas de competencia.

En segundo lugar, la transacción vertical. Este tipo de transacción se realiza entre empresas que producen bienes y servicios en la misma cadena de valor, son “empresas que mantienen una relación comprador-vendedor.” (Patrick A. Gaughan, 2015). Permite a las empresas aumentar su eficiencia en la producción de recursos, así como integrar a las empresas anteriores y posteriores.

Y finalmente, el último tipo de transacción que existe es la transacción conglomerada, que involucra a empresas totalmente diferentes, y que no presenta ningún tipo de integración o relación.

2.3 Adquirentes

Dentro del proceso de fusiones y adquisiciones, existen dos tipos diferentes de adquirentes. Sus metas y objetivos son distintos. El primer tipo de adquirente corresponde al comprador estratégico. Se caracteriza por la rentabilidad de la inversión que busca. En efecto, este tipo de adquirente realiza la operación con el objetivo de obtener ventajas estratégicas como sinergias operativas y no operativas, una reducción de sus costes y un aumento de su rentabilidad. También puede beneficiarse de una posición más competitiva en el mercado.

Todo esto le diferencia del comprador financiero, que realiza la transacción para beneficiarse de un rendimiento financiero de la inversión. Entre este tipo de comprador, podemos encontrar empresas como los inversores de **“Venture capital, Private Equity, o incluso los Hedge funds”**. Este tipo de inversor tiene como objetivo rentabilizar su inversión a corto plazo. Por lo tanto, se dirigen a empresas infravaloradas, con malos resultados o con un alto potencial de crecimiento. Las empresas de nueva creación o las empresas estables son objetivos potenciales para este tipo de inversores.

2.4 Estructuras

El concepto de fusiones y adquisiciones es amplio ya que, como su nombre indica, el proceso implica más de dos estructuras. La elección de la estructura difiere en función de muchos factores, como las empresas implicadas, los objetivos de la operación y el marco reglamentario.

Existe la Dual-Head. La estructura Dual-Head permite a dos empresas fusionar sus actividades manteniendo la separación e independencia de las identidades de las dos empresas. En este tipo de estructura, las dos empresas que se fusionan mantienen sus entidades jurídicas, pero trabajan y operan como si fueran una sola empresa. Las empresas obtienen así ventajas fiscales y políticas que no pueden lograrse con una simple fusión.

En segundo lugar, el siguiente tipo de estructura implica a una empresa madre y su filial. En este tipo de estructura, la empresa madre tiene una participación mayoritaria en su filial. Por lo tanto, la filial está bajo el control y la dirección de la empresa madre, pero su gestión y funcionamiento son independientes. Esto puede permitir a la empresa madre acceder a nuevos mercados y sectores de actividad. Pero también puede permitir compartir recursos entre las entidades incluidas en el holding.

En lugar de adquirir una empresa en su totalidad, la estructura de compra de activos permite a la empresa adquirente poseer los activos que desea, sin que le molesten los activos que no desea. También permite a la empresa adquirente evitar las deudas de la empresa objetivo.

Posteriormente, en las fusiones y adquisiciones, es posible contar con una estructura que permita dividir el capital a partes iguales entre las empresas. En esta situación, se trata de una colaboración para una oportunidad de negocio específica y un periodo de tiempo definido denominada Joint-Venture. Como resultado, se crea una nueva entidad y se comparten los recursos. También permite a las empresas compartir el riesgo y el coste del proyecto, pero también abrir puertas a nuevos mercados y oportunidades de negocio que serían imposibles de conseguir sin la Joint-Venture.

Y para terminar con los diferentes tipos de estructuras existentes en M&A, presentaremos la Alianza Estratégica. A diferencia de la Joint-Venture, la Alianza Estratégica no implica la creación de una nueva entidad. En este caso, se trata de una colaboración entre las dos empresas implicadas para trabajar juntas en un proyecto. Las ventajas obtenidas por este tipo de estructura son las mismas que las ofrecidas por la Joint-Venture, la diferencia entre estas dos estructuras es la integración de las empresas implicadas y el riesgo incurrido.

2.5 Fuentes de la creación de valor: los métodos de pago

En los procesos de fusión y adquisición, como se ha visto anteriormente, existen varias formas posibles para la creación de valor. Los métodos de pago pueden influir en la creación de valor, ya que cada método elegido depende de los objetivos y de las condiciones del mercado. Además, cada método tiene ventajas e inconvenientes, por lo que es importante seleccionar el método de pago más adecuado a la situación.

Los métodos de pago más habituales en los procesos de fusión y adquisición son: la caja y las acciones.

En cuanto al pago con caja, es el pago preferido por los accionistas de la empresa objetivo, ya que éstos se beneficiarán directamente de él.

En las fusiones y adquisiciones, los directivos financiarán una adquisición con caja si las acciones de la empresa no están sobrevaloradas.

“Por lo tanto, el uso de caja señala las expectativas de los directivos de que el rendimiento será mayor tras la adquisición”. (King, 2015) En este sentido, algunas investigaciones confirman el hecho de que pagar con caja en una adquisición conlleva mejor resultados y rendimientos. (Franks, Harris and Mayer, 1998)

El pago con caja también tiene el objetivo y la ventaja de aumentar el apalancamiento financiero y los costes financieros. Esto implica un mayor nivel de endeudamiento y, por tanto, unos tipos de interés potencialmente más elevados para la empresa que lleva a cabo la operación. Esto se traduce en restricciones financieras adicionales para la empresa. A esto se añade el hecho de que la utilización de la tesorería de la empresa para financiar la operación compromete y limita sus futuras oportunidades de inversión, como las posibilidades de crecimiento, investigación y desarrollo, innovación e incluso inversión. Esta mala gestión de los recursos, así como la aparición de nuevas restricciones financieras, puede afectar a la creación de valor después de la transacción. Esto limita la capacidad de la empresa para generar valor a corto y largo plazo.

A diferencia del pago con caja, el pago con acciones es utilizado por los directivos durante una adquisición cuando las acciones de la empresa están sobrevaloradas. (King, 2015). El pago de la transacción en acciones permite al adquirente beneficiarse de varias ventajas. En primer lugar, permite a los accionistas de la empresa objetivo conservar sus acciones en la nueva entidad. También permite a la empresa adquirente aumentar su capital y su número de acciones. Asimismo, es útil para el adquirente, ya que ofrece la posibilidad de adquirir una empresa cuando el mercado está en alza, y los precios de las acciones son altos, agotando sus existencias.

Además, el pago en acciones permite a las empresas implicadas poner en común sus recursos y competencias, lo que se traduce en economías de escala y un mayor crecimiento. También les permite beneficiarse de las sinergias operativas y estratégicas creadas por la combinación de las dos empresas, contribuyendo a crear valor a largo plazo.

En contraposición al pago en acciones, el pago en efectivo impide el pleno aprovechamiento de estas sinergias operativas, como la puesta en común de competencias y recursos o las economías de escala. En consecuencia, se impide la creación de valor para la empresa en cuestión.

A diferencia de los pagos en caja, la preservación de la liquidez permite hacer frente a las oportunidades de inversión o a las necesidades de la empresa sin incurrir en un endeudamiento adicional. Esta garantía financiera que representa la liquidez y, por tanto, la tesorería disponible es beneficiosa para la futura creación de valor y, por tanto, para el éxito de la operación de fusión y adquisición.

Por otro lado, la desventaja de este método de pago es que las acciones del adquirente pueden variar mucho, tanto positivamente como negativamente. Además, la participación de los accionistas en sus propias acciones puede revisarse a la baja, lo que puede repercutir en el valor de las acciones.

2.5.2 Premium

En general, las empresas que operan en el mercado de fusiones y adquisiciones suelen utilizar otra herramienta para influir en la creación de valor tras la adquisición, al igual que los métodos de pago, se trata de una prima. Una prima se caracteriza por el importe adicional que la empresa está dispuesta a ofrecer a la empresa objetivo en comparación con su valor de mercado actual. En otras palabras, es una prima que paga la empresa adquirente para convencer a la empresa objetivo.

La prima suele utilizarse para inducir a los accionistas de la empresa objetivo a aceptar la oferta presentada previamente, ya que la prima permite a los accionistas recibir un valor superior al que obtendrían vendiendo sus acciones en el mercado abierto. Para estimar y fijar una prima potencial, la empresa realiza el siguiente cálculo:

$$\text{Adquisición premium} : \frac{(PAT - PAA)}{PAA}$$

PAT: Precio por acción de la transacción con la empresa objetivo

PAA: Precio actual por acción de la empresa objetivo

Según un estudio, la prima media pagada por las empresas se sitúa entre el 40 y el 50% del valor de mercado de la empresa objetivo antes de la adquisición.

(Laamanen, 2007)

Por otra parte, la utilidad de la prima para la empresa adquirente va más allá de convencer a los accionistas para que vendan sus acciones. Este pago adicional lo realiza la empresa adquirente con la expectativa de aprovechar las sinergias que puedan existir en la organización combinada.

En teoría, las empresas esperan crear sinergias aprovechando los activos complementarios de la empresa adquirente y de la adquirida para producir

productos o servicios valiosos y únicos (Ravenscraft y Scherer, 1987), con el fin de generar economías de escala y de alcance.

No sólo se espera que la empresa matriz obtenga los resultados esperados por el mercado, sino también que genere los flujos de caja impuestos por el pago de la prima.

Por lo tanto, pagar una prima excesiva aumenta la probabilidad de que una adquisición no tenga éxito, ya que una prima elevada puede dar lugar a un precio global más alto para la empresa objetivo, lo que puede afectar a los rendimientos financieros y a la rentabilidad de la operación para la empresa adquirente. En resumen, una prima de oferta demasiado elevada puede conducir a la destrucción de valor en lugar de su creación (Moeller, 2004).

3. Objetivos de las fusiones y adquisiciones para la creación de valor

3.1 Crecimiento

Como se ha mencionado anteriormente, el proceso de fusiones y adquisiciones corresponde al crecimiento externo. A menudo resulta complicado para una empresa ampliar su negocio internamente, debido a lo incierto y largo del proceso. Por eso, en su objetivo de crecer dentro de su sector de actividad, las empresas optan a menudo por llevar a cabo una operación de fusión y adquisición. Por ejemplo, a una empresa que desee expandirse geográficamente le resultará mucho más fácil hacerlo a través de una fusión y adquisición que mediante un desarrollo interno.

Otro ejemplo es una empresa de un sector de crecimiento lento. En la 6ª edición de su libro, Patrick A. Gaughan destaca los beneficios de una fusión y adquisición para las empresas que se encuentran en esta situación, que pueden así impulsar su crecimiento a través del proceso de fusión y adquisición, lo que además de aumentar el volumen de negocios de la empresa, le permitirá ver repercutida favorablemente su rentabilidad. Este tipo de motivación para llevar a cabo una fusión y adquisición se tratará más ampliamente posteriormente en el tema de la diversificación, ya que estos dos objetivos están vinculados.

3.2 Sinergias

El término sinergia se utiliza en varios campos y profesiones. Pero en cada uno de los campos, el término refleja siempre la misma idea. La sinergia se refiere a la acción combinada de varios factores para crear, juntos, un efecto mayor que la suma de los dos factores que actúan individualmente.

En otras palabras, en el ámbito de las fusiones y adquisiciones, el término sinergia se refiere más concretamente a la capacidad de las empresas de ser más rentables operando juntas que por separado.

Su realización constituye, en última instancia, un objetivo estratégico clave de las adquisiciones. Surgen de la combinación activa de adquirir una empresa (Capron y Pistre, 2002). Para beneficiarse de una adquisición, el valor de las sinergias

realizadas debe superar la suma del precio de los objetivos, incluida la prima pagada, los costes de financiación y los gastos (Zhou, 2011).

“Cuando eso ocurre, es decir, cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido un efecto sinérgico” (Mascareñas Pérez-Iñigo, 1992).

$$\text{Efecto sinérgico} = Vab - (Va + Vb) - P - E$$

Fuente: Elaboración propia

Vab : valor combinado de las dos empresas;

Va : valor de A ;

Vb : valor de B;

P: prima pagada para adquirir B;

E: gastos del proceso.

Según el autor Scott C. Whittaker en "Fusiones y Adquisiciones" (2012), las sinergias pueden aportar principalmente diversas oportunidades como:

- Aumento de la escala de las empresas combinadas:
- Reducción de los costes laborales
- Optimización de los gastos;
- Evitación de costes de mejora de la capacidad;
- Oportunidades de venta cruzada.

En su libro “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (2015)”, Patrick A. Gaughan afirma que existen dos tipos de sinergias en el entorno empresarial. Las sinergias operativas y sinergias financieras.

3.2.1 Sinergias operativas

Cuando una empresa se involucra en un proceso de fusión y adquisición, una de las principales razones es la oportunidad de conseguir economías de escala. Este tipo de ahorro se consigue mediante una reducción de los costes unitarios, que se logra aumentando el tamaño o las actividades de la empresa.

En segundo lugar, este tipo de sinergia también permite realizar economías de alcance. La economía de alcance es la capacidad de una empresa de utilizar un conjunto de datos para producir y ofrecer una gama más amplia de productos, es decir, es la producción de un bien que reduce el coste de producción de otro.

La sinergia derivada de la fusión de dos entidades también puede dar lugar a una ganancia de poder de mercado. Este poder de mercado puede ser beneficioso para la empresa. Esto significa que la empresa podrá negociar una mayor cantidad o mejores condiciones con sus proveedores. Esto implicará una mejora de los costes de la empresa, así como una mejora de su rentabilidad.

3.2.2 Sinergias financieras o inorgánicas

El segundo tipo de sinergia se centra en la obtención de facilidades de financiación y crediticias, también conocidas como sinergias financieras y fiscales.

“A través de la fusión, la capacidad de endeudamiento de la entidad combinada será mayor que la suma de las dos capacidades individualmente consideradas [...]. Por lo tanto, se produce una reducción del riesgo financiero, que produce un mayor deseo por parte de los prestamistas de suministrar recursos financieros a la nueva sociedad.” (Mascareñas Pérez-Iñigo, 1992).

La sinergia financiera también puede adoptar otra forma, como el apalancamiento de la deuda de forma que beneficie a la empresa. Por ejemplo, al pagar menos intereses, esto permite un mayor apalancamiento y, por tanto, un mayor rendimiento de la inversión. También es posible aprovechar las políticas fiscales de otros países y pagar menos impuestos registrando la empresa en un país con tipos de interés más bajos.

3.3 Diversificación

El término diversificación se utiliza con frecuencia en el proceso de fusiones y adquisiciones y representa una estrategia de la empresa para crecer fuera de su actividad principal. La estrategia consiste en ampliar las propias actividades o productos a través de las fusiones y adquisiciones, lo que permite operar en nuevos sectores o mercados.

En un estudio publicado en la Harvard Business Review en 1978, titulado "Diversification via Acquisition: Creating value", se aborda el tema de la diversificación en el proceso de fusión y adquisición. Se refiere a la diversificación como una estrategia viable para las empresas en su búsqueda constante de mejorar su rendimiento, así como su creación de valor. Patrick A. Gaughan en su libro "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings" menciona la diversificación como una razón vinculada al crecimiento de la industria. Pero también habla de la presión competitiva que limita la capacidad de subir los precios y, por tanto, limita el crecimiento y los beneficios que puede obtener una empresa. Dicho de otro modo, el deseo de aumentar la rentabilidad de la empresa es la razón por la que la empresa adquirente puede optar por diversificar sus actividades.

Sin embargo, en el "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas" del autor Juan Mascareñas Pérez-Iñigo, se matiza lo anterior. De hecho, considera que estas dos razones, crecimiento y diversificación, son motivos discutibles para llevar a cabo una fusión y adquisición. Para él "la diversificación con razón económica para llevar a cabo fusiones no tiene sentido debido a que la empresa no puede hacer algo por los inversores que ellos si pueden hacer por sí mismos". Luego, añade a su análisis que esto no repercutirá positivamente en la cotización de las acciones. En cuanto al crecimiento, dice que este motivo está muy a menudo fomentado por los directivos de la empresa, que se benefician de salarios más altos y de un mayor prestigio gracias al aumento de las ventas. En este caso, no es una verdadera razón económica. (Mascareñas Pérez-Iñigo, 1992)

3.4 Otros motivos económicos

Además de las otras motivaciones mencionadas anteriormente, el autor Patrick A. Gaughan enumera muchas otras razones por las que las empresas llevan a cabo procesos de fusión y adquisición. Entre ellas, presentaremos las dos más recurrentes. Se trata del poder de mercado y de la relación proveedor-comprador.

3.4.1 Poder de mercado y cuota de mercado

En su búsqueda de beneficios, las empresas tendrán que competir con otras empresas de su sector. Para aumentar sus beneficios, en un entorno competitivo, las empresas necesitarán poder de mercado. Sin él, las empresas no tendrán la capacidad de fijar y mantener precios por encima del nivel competitivo, por encima del coste marginal. Y, por tanto, serán incapaces de obtener beneficios. Esta es la razón por la que, para obtener beneficios, las empresas se involucran en procesos de fusión y adquisición, y especialmente en procesos de integración horizontal (sección 2.2). Dado que la cuota de mercado es una fuente de poder de mercado, la integración horizontal ofrece a la empresa en cuestión la oportunidad de aumentar su cuota de mercado y, por tanto, su poder de mercado.

3.4.2 Relación comprador-vendedor

Como hemos podido estudiar previamente, otra motivación de las empresas es integrarse verticalmente. La razón por la que las empresas quieren integrarse verticalmente mediante fusiones y adquisiciones es acercarse más a la fuente de suministro o al cliente final. Generalmente, la decisión se toma para beneficiarse de una fuente de suministro más fiable. Con este beneficio, la empresa en cuestión podrá aprovechar su integración vertical para mejorar la gestión de sus existencias y reducir así los costes que conlleva. A través de esta integración vertical a través de fusiones y adquisiciones, la empresa obtiene una ventaja competitiva en costes frente a sus competidores.

3.5 Razones del fracaso de una F&A

Tal como se ha mencionado previamente, hay varias razones por las que las operaciones de fusión y adquisición pueden tener éxito. En resumen, el éxito de este tipo de operaciones radica en la creación de valor en la empresa tras la transacción. Es decir, una vez realizada la transacción, el valor de la empresa debe ser superior a la suma de los valores de las empresas anteriores a la transacción. Por otra parte, si la transacción no da lugar a la creación de valor, no puede considerarse como un éxito. En este caso, hay diferentes explicaciones compartidas por muchos expertos que justifican el fracaso de una fusión-adquisición:

- 1) La integración y adaptación organizativa. “Las competencias estratégicas necesarias varían de una organización a otra y a lo largo del tiempo, la estructura de la industria varía, la experiencia de los directivos, su formación, personalidad, relaciones sociales y las competencias que aportan a una empresa, las organizaciones varían según la geografía y el contexto sociocultural, político y económico.” (Oxford, 2012)
Sin esta adaptación al entorno organizativo, la empresa no podrá alcanzar los objetivos de la organización. Además, será incapaz de satisfacer las demandas de innovación y eficacia, lo que no le permitirá sobrevivir y prosperar.

- 2) Problemas de integración cultural.
Con demasiada frecuencia, en las transacciones se omiten por descuido las diferencias culturales, lo que suele obstaculizar la creación de valor. Las dos empresas que se fusionan pueden no tener las mismas preferencias en cuanto al modo de aculturación. En una fusión, las diferencias culturales pueden afectar al funcionamiento de una empresa en aspectos como la gestión, el poder, el papel, la tarea, el logro, la persona y el apoyo. Esto puede poner en peligro la consecución de los objetivos fijados por la incapacidad de los empleados para comunicar o entender cómo debe realizarse el trabajo.

En resumen, investigaciones declaran que una mala integración cultural puede influir "negativamente en la eficacia de los resultados de la integración y en los resultados posteriores a la fusión y adquisición". (Weber, 1996)

- 3) Mala valoración y pago excesivo. En efecto, si la empresa objetivo, en su valoración, sobrevalora la empresa objetivo, es posible ocasionar costes excesivos durante el proceso de adquisición. Esto tendrá un efecto negativo en las finanzas de la empresa objetivo, como una disminución de los beneficios, un aumento de la deuda y una reducción del valor, lo que repercutirá en los accionistas.
- 4) Factores externos. Factores externos como la crisis de Covid-19 o incluso la guerra en Ucrania, que provocan una recesión económica, pueden tener un impacto negativo en el proceso de creación de valor.

El fracaso de una operación no radica únicamente en la no creación de valor, ya que la fase previa al proceso de integración de la empresa objetivo también puede conducir al fracaso de la operación. En efecto, el proceso jurídico de las fusiones y adquisiciones puede conducir a una anulación.

Un estudio de McKinsey, realizado entre 2013 y 2018, revela las principales razones que llevan a una cancelación o a la finalización prematura del proceso de fusiones y adquisiciones. Entre más de 2.500 operaciones anunciadas durante este periodo, valoradas en más de 1.000 millones de euros. El estudio encontró 265 operaciones que fracasaron por diversas razones previas al acuerdo. Los motivos más comunes fueron:

- 1) Desacuerdo sobre el precio de la operación
- 2) Cuestiones reglamentarias y antimonopolio
- 3) Diligencia debida
- 4) Cuestiones políticas

Por ello, tras haber estudiado en profundidad el proceso de fusión y adquisición, las distintas modalidades de pago y sus características. Nuestro estudio de la creación de valor nos llevará a estudiar adquisiciones reales con distintos métodos de pago para responder y confirmar nuestra pregunta inicial sobre la eficacia de los métodos para la creación de valor.

Por último, la parte teórica de nuestro estudio, basada en las distintas revistas bibliográficas disponibles sobre el tema, nos permite dar una respuesta parcial a la pregunta planteada al principio de nuestro estudio. La literatura utilizada a lo largo de nuestro estudio nos ha mostrado que en las fusiones y adquisiciones se utilizan diferentes métodos de pago, dependiendo de los objetivos que se pretendan alcanzar y de las condiciones del mercado. Los pagos basados en acciones son más eficaces para crear valor cuando se adquiere una empresa privada que cuando se adquiere una empresa pública. Los pagos basados en acciones también maximizan las sinergias creadas por la transacción y, por tanto, el método de pago. Mientras que las adquisiciones en efectivo ofrecen la posibilidad de aumentar el apalancamiento de la empresa y proporcionan mejores resultados y rendimientos, esto va acompañado de un aumento del riesgo financiero al que puede enfrentarse la empresa. Por lo tanto, la literatura disponible muestra que el pago basado en acciones es más seguro y eficaz en la búsqueda de la creación de valor. Sin embargo, el pago en efectivo puede dar lugar a mejores rendimientos, pero a un mayor riesgo de pérdidas.

Los distintos trabajos muestran también la importancia de la prima pagada en la eficacia de los distintos métodos de pago. Esto se debe a que la prima es emitida por la empresa con el objetivo de realizar sinergias y alimentar así la futura creación de valor. Por el contrario, el pago de primas excesivas puede conducir a la no consecución de los objetivos fijados, con un impacto negativo en los resultados de la empresa y en la rentabilidad de la operación. Esto tendrá el efecto contrario al buscado inicialmente, es decir, una destrucción de valor.

Así pues, para concluir nuestro apartado teórico sobre el proceso de fusión-adquisición y su creación de valor, las revistas bibliográficas y los distintos autores utilizados a lo largo de nuestro estudio coinciden en el hecho de que las formas de

pago no son el único factor importante en la creación de valor. En efecto, sus trabajos coinciden en el hecho de que la prima pagada contribuye en gran medida a la creación de valor o a su destrucción en caso de pago excesivo y, por tanto, a la eficacia del método de pago utilizado. Según la bibliografía, también es importante reconocer y tener en cuenta otros factores no financieros mencionados anteriormente, como los factores económicos, culturales o sociales. Estos factores pueden favorecer o no la creación de valor durante el proceso de fusión y adquisición.

4. Maximizando la creación de valor en Fusiones y Adquisiciones: análisis del impacto de los métodos de pago

4.1 Acumulación-Dilución análisis

El método de acumulación-dilución es un método utilizado en el mundo de las finanzas con el objetivo de evaluar el impacto de una adquisición en los beneficios de las empresas afectadas. El método permite comparar los beneficios por acción (BPA) de una empresa antes y después de la transacción. Este método distingue entre una adquisición positiva para los accionistas y una adquisición negativa.

Cuando los beneficios de la empresa adquirida superan los costes de adquisición, el BPA de la empresa aumenta y, por tanto, se trata de una adquisición positiva para los accionistas. En este caso, se habla de acumulación:

$$BPA \text{ antes de la operación} < BPA \text{ después de la operación}$$

Cuando los beneficios de la empresa adquirida son inferiores a los costes de adquisición, la adquisición es negativa para los accionistas, ya que el BPA de la empresa disminuye. Es lo que se denomina dilución, y se puede resumir de la siguiente manera:

$$BPA \text{ antes de la operación} > BPA \text{ después de la operación}$$

Existe una tercera posibilidad, en la que el Beneficio por Acción (BPA) no se vería afectado por la operación, es decir, el BPA de la empresa adquirente sigue siendo el mismo antes y después de la operación. En este caso tendríamos:

$$BPA \text{ antes de la operación} = BPA \text{ después de la operación}$$

Para llevar a cabo el análisis de acumulación-dilución, son esenciales varios pasos.

En primer lugar, es importante determinar los beneficios de la empresa adquirida. Pero también la de la empresa adquirente.

En segundo lugar, hay que tener en cuenta el método de pago utilizado en la transacción. En nuestro estudio, se tratará de un pago con caja y con acciones. Dependiendo del medio de pago, es posible que el número de acciones post-transacción de la empresa adquirente se vea afectado si la transacción se realiza con acciones, por lo que es esencial determinar el número de acciones antes y después de la transacción.

Con estos cálculos previos a la transacción, podremos calcular el BPA antes y después de la transacción. Así obtendremos los siguientes cálculos

$$BPA \text{ antes} = \frac{\text{Beneficio Neto A}}{\text{acciones en circulación antes}}$$

$$BPA \text{ después} = \frac{\text{Beneficio Neto A} + \text{Beneficio Neto B} + \text{Impacto de la transacción}}{\text{Acciones en circulación antes} + \text{Acciones emitidas para la adquisición}}$$

Fuente: Elaboración propia

Según Donald DePamphilis en “Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities” (2015), la empresa adquirente puede beneficiarse de dos categorías de sinergias. Sinergias de ingresos y sinergias de ahorro de costes. Por lo tanto, es importante tener en cuenta las sinergias resultantes de la operación en el cálculo del BPA posterior a la operación. Ya que su realización constituye, en última instancia, un objetivo estratégico clave de las adquisiciones (Capron y Pistre, 2002).

Además, hay otros elementos que pueden influir en el impacto de la transacción. En efecto, durante el proceso de fusiones y adquisiciones, las empresas deciden a menudo endeudarse para hacer frente a los costes de la operación. Este endeudamiento puede realizarse mediante préstamos o emisiones de obligaciones. Tras la operación, las empresas tendrán que devolver este préstamo, lo que repercutirá directamente en el valor de la empresa.

4.2 Análisis de una transacción realizada con caja: El caso Microsoft

4.2.1 Introducción de las compañías

Estudio de caso de la adquisición de LinkedIn por Microsoft (2016)

Microsoft Corporation es una empresa multinacional estadounidense. Está especializada en el sector tecnológico, y más concretamente en informática y microinformática. La empresa fue fundada en 1975 por dos estadounidenses, Bill Gates y Paul Allen. Microsoft es una de las principales capitalizaciones bursátiles de una de las mayores bolsas estadounidenses, la "**National Association of Securities Dealers Automated Quotations**" (**NASDAQ**). En 2015, la empresa tuvo unos ingresos de 93.000 millones de dólares y una capitalización bursátil de 440.000 millones de dólares. En resumen, Microsoft es una empresa tecnológica líder, que opera en todo el mundo y ofrece empleo a más de 180.000 personas en sus distintos negocios.

LinkedIn Corporation es una red social profesional estadounidense, fundada en 2002. La red conecta a distintos profesionales, independientemente del sector en el que trabajen. La plataforma también ofrece herramientas de búsqueda de empleo, así como recursos educativos, como formación y cursos sobre diversos temas. En 2015, LinkedIn tuvo unos ingresos de 2.900 millones de dólares, y la empresa que cotiza en la "**New York Stock Exchange**" (**NYSE**) tuvo una capitalización bursátil de 31.000 millones de dólares en el mismo año.

El 13 de junio de 2016, Microsoft Corporation anunció a través de un comunicado de la "**Securities and Exchange Commission**" (**SEC**) que había adquirido la red

social profesional LinkedIn. En el comunicado, Microsoft revela ciertos términos de la transacción. La empresa afirma que LinkedIn seguirá operando con el mismo nombre y de forma independiente. El valor de la transacción asciende a 26.200 millones de dólares, siendo el efectivo la forma de pago.

A partir de ahora, nuestro objetivo será, por tanto, analizar los beneficios por acción de la empresa antes de la adquisición y, sobre todo, después de la misma, con el fin de poner de relieve los efectos generados por la adquisición en efectivo de la empresa. Los siguientes datos se basarán en estimaciones en relación con las cifras de años anteriores.

Para obtener los beneficios por acción anteriores y posteriores a la adquisición, fue necesario realizar varios pasos preliminares. En primer lugar, era esencial recopilar determinados datos de las dos empresas estadounidenses. Para ello, se recopiló de los informes anuales la siguiente información correspondiente a 2015, el año anterior a la transacción.

Por lo que respecta a Microsoft, ese año la empresa emitió alrededor de 8.200 millones de acciones a un precio medio por acción de 53 dólares. Esto dio a la empresa una capitalización bursátil de 440.000 millones de dólares.

La red social profesional LinkedIn, por su parte, emitió 138 millones de acciones a un precio medio por acción de 225 dólares. La capitalización bursátil de LinkedIn en 2015 fue, por tanto, de unos 31.000 millones de dólares.

Cuando se hizo oficial la adquisición de LinkedIn por parte de Microsoft, el gigante tecnológico dijo que el acuerdo supondría una prima del 50%. Todavía según sus estimaciones, Microsoft ha anunciado sinergias de 1.000 millones de dólares para los 3 años siguientes a la transacción. Además, con la información disponible, estimamos que el coste de la deuda de Microsoft ese año era del 3% y su tipo impositivo del 16%.⁶

⁶ En esta operación, el grado de aceptación por parte de los accionistas de LinkedIn no está disponible, entonces, estimamos que es igual al 100%. Por lo tanto, al calcular el beneficio por acción, se tendrá en cuenta la totalidad del beneficio neto de LinkedIn.

Una vez recopilada y hecha pública la información necesaria. Ahora era necesario estimar los ingresos netos de las dos empresas para 2017 y 2018.

Las estimaciones se basan en los ingresos netos de años anteriores, y en un crecimiento de entre el 8 y el 12%⁷ dependiendo del sector en el que opere la empresa. Esto lleva a Microsoft a tener unos beneficios netos de 18.700 millones de dólares en 2017 y alrededor de 20.600 para 2018. Y LinkedIn tiene unos ingresos netos negativos de 144 y 129 millones de dólares para 2017 y 2018 respectivamente. Ahora toda esta información junta nos dará el beneficio por acción antes y después de la adquisición.

	Microsoft	LinkedIn
N° de acciones*	8.2	0.14
Precio por Acción	53	225
Capitalización bursátil*	440	31
Beneficio Neto		
2017 Estimación*	18.7	-0.144
2018 Estimación*	20.57	-0.130

	Pre-transacción	Post-transacción
BPA 2017	2.28	2.24
BPA 2018	2.51	2.47

* En miles de millones

Fuente: Elaboración propia

Análisis del BPA pre-transacción

A modo de recordatorio, dependiendo de la situación, el beneficio por acción se calcula de dos formas distintas. Si se utiliza para obtener el beneficio por acción previo a la transacción, el cálculo se realiza dividiendo el beneficio neto de la empresa de cada año por el número de acciones:

⁷ El crecimiento se ha calculado sobre la base del crecimiento medio de los beneficios netos del sector en los años anteriores a la transacción.

$$BPA = \frac{\text{Beneficio Neto Microsoft}}{\text{acciones en circulación}}$$

Fuente: Elaboración propia

En el caso del estudio, considerando que Microsoft poseía 8.200 millones de acciones y había obtenido un beneficio neto de 18.700 millones de dólares. Para obtener el beneficio por acción antes de la transacción, se realizó el siguiente cálculo:

$$BPA\ 2017 = \frac{18.7}{8.2} = 2.28$$

Fuente: Elaboración propia

En cuanto al año 2018 anterior a la transacción, la información financiera utilizada para calcular los beneficios por acción de la empresa es la siguiente. Para ese año, se estima que Microsoft generaría un beneficio neto de 20.570 millones de dólares y poseería el mismo número de acciones que el año anterior. Esto da un beneficio neto de :

$$BPA\ 2018 = \frac{20.57}{8.2} = 2.51$$

Fuente: Elaboración propia

Basándonos en los datos de beneficios por acción de Microsoft antes de la transacción. Podemos extraer la siguiente conclusión. Para los años 2017 y 2018, Microsoft habría obtenido un beneficio neto por acción de 2,28 y 2,51 respectivamente. Esto implica que por cada una de sus acciones en circulación, la compañía obtuvo un beneficio de 2,28 y 2,51 dólares respectivamente, para 2017 y 2018.

También podemos ver que el BPA de estos dos años previos a la transacción es superior al del año anterior. De hecho, el incremento del BPA en los dos años de análisis es del 10%, lo que implica un crecimiento del beneficio por acción y, por

tanto, una mejora de los resultados financieros de la compañía. También implica creación de valor para los accionistas, ya que se benefician de una mayor participación en los beneficios de la empresa.

Análisis del BPA post-transacción

A partir de ahora, para analizar los beneficios por acción de Microsoft después de la transacción, tenemos que establecer un cálculo diferente al utilizado anteriormente. En esta situación, hay que tener en cuenta muchos otros datos. Por ejemplo, el beneficio neto de LinkedIn y el impacto de la transacción deben sumarse al beneficio neto de Microsoft. Dentro del impacto de la transacción, se tienen en cuenta la prima, el coste de la deuda y el tipo impositivo. El cálculo es el siguiente: la suma de los beneficios netos de las dos empresas más el impacto de la transacción dividido por el número total de acciones, es decir:

$$BPA \text{ después} = \frac{\text{Beneficio Neto A} + \text{Beneficio Neto B} + \text{Impacto de la transacción}}{\text{Acciones en circulación antes}}$$

Fuente: Elaboración propia

Según las estimaciones previas, LinkedIn debería generar un beneficio neto negativo de 144 y 129 millones de dólares en 2017 y 2018, respectivamente. Esto representa un crecimiento del 10% en el beneficio neto. Como ya se ha mencionado, la transacción implica una prima del 50%. El coste de la deuda para Microsoft ese año era del 3% y el tipo impositivo del 16%, y las sinergias previstas por Microsoft, para los dos años de nuestro estudio son iguales a 1.000 millones de dólares por cada año. Una vez que tenemos esta información, podemos obtener los beneficios por acción de Microsoft para los dos años siguientes a la transacción:

$$BPA \text{ después (2017)} = \frac{18.7 + (-0.14) + (1) - (3\% * (31 * (1.5)) * (1 - 16\%))}{8.2} = \frac{18.38}{8.2} = 2.24$$

$$BPA \text{ después (2018)} = \frac{20.57 + (-0.13) + (1) - (3\% * (31 * (1.5)) * (1 - 16\%))}{8.2} = \frac{20.27}{8.2} = 2.47$$

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a los beneficios por acción de Microsoft tras la transacción, podemos ver que la empresa sigue obteniendo beneficios positivos por cada una de sus acciones en circulación durante 2017 y 2018.

Una vez más, los beneficios por acción crecen en rentabilidad, aumentando más de un 10% de 2017 a 2018. En este caso, de un año para otro, los accionistas se benefician de la creación de valor.

Sin embargo, si profundizamos en el análisis y la comparación de los beneficios por acción de Microsoft, podemos ver que existe una diferencia entre los beneficios pre-transacción y los beneficios post-transacción. De hecho, si comparamos los beneficios por acción previos y posteriores a la transacción para 2017, observamos un descenso de alrededor del 2%, de 2,28 a 2,24. Para 2018, los beneficios por acción de Microsoft previos y posteriores a la transacción también muestran un descenso del 2%, de 2,51 a 2,47.

En conclusión, según el método de análisis de acumulación-dilución, cuyo objetivo es determinar si la transacción crea o no valor para los accionistas afectados. Desde el punto de vista del beneficio por acción y de los accionistas, la transacción entre las dos empresas no es beneficiosa porque no contribuye a mejorar los resultados financieros de la empresa y reduce el beneficio por acción. En otras palabras, al realizar esta operación, según el método de análisis, Microsoft está destruyendo valor. En este caso, podemos hablar de que la operación es dilutiva.

Pero es importante destacar que, aunque la empresa no cree directamente valor para sus accionistas a través de esta operación, no es sistemáticamente negativa para la empresa. Es posible que a través de esta transacción la empresa tenga otras motivaciones que la creación de valor para sus accionistas. Las motivaciones pueden ser estratégicas, o pueden tener perspectivas de crecimiento a largo plazo, lo que podría explicar en parte por qué Microsoft decidió llevar a cabo esta transacción. Estas diferentes motivaciones también pueden influir en la forma de pago adoptada para completar la transacción, ya que, como hemos visto, la forma

de pago y la prima pagada tienen cierta influencia en las sinergias y, por tanto, en la creación de valor.

4.3 Análisis de una transacción realizada con acciones: El caso Tesla

4.3.1 Introducción de las compañías

Estudio de caso de la adquisición de SolarCity por Tesla (2018)

Tesla es un fabricante de coches eléctricos, pero la empresa también opera en muchos otros sectores a través de sus filiales. Entre ellos figuran la tecnología y la energía. La empresa fue fundada en 2003 por Elon Musk. La empresa ha crecido muy rápidamente en los últimos años, gracias al importante papel que desempeña en la transición a una economía más sana. En la actualidad, la empresa cotiza en el **NASDAQ "National Association of Securities Dealers Automated Quotations"**. Al final del ejercicio fiscal 2022, la empresa tendrá unos ingresos de más de 81.000 millones de dólares y un beneficio neto de más de 12.000 millones de dólares.

SolarCity es una empresa estadounidense especializada en soluciones solares. La empresa fue fundada en 2006 por los hermanos Rive. Entre sus productos y servicios, SolarCity ofrece paneles solares para todo tipo de clientes, pero también presta servicios de financiación e instalación de sus productos. En el año fiscal 2015, la empresa de energía solar obtuvo un beneficio neto de más de 58 millones de dólares, y logró unos ingresos de más de 399 millones de dólares.

En julio de 2016, con el objetivo de crear una empresa de energía sostenible integrada verticalmente, Tesla hizo una oferta para comprar SolarCity. En aquel momento, el sector de la energía solar y el almacenamiento se encontraba en un periodo de expansión, por lo que, al combinar sus actividades, las empresas se ofrecían mutuamente la oportunidad de crear productos que mejoraran la forma de producir, almacenar y consumir energía.

En el comunicado de prensa, Tesla enumera las diversas condiciones de pago relativas a la transacción. La transacción se pagará íntegramente en acciones. Esto

representa un valor de capital de 2 600 millones de dólares. La totalidad de la transacción se basa en el precio medio ponderado calculado a 29 de julio de 2016. Con este comunicado las compañías han acordado los términos, por lo que los accionistas de SolarCity recibirán 0,11 acciones de Tesla por cada acción vendida de su compañía. De esta forma, el precio de la acción de SolarCity se sitúa en 25,37 dólares por acción según la base anterior.

En el aspecto financiero, Tesla expone sus expectativas, y la compañía estadounidense espera lograr sinergias de costes equivalentes a 150 millones de dólares en el primer año antes del cierre de la transacción. La empresa también está desvelando sus objetivos de cara al cliente, anunciando planes para ahorrar dinero a sus clientes reduciendo los costes de instalación y aumentando la eficiencia de sus procesos de producción.

La adquisición de Tesla fue una transacción vertical. Con ella, la empresa mejora su eficacia en la producción de recursos, ya que las dos empresas pertenecen a la misma cadena de producción.

A partir de ahora, nuestro objetivo será, por tanto, analizar los beneficios por acción de la empresa antes y, sobre todo, después de la adquisición, con el fin de poner de relieve los efectos generados por la adquisición en las acciones de la empresa. Los siguientes datos se basarán en estimaciones en relación con las cifras de años anteriores.

A modo de recordatorio, para obtener los beneficios por acción anteriores y posteriores a la adquisición fue necesario realizar varios pasos preliminares. En primer lugar, era esencial recopilar determinados datos de las dos empresas americanas. Para ello, se recopiló de los informes anuales la siguiente información correspondiente a 2017, el año anterior a la transacción.

En 2018, Tesla hizo una oferta para adquirir SolarCity. Como se mencionó anteriormente, los términos de la adquisición son los siguientes. La transacción tiene un valor de 2.600 millones de dólares y se lleva a cabo mediante un pago íntegro en acciones, con unas sinergias previstas de 150 millones de dólares en el primer año

y en el segundo, en las que se basa nuestro análisis. Para simplificar el cálculo de los beneficios por acción posteriores a la transacción, estimamos que las sinergias logradas por Tesla en el segundo año del análisis serán iguales a las logradas en el primer año.

Por esta operación, Tesla tiene previsto pagar una cantidad adicional equivalente al 25% de la valoración actual de la empresa objetivo. Por último, otro dato clave para calcular el beneficio por acción es que el 85% de los accionistas de SolarCity han aceptado la oferta de Tesla, lo que representa la aceptación de la transacción.

Las estimaciones del beneficio neto se basan en el beneficio neto generado en años anteriores, y en un crecimiento de entre el 8-12%⁸ dependiendo del sector en el que opere la empresa.

Una vez recopilada la información pública necesaria. Ahora era necesario estimar los beneficios netos de las dos empresas para 2019 y 2020.

Para ello, basándonos en el crecimiento del beneficio neto de las empresas del sector, estimamos que el crecimiento de nuestras dos empresas será equivalente al 12,5%, tomando como referencia el beneficio neto alcanzado el año anterior.

Teniendo esto en cuenta, ahora estamos en condiciones de determinar el beneficio neto de Tesla y SolarCity. El beneficio neto estimado de Tesla para 2019 es negativo, de 854 millones de dólares, mientras que el de SolarCity es de 301 millones. En cuanto a 2020, el beneficio neto de Tesla sigue siendo negativo, pero ha aumentado hasta los 747 millones de dólares. El beneficio neto de SolarCity aumentará ese año, hasta una estimación de 339 millones de dólares.

Ahora tenemos toda la información que necesitamos para calcular los beneficios por acción de Tesla. Podremos analizar estas ratios a lo largo de 2 años, tanto antes como después de la transacción.

⁸ El crecimiento se ha calculado sobre la base del crecimiento medio de los beneficios netos del sector en los años anteriores a la transacción.

	Tesla	Solarcity
N° de acciones*	2600	100
Precio por Acción	22.2	25.35
Capitalización bursátil*	57500	2535
Beneficio Neto		
2019 Estimación*	-854	301
2020 Estimación*	-747	339

	Pre-transacción	Post-transacción
BPA 2019	-0.33	-0.16
BPA 2020	-0.29	-0.11

*En millones

Fuente: Elaboración propia

Analisis del BPA pre-transaccion

Para obtener el beneficio por acción de Tesla antes de la operación, necesitamos definir el cálculo utilizado para establecer este último. Para ello, tenemos que dividir el beneficio neto de la empresa de cada año por el número de acciones en circulación en el momento en que se anunció la operación.

Teniendo en cuenta las cifras recopiladas y necesarias para calcular el BPA pre-transacción de Tesla, obtenemos un beneficio por acción para 2019 de:

$$BPA\ 2019 = \frac{-854}{2600} = -0.33$$

Fuente: Elaboración propia

Para el año siguiente, siempre según nuestras estimaciones, Tesla tuvo un beneficio neto negativo de 747 millones de dólares, mientras que emitió un total de 2.600

millones de acciones durante 2018. Esto nos da los beneficios por acción de Tesla para 2020:

$$BPA\ 2020 = \frac{-747}{2600} = -0.29$$

Fuente: Elaboración propia

Para concluir con el tema de los beneficios por acción de Tesla sobre las estimaciones previas a la transacción, podemos observar una mejora en los resultados financieros de la empresa, que se refleja en una caída de la pérdida de beneficios por acción. De hecho, el aumento del beneficio neto (+12,5%) tiene el mismo impacto en el beneficio por acción de la empresa (+12,5%).

Por otra parte, aunque los resultados financieros de la empresa han mejorado, el beneficio por acción de Tesla es negativo. Esto significa que los accionistas de la empresa no están recibiendo ningún beneficio de las actividades de la empresa.

Análisis del BPA post-transacción

Ahora, en lo que respecta a los beneficios por acción de Tesla después de la transacción, debemos tener en cuenta otra información financiera que es esencial para el cálculo. En efecto, al llevar a cabo esta transacción, Tesla está utilizando un método de pago diferente al utilizado anteriormente, lo que nos obliga a introducir algunos cambios en el cálculo. También es importante señalar que las sinergias anunciadas por la empresa, la prima y la aceptación se tienen en cuenta en el cálculo del beneficio por acción de la empresa. Para obtener el beneficio por acción de Tesla después de la transacción, el cálculo es el siguiente: la suma de los beneficios netos de las dos empresas más el impacto de la transacción dividida por el número total de acciones acompañadas de la ampliación de capital prevista por la empresa, es decir:

$$BPA \text{ después} = \frac{\text{Beneficio Neto A} + \text{Beneficio Neto B} * (\% \text{ de aceptación})}{\text{Acciones en circulación antes} + \left(\frac{\text{Impacto de la transacción}}{\text{Precio por acción}}\right)}$$

Fuente: Elaboración propia

Para completar el cálculo anterior, es importante establecer qué debemos tener en cuenta dentro del "impacto de la transacción". En nuestro caso, se trata de la prima equivalente al 25% de la capitalización bursátil de SolarCity en el momento en que se anunció la operación. También es importante tener en cuenta el grado de aceptación de los accionistas, ya que no es igual al 100%. Para completar el cálculo, tenemos que dividir este impacto por el precio de las acciones de Tesla en el momento de la transacción. Este cálculo nos da la ampliación de capital requerida por los accionistas de SolarCity.

$$\text{Ampliación de capital} = \frac{\text{Impacto de la transacción}}{\text{Precio de la acción}} = \frac{2535 * (1.25) * 0.85}{22.2} = 121.33$$

Fuente: Elaboración propia

Como resultado, se emitirán 121,33 millones de acciones como parte de la transacción, que habrá que añadir a las que ya posee Tesla.

Tras el cálculo de la ampliación de capital, podemos proceder al cálculo final del beneficio por acción de Tesla.

Considerando la siguiente información para 2019, Tesla debería generar un beneficio neto de 854 millones de dólares y SolarCity 301 millones de dólares. Como el grado de aceptación no es del 100%, es importante tenerlo en cuenta para el análisis de los dos años, en nuestro caso es del 85%. El beneficio neto de Tesla para 2020 será de 747 millones de dólares y el de SolarCity de 339 millones de dólares. Las sinergias anunciadas para los dos años se estiman en 150 millones de dólares. De este modo podemos obtener los beneficios por acción de Tesla después de la transacción para los dos años estudiados:

$$BPA \text{ después (2019)} = \frac{(-854) + (301 * 85\%) + 150}{2600 + 121.33} = \frac{-447.96}{2721.33} = -0.16$$

$$BPA \text{ después (2020)} = \frac{(-747) + (339 * 85\%) + 150}{2600 + 121.33} = \frac{-308.96}{2721.33} = -0.11$$

Fuente: Elaboración propia

El beneficio por acción de Tesla después de la transacción sigue siendo negativo, es decir, la empresa sigue sin generar beneficios para sus accionistas. Sin embargo, está mejorando de un año a otro, ya que los resultados financieros de la empresa y, por tanto, sus beneficios por acción han aumentado en un 31%.

Una vez calculados los dos beneficios por acción, podemos compararlos. La comparación de los beneficios por acción entre los años anteriores y posteriores a la transacción revela un cambio significativo entre los distintos beneficios por acción. El análisis de los beneficios por acción utilizando el método de acumulación-dilución pone de relieve el impacto de los términos de la transacción. Como resultado, para 2019, los beneficios por acción de Tesla han aumentado en un 50%, pasando de (-0,33) a (-0,16). Para 2020, el beneficio por acción se reducirá de (-0,29) a (-0,11), lo que representa un aumento significativo de alrededor del 60%. Según el vocabulario de nuestro método de análisis, la operación puede calificarse de acreedora, ya que crea valor, aunque el beneficio por acción de la empresa siga siendo negativo.

4.4 Interpretación de los resultados

Como conclusión de los distintos análisis realizados anteriormente, podemos plantear varias hipótesis sobre el medio de pago más eficaz para la creación de valor.

En primer lugar, el pago en efectivo. A través del análisis de la transacción entre Microsoft y LinkedIn, pudimos comprobar que esta transacción, según nuestro método de análisis del beneficio por acción, era dilutiva para estos accionistas.

Los beneficios por acción de Microsoft antes de la transacción eran superiores a los beneficios por acción después de la transacción, lo que refleja una destrucción de

valor para los accionistas. En otras palabras, la transacción no fue beneficiosa para los accionistas en términos de sus beneficios por acción.

La segunda parte de nuestro análisis se centró en la transacción Tesla-SolarCity. Esta transacción se realizó mediante un pago basado en acciones. Aunque los beneficios por acción de Tesla fueron negativos y, por tanto, no generaron ningún valor para los accionistas durante los dos años estudiados. Nuestro método de análisis revela una mejora de los resultados financieros de Tesla, que se traduce en una mejora de los beneficios por acción. Aunque el término no sea exacto, la transacción entre Tesla y SolarCity ha creado valor para sus accionistas. La transacción es, por tanto, acreedora y puede calificarse de positiva tanto para los accionistas como para la empresa.

La interpretación estricta de los resultados obtenidos de nuestro análisis de acumulación-dilución nos permite concluir nuestro estudio de caso y responder así a la pregunta planteada inicialmente. Podemos afirmar, gracias al análisis de acumulación-dilución de distintas transacciones, que una de las características del pago basado en acciones es que ofrece una mayor eficacia en la creación de valor posterior a la transacción. Como vimos anteriormente en la revisión de la literatura, existen varias razones que explican esta eficiencia.

En nuestra situación, las razones que pueden explicar la eficacia del método de pago utilizado es un aumento de la deuda y del riesgo financiero para la transacción realizada mediante liquidez. Esto dificulta la creación de valor por la ausencia de liquidez y, por tanto, de tesorería para hacer frente a las oportunidades que se presenten. En cambio, la operación con acciones, gracias a la preservación de su liquidez, podía potencialmente aprovechar estas oportunidades y generar así valor para sus accionistas. Asimismo, la operación de acciones puede haber permitido aprovechar plenamente las sinergias, lo que sin duda no es el caso de la operación en efectivo.

Todas las razones anteriores explican por qué, en nuestro estudio de caso, el pago en acciones es más eficaz que el pago en efectivo.

Sin embargo, es importante señalar que, en el contexto de nuestro método de análisis, otros componentes pueden influir positivamente o negativamente en la creación de valor durante la transacción, y esta influencia puede repercutir en la transacción tanto a corto como a largo plazo. En efecto, uno de los principales factores que pueden influir en el beneficio por acción en las transacciones estudiadas, pero también en la mayoría de las transacciones, es la presencia de una prima. Como se menciona más adelante en nuestro estudio, pagar una prima demasiado elevada aumenta la probabilidad de que una adquisición destruya valor en lugar de crearlo (Moeller, 2004). Nuestro análisis confirma este estudio ya que, como podemos ver, la transacción que implica destrucción de valor es la situación en la que la prima es mucho mayor que en la situación de creación de valor. También puede haber una serie de razones que expliquen los diferentes resultados obtenidos, como razones sociales o culturales, o razones específicas de los sectores en los que opera cada una de las empresas afectadas.

5. Conclusion

En el marco de este trabajo, hemos analizado la importancia de la creación de valor para los accionistas y las empresas en el proceso de fusión y adquisición, destacando la importancia y eficacia de las diferentes modalidades de pago utilizadas en estas operaciones. La realización de este estudio nos ha permitido conocer y comprender mejor los factores que influyen en la creación de valor, así como elegir el medio de pago más adecuado para alcanzar los objetivos establecidos y maximizar el impacto de esta operación.

La economía mundial actual se caracteriza no solo por la rápida evolución de los mercados que la componen, sino también por una competencia cada vez mayor. Por lo tanto, se ha instado a las empresas a considerar el proceso de fusión y adquisición como una forma de acelerar su crecimiento y consolidar su posición en el mercado para alcanzar sus objetivos.

Hoy en día, una de las principales razones por las que las empresas se involucran en operaciones de fusión y adquisición es la creación de valor. Sin embargo, el proceso de fusión y adquisición es complejo y su ejecución no siempre se traduce en la creación de valor. Por lo tanto, es esencial tener en cuenta todos los factores que pueden influir en la creación de valor.

A lo largo de nuestro estudio, nos hemos centrado en la eficacia de los medios de pago utilizados para completar la transacción. Es importante destacar el hecho de que la eficacia de los medios de pago no reside directamente en los medios de pago en sí, sino en los beneficios que pueden ofrecer a las empresas a corto y largo plazo. La documentación disponible sobre el tema nos ha permitido establecer las ventajas e inconvenientes de cada medio de pago.

De acuerdo con la literatura, podemos afirmar que el pago en acciones es más seguro y eficaz en la búsqueda de la creación de valor. Sin embargo, el pago en efectivo puede dar lugar a mejores rendimientos, pero también implica un mayor riesgo de pérdidas. Los estudios de casos que hemos realizado sobre las operaciones de fusiones y adquisiciones que involucran diferentes métodos de pago

nos permiten completar la idea anterior y determinar cuál es el método de pago más eficaz. Según los resultados obtenidos, el pago en acciones es el más eficaz para una operación de fusión y adquisición con el objetivo de crear valor para la empresa y sus accionistas.

No obstante, es importante tener en cuenta que cada transacción es única, y la elección del método de pago no siempre se basa únicamente en su eficacia, sino también en los objetivos, necesidades y perspectivas de las empresas. Además, existen otros elementos que también influyen en la creación de valor después de la transacción. Por lo tanto, es importante destacar que la forma de pago de la transacción no es el único factor que influye en la creación de valor y en los resultados financieros de la empresa, aunque juega un papel fundamental.

Por lo tanto, más allá de las modalidades de pago y de su eficacia, sería interesante analizar y abordar todos los factores que pueden influir en la creación de valor y en los resultados financieros de una empresa. Esto incluye las sinergias derivadas de la integración y la gestión posterior a la transacción, las perspectivas de crecimiento, la percepción y las condiciones del mercado. De este modo, sería más fácil comprender el éxito del proceso de fusión y adquisición y su impacto en la creación de valor.

6. Bibliografía

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). Principles of corporate finance (12th ed.). McGraw-Hill Education.

Copeland, T. E., Koller, T., & Murrin, J. (1994). Valuation: measuring and managing the value of companies. Wiley.

Damodaran, A. (1998). Investment Valuation. John Wiley & Sons, Incorporated.

Daou, A., & Lorrain, J-L. (2009). Les fusions-acquisitions, une mise en perspective historique. Management et Avenir, 6, 52-66. En <https://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2009-6-page-52.htm>

DePamphilis, D. (2015). Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities (8th ed.). Elsevier Science & Technology.

Faulkner, Teerikangas & Joseph (2015). The Handbook Of Mergers And Acquisitions. Oxford University Press.

Foster-Reed, S. (1993). The Art Of Mergers & Acquisitions.

Gaughan, P. A. (2014). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (5th ed.). John Wiley & Sons, Incorporated.

Gaughan, P. A. (2015). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (6th ed.). John Wiley & Sons, Incorporated.

Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. (2015). Valuation: measuring and managing the value of companies (6th ed.). Wiley.

Harvard Business Review. (1978, July). Diversification via acquisition: Creating value. En <https://hbr.org/1978/07/diversification-via-acquisition-creating-value>

Investing.com. (n.d.). LinkedIn Corp. En <https://www.investing.com/equities/linkedin-corp.-income-statement>

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). Valuation: measuring and managing the value of companies (5th ed.). Wiley.

KPMG. (2014). Introductions to valuation methods and requirements. En [https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/kh/pdf/events/kpmg---kicpaa/\(%20With%20Remarks%20Disclaimer\)%20Introductions%20to%20Valuation%20Methods%20and%20Requirements%20.pdf](https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/kh/pdf/events/kpmg---kicpaa/(%20With%20Remarks%20Disclaimer)%20Introductions%20to%20Valuation%20Methods%20and%20Requirements%20.pdf)

Mascareñas Pérez-Inigo, J. (1992). Manual De Fusiones Y Adquisiciones De Empresas. Serie McGraw-Hill De Management.

McKinsey & Company. (2016). Done deal: why many large transactions fail to cross the finish line. En <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/done-deal-why-many-large-transactions-fail-to-cross-the-finish-line>

Microsoft. (2016, June 13). Microsoft to acquire LinkedIn. En <https://s3.amazonaws.com/wsp-blog-images/uploads/2018/02/06173759/MSFT-LNKDN-Announcement-PR1.pdf>

Palepu, K. G., & Healy, P. M. (2012). Business analysis and valuation: using financial statements (5th ed.). Cengage Learning.

PwC. (n.d.). Global M&A trends. En <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

Resa Corporate Finance. (s.f.). Inicio. En <https://resacorporatefinance.com/inicio2/>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2017). Corporate finance (11th ed.). McGraw-Hill Education.

Securities and Exchange Commission. (n.d.). Company search. En <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>

Sherman, A. J., & Hart, M. A. (2006). Mergers & acquisitions from A to Z (3rd ed.). AMACOM.

Tesla. (2016). Tesla and SolarCity to combine. En https://www.tesla.com/fr_ca/blog/tesla-and-solarcity-combine

Tesla. (n.d.). Quarterly disclosure. En <https://ir.tesla.com/#quarterly-disclosure>

Tesla Inc. (2018). Form 8-K/A. En https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1318605/000156459018010306/tsla-ex991_7.htm

U.S. Securities and Exchange Commission. (2022). From 10-K: Annual Report. En https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1318605/000095017022000796/tsla-20211231.htm#item_8_financial_statememts_supplementar

U.S. Securities and Exchange Commission. (2016). From 10-Q: Quarterly Report. En https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1408356/000156459016023725/scty-10q_20160630.htm#ITEM_1_FINANCIAL_STATEMENTS

U.S. Securities and Exchange Commission. (2017). From 10-K: Annual Report. En https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1408356/000156459017003084/scty-10k_20161231.htm#Financial_Statements

U.S. Securities and Exchange Commission. (2016). From 10-K: Annual Report. En https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/789019/000119312516662209/d187868d10k.htm#tx187868_12

U.S. Securities and Exchange Commission. (2016). From 10-K: Annual Report. En <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1271024/000127102416000035/a20151231-10xkdocument.htm>

U.S. Securities and Exchange Commission. (2016). Form 8-K: Earning release. En <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1271024/000127102416000047/a20160630-earningsreleasee.htm>

Whitaker, S. C. (2012). Mergers and Acquisitions Integration Handbook (1st ed.). John Wiley & Sons, Incorporated.

Weston, J. F., Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (2004). Takeovers, restructuring, and corporate governance (4th ed.). Pearson Education.

Yahoo Finance. (n.d.). Tesla Inc (TSLA). En
<https://finance.yahoo.com/quote/TSLA/financials?p=TSLA>

Yahoo Finance. (n.d.). Microsoft Corporation (MSFT). En
<https://finance.yahoo.com/quote/MSFT?p=MSFT&.tsrc=fin-srch>