



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES (ICADE)

LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

Autor: Sofía Béjar Frías
Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

Madrid
Junio 2018

Sofía Béjar
Frías

LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y
ADQUISICIONES



Resumen

En este trabajo se analiza el proceso de creación de valor y los efectos de la crisis económica en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Bajo este contexto, se evalúan las diez transacciones más importantes que tuvieron lugar en Estados Unidos entre el año 2000 y 2015. Tras un análisis exhaustivo, se comparan las tendencias generales que aparecen en las operaciones previas y posteriores al estallido de la crisis económica en 2008. Se concluye que las regulaciones y controles establecidos como consecuencia de la crisis económica aumentaron la confianza del mercado en las fusiones y adquisiciones, teniendo así un efecto positivo en el proceso de creación de valor.

Palabras clave: Fusiones y adquisiciones, crisis económica, proceso de creación de valor, sinergias, beneficios por acción.

Abstract

This research paper analyzes value creation and the effects of the economic crisis on mergers and acquisitions. In this regard, this analysis evaluates the ten most important transactions that occurred in the United States between 2000 and 2015. After conducting a deep analysis of these transactions, the existing trends in those mergers and acquisitions that happened before and after the 2008 economic crisis are compared. It is concluded that the regulations and controls imposed as a result of the economic crisis incremented the market confidence in mergers and acquisitions. This improved confidence has had a positive effect on the value creation process.

Keywords: Mergers and acquisitions, economic crisis, value creation, synergies, earnings per share.

Índice de Contenidos

Resumen	3
Abstract	3
1. Introducción	5
1.1 Objetivos	5
1.2. Metodología	5
1.3. Estado de la Cuestión	6
1.4. Partes del TFG	7
2. Selección de operaciones a analizar: Grandes transacciones ocurridas en Estados Unidos entre 2000 y 2015.....	8
2.1 Transacciones ocurridas entre 2000 y 2008	9
2.1.1 Fusión de AOL y Time Warner	9
2.1.2 Comcast Corporation Adquiere AT&T Broadband & Internet Services	12
2.1.3 Pfizer Inc. Adquiere Pharmacia Corporation	14
2.1.4 J.P. Morgan Adquiere Bank One Corporation	16
2.1.5 AT&T Inc. Adquiere BellSouth Corporation	19
2.2 Transacciones ocurridas entre 2009 y 2015	22
2.2.1 Pfizer Inc. Adquiere Wyeth	22
2.2.2 Verizon Communication Adquiere Verizon Wireless	24
2.2.3 Actavis Adquiere Allergan	27
2.2.4 Charter Communications Adquiere Time Warner Cable	30
2.2.5 Dell Adquiere EMC	32
3. Conclusiones.....	35
4. Anexos.....	40
4.1. Operaciones de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos.....	40
4.2. Evolución de los beneficios por acción	40
4.3. Precio de las acciones tras las fusiones/adquisiciones previas a 2008	41
4.4. Precio de las acciones tras las fusiones/adquisiciones posteriores a 2009	42
5. Referencias Bibliográficas	44

1. Introducción

1.1 Objetivos

Este trabajo de investigación se centra en analizar la creación de valor en las operaciones de fusiones y adquisiciones a través del estudio de las diez transacciones más importantes, en base a su valor, que han tenido lugar en Estados Unidos entre el año 2000 y 2015. Además este estudio pretende analizar el efecto de la crisis financiera y las regulaciones impuestas a raíz de la misma en este tipo de operaciones, por lo que se han escogido cinco transacciones que tuvieron lugar antes del estallido de la crisis y cinco que se completaron después de la misma.

Pese a que históricamente se ha demostrado que la gran mayoría de las operaciones de fusiones y adquisiciones destruyen valor, el objetivo de este análisis demostrar que las regulaciones impuestas tras la crisis financiera, especialmente el Dodd-Frank Act, han tenido un efecto positivo en los resultados de estas operaciones. De acuerdo con esta tesis, aquellas transacciones que tuvieron lugar después de 2008 tendrían una probabilidad mucho mayor de generar valor para sus accionistas.

1.2. Metodología

Con el fin de cumplir los objetivos de este estudio, se evaluaron exhaustivamente las diez transacciones mencionadas previamente. De cada una de las operaciones se estudió el modelo de negocio de ambas entidades previo a la adquisición o fusión, la motivación de compra, el precio y métodos de pago, las proyecciones de la empresa consolidada realizadas por la dirección y el éxito o fracaso de las mismas tras varios años de operación conjuntos. La evaluación de una operación de este estilo es en muchas ocasiones subjetiva a los métodos contables utilizados por la compañía o al sentimiento del mercado en ese momento en particular. Como es imposible extrapolar los datos y evitar la influencia de estos factores, la determinación de éxito o fracaso se ha realizado en base a la creación de valor para los accionistas, principalmente basado en la evolución del precio de las acciones y los beneficios por acción.

Pese a que este método es el más apropiado a la hora de evaluar transacciones de manera individual, no es posible extrapolar conclusiones generales acerca de las tendencias en este tipo de transacciones tras solo haber evaluado diez operaciones. Con el fin de evitar este sesgo y conseguir llegar a conclusiones más generales, también se

han utilizado otros estudios externos acerca de la creación de valor en las fusiones y adquisiciones antes y después de la crisis. Aún así, los resultados obtenidos en ambos análisis concordaban perfectamente, por lo que se puede concluir que las diez operaciones seleccionadas son una muestra bastante fiel de las tendencias que estaban apareciendo en esos momentos en el mercado de las fusiones y adquisiciones.

Con respecto a las fuentes de información utilizadas, varían dependiendo de qué parte del trabajo se trate. Para empezar, la lista de operaciones seleccionadas proviene de la base de datos estadounidense, IMAA (“Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances”), que contiene información acerca de la fecha, valor, estado y empresas participantes en todas las fusiones y adquisiciones que han tenido lugar recientemente. La selección se realizó en base al valor de dichas operaciones, seleccionando las cinco más grandes que habían tenido lugar antes y después del estallido de la crisis (se ha considerado el estallido de la crisis en el año 2008).

A la hora de analizar las operaciones seleccionadas, se ha recurrido a dos tipos de fuentes principalmente. La primera, artículos escolares publicados en bases de datos que normalmente proveían información acerca de los modelos de negocio previos a la transacción y las estimaciones de los resultados de operaciones de la nueva compañía consolidada. Para la evaluación del éxito o fracaso de la operación, se ha utilizado principalmente la información presente en las cuentas anuales de la compañía de los años posteriores, la mayoría publicados en la página web de las mismas compañías. De estas cuentas anuales el análisis se ha centrado principalmente en los beneficios por acción.

Finalmente, para poder llegar a conclusiones acerca de las tendencias generales de las fusiones y adquisiciones, se han utilizado estudios recientes publicados en bases de datos. La ventaja de estos estudios es que analizan una muestra mucho más amplia utilizando métodos estadísticos que permiten llegar a conclusiones más realistas y precisas.

1.3. Estado de la Cuestión

Las operaciones de fusiones y adquisiciones surgen prácticamente en el mismo momento que el concepto de empresa moderna. Desde el mismo instante en que se crea una compañía con el fin de generar beneficios, aparece la posibilidad de crecer inorgánicamente a través de la compra de otras empresas, ya sean competidores,

proveedores o clientes. Las operaciones de fusiones y adquisiciones representan una de las inversiones más importantes realizadas por las empresas a día de hoy. De hecho, en el año 2017, las operaciones de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos movieron más de 1,7 billones de dólares (Institute of Mergers Acquisitions and Alliances, 2018). Como cualquier industria en la que circulan cantidades de dinero desorbitadas, las operaciones de fusiones y adquisiciones han sido una materia de estudio muy popular recientemente.

Por otro lado, llama mucho la atención el hecho de que este tipo de operaciones muevan una cantidad tan grande de dinero cuando históricamente se ha concluido que destruyen más valor del que generan. Se han realizado numerosos estudios acerca de cómo realizar este tipo de transacciones para conseguir generar valor, pero no parece haber una conclusión clara acerca de cómo se debe llevar a cabo la integración, ya que depende absolutamente de la cultura individual de cada compañía, el estado de la economía o los objetivos que se pretendan alcanzar, entre otros (Alexandridis, Antypas y Travlos, 2017).

Pese a haber sido un tema al que se le han dedicado muchas horas de investigación, no hay estudios que analicen puramente los cambios de tendencias que se han dado tras la crisis económica. En este sentido, las regulaciones impuestas cambiaron la forma en la que operaban las empresas y los mercados. De acuerdo con esta tesis, la crisis económica también ha alterado las tendencias generales de este tipo de operaciones. Uno de los objetivos fundamentales de este estudio es analizar estas nuevas tendencias y sus beneficios o inconvenientes.

1.4. Partes del TFG

El trabajo está estructurado en tres partes fundamentales. La primera consiste en el análisis exhaustivo de las cinco operaciones de fusiones y adquisiciones más grandes en Estados Unidos entre el año 2000 y 2008. La segunda parte, similar a esta, evalúa las transacciones que tuvieron lugar entre 2008 y 2015 bajo los mismos criterios. La última parte son las conclusiones. Para evitar el sesgo causado por la falta de información, en las conclusiones se ha incluido tanto los resultados del análisis de las diez operaciones seleccionadas, como resultados de estudios externos que han considerado un volumen mucho mayor de operaciones. Finalmente, se han incluido cinco apartados en los anexos para facilitar la comprensión de las conclusiones obtenidas.

2. Selección de operaciones a analizar: Grandes transacciones ocurridas en Estados Unidos entre 2000 y 2015.

La primera parte del análisis acerca de la creación de valor en las operaciones de fusiones y adquisiciones, será un estudio de las transacciones más relevantes que han tenido lugar en Estados Unidos. Además, para conseguir evaluar el funcionamiento y las tendencias actuales en este tipo de operaciones, el análisis únicamente considerará aquellas transacciones que hayan tenido lugar entre el año 2000 y 2015. El criterio utilizado para la selección de las transacciones ha sido el valor de dichas operaciones, seleccionando únicamente las más grandes. Esta información se ha obtenido de la base de datos de operaciones de fusiones y adquisiciones estadounidense, disponible en la página web del IMAA (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances). Como se puede ver en la tabla incluida a continuación, se analizarán diez operaciones que, con el fin de determinar las consecuencias de la crisis financiera, se agruparán en dos períodos de tiempo: pre-crisis (2000-2008) y post-crisis (2009-2015). Se incluirán cinco operaciones en cada período de tiempo.

Pre-Crisis

Fecha	Empresa Compradora	Empresa Adquirida	Precio Total (mill \$)
2000	America Online Inc	Time Warner	164.746,86
2001	Comcast Corp	AT&T Broadband	72.041,15
2002	Pfizer Inc	Pharmacia Corp	59.515,02
2004	JPMorgan Chase & Co	Bank One Corp	58.663,15
2006	AT&T Inc	BellSouth Corp	72.671,00

Post-Crisis

Fecha	Empresa Compradora	Empresa Adquirida	Precio Total (mill \$)
2009	Pfizer Inc	Wyeth	67.285,70
2013	Verizon Communications	Verizon Wireless	130.298,32
2014	Actavis PLC	Allergan Inc	68.445,40
2015	Charter Communications	Time Warner Cable	55.637,58
2015	Dell Inc	EMC Corp	65.999,78

Fuente: IMAA

2.1 Transacciones ocurridas entre 2000 y 2008

2.1.1 Fusión de AOL y Time Warner

En enero del año 2000, AOL y Time Warner anunciaron las intenciones de llevar a cabo la mayor fusión de la historia, creando una nueva entidad de la cual los accionistas de AOL controlarían el 55% y los de Time Warner el 45% restante (Malone y Turner, 2010). Pese a que ambas compañías operaban en la industria del entretenimiento y los medios de comunicación, su cultura y objetivos eran completamente diferentes. Mientras que AOL tenía mucha presencia online y se centraba en seguir invirtiendo en la distribución de contenido vía internet, Time Warner operaba de forma más tradicional, principalmente a través de la televisión o revistas como Time, Fortune o Life. Aunque estas diferencias culturales dificultarían la integración de ambas empresas, la combinación de ambas culturas podía ser muy positiva para la nueva entidad, por lo que se decidió que sería una fusión de iguales en la que cada compañía aportaría ocho miembros al consejo, del que Case, consejero delegado de AOL, sería presidente. Por su lado, Levin, consejero delegado de Time Warner, sería el consejero delegado de la nueva compañía (Bodie, 2006).

En los años previos a la operación, la acción de AOL se había revalorizado considerablemente debido a la capacidad de la compañía de superar con creces las estimaciones de ventas y beneficios hechas por Wall Street año tras año. Para AOL, la prioridad número uno era conseguir crear valor para sus accionistas, por lo que enfocaban mucho sus operaciones en conseguir un incremento del precio de la acción. Por el contrario, pese a que Time Warner también valoraba el hecho de crear valor para sus accionistas, su prioridad era la integridad y excelencia a la hora de hacer periodismo. Además, el acuerdo casaba a la perfección con las intenciones de Time Warner de entrar en el mercado de internet y posicionarse para la era digital (Bodie, 2006).

El objetivo principal de esta operación era conseguir crear una empresa capaz de tener presencia tanto en los medios de comunicación tradicionales (prensa y televisión), como en el mundo digital (Gunther y Mehta, 2002). Ambas compañías acordaron que a cada acción de AOL le correspondería una acción de la nueva entidad, mientras que cada acción de Time Warner daría derecho a 1,5 acciones, lo que finalmente supuso una fusión de 167.000 millones de dólares. El día del anuncio de la operación, este acuerdo

parecía beneficiar especialmente a los accionistas de Time Warner, ya que estaban valorando sus participaciones en un 38,6% más que el precio de mercado ese día. Sin embargo, para los accionistas de AOL no era tan atractivo, ya que suponía una destrucción de un 3,7% del valor de sus acciones en comparación a su cotización en el mercado (Malone y Turner, 2010).

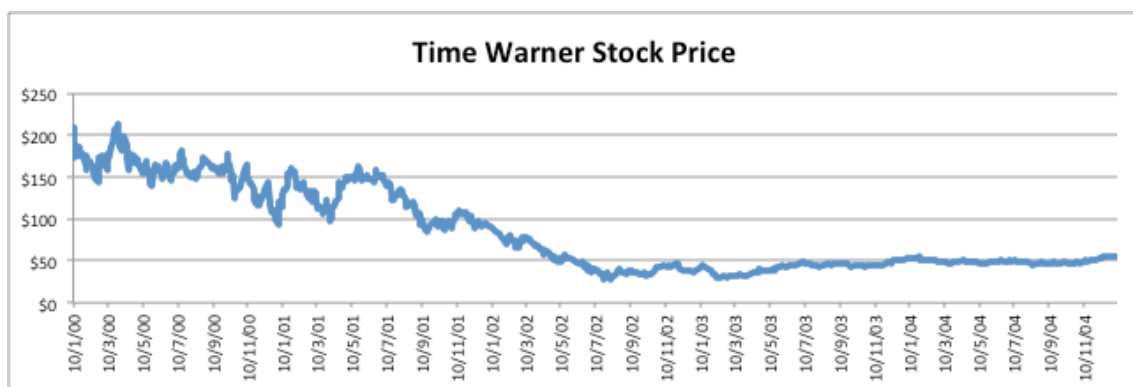
En un primer momento, el anuncio de la fusión fue recibido de manera muy positiva por el mercado, y los precios de ambas acciones subieron. Sin embargo, a medida que los detalles de la operación se fueron haciendo públicos, la cotización de ambas empresas sufrió, especialmente la de AOL, que cuatro semanas después del anuncio, ya había perdido un 22% de su valor (Malone y Turner, 2010). La situación no hizo más que empeorar ya que, poco después del anuncio, explotó la burbuja “puntocom”. AOL salió especialmente mal parado de la explosión de la burbuja, y en noviembre de ese mismo año las acciones ya habían perdido un 50% de su valor con respecto a enero. Aún así, el ratio de canje de acciones se mantuvo en los niveles negociados en enero ya que, de acuerdo con Levin, el ratio de canje de acciones no se consideraba tan importante ya que se trataba de una fusión entre iguales (Bodie, 2006).

La fusión se completó en enero de 2001 y la nueva compañía, AOL Time Warner empezó a cotizar en la bolsa de Nueva York. La integración de ambas compañías fue difícil desde el primer momento debido a las diferencias culturales mencionadas previamente. El primer problema al que se enfrentaron fue la inflexibilidad y aversión al cambio de los empleados de Time Warner, que seguían anclados en hacer las cosas de manera tradicional. Además, Time Warner estaba organizado en departamentos en los que había mucha competitividad y muy poca colaboración, dificultando la aparición de sinergias. También hubo conflictos entre los directivos procedentes de ambas compañías a la hora de tomar decisiones, resultando en la dimisión del consejero delegado, Levin (ex Time Warner), en diciembre de 2001 por diferencias con Case (presidente del consejo y ex consejero delegado de AOL) (Bodie, 2006).

Como resultado del fracaso en la integración de ambas entidades, los resultados del primer año después de la fusión estuvieron muy por debajo de las estimaciones de Wall Street. Además, el 11S fue un duro golpe para la economía estadounidense que tampoco ayudó al desarrollo de las operaciones. A medida que pasaba el tiempo, los directivos de AOL fueron dimitiendo o siendo forzados a irse, por lo que los ejecutivos de Time

Warner se vieron obligados a retomar el control (Bodie, 2006). Pronto, Wall Street empezó a poner en duda el sentido estratégico de la fusión y la sostenibilidad de AOL Time Warner. El precio de la acción comenzó a bajar, como se puede ver en el gráfico incluido al final de la página. Comenzaron a surgir rumores que afirmaban que sería mejor que AOL y Time Warner volvieran a operar de manera independiente, ya que el flujo de caja era relativamente bajo y la estructura de la empresa demasiado compleja. En enero de 2003 Case dimitió y, finalmente, en octubre de ese mismo año la compañía cambió su nombre a Time Warner (Gunther y Mehta, 2002).

Finalmente, en 2009 Time Warner segregó AOL. Hoy en día la fusión AOL-Time Warner se considera uno de los mayores fracasos en la historia de las fusiones y adquisiciones. Aún así, gran parte del fracaso de esta fusión se debe a circunstancias económicas, principalmente la explosión de la burbuja “puntocom” y el 11S. De hecho, AOL Time Warner obtuvo mejores resultados que la mayoría de sus competidores y consiguieron mejorar sus ventas y resultado de operaciones casi todos los años. Aún así, los inversores consideraban que AOL Time Warner era un conglomerado que no estaba realmente especializado en nada. Si querían invertir en internet, lo harían en eBay y si querían comprar acciones de una empresa en la industria de los medios de comunicación, comprarían Comcast. La principal razón detrás de esta percepción de falta de especialización fue que AOL Time Warner no fue capaz de generar un servicio completo que cubriera todas las necesidades de los consumidores y les diferenciara de los competidores (Gunther y Mehta, 2002).



Fuente: Yahoo! Finance

2.1.2 Comcast Corporation Adquiere AT&T Broadband & Internet Services

En julio de 2001 Comcast anunció un acuerdo para comprar AT&T Broadband & Internet Services por 72.000 millones de dólares. En aquel momento, Comcast era la tercera empresa de telecomunicaciones más grande del país y estaba especializada en el desarrollo, gestión y explotación de banda ancha y distribución de contenido televisivo. Por su lado, AT&T era una de las compañías de telecomunicación líderes a nivel mundial (Comcast Corporation, 2001).

Para poder completar esta operación, el primer paso consistió en separar el negocio de banda ancha e internet de la empresa matriz de AT&T. Hasta que AT&T Broadband and Internet Services no fuera independiente, no se podría fusionar con Comcast. Una vez se solucionó el primer paso, ambas empresas acordaron un precio de 72.000 millones de dólares por la venta. El precio acordado entre ambas compañías se pagaría íntegramente en forma de acciones. Por cada acción de AT&T, los inversores recibirían 0,34 acciones de AT&T Comcast Corporation, lo que suponía que los accionistas de AT&T controlarían el 56% de la nueva entidad. Para poder hacer frente al precio de la adquisición, Comcast emitió 1.200 millones de acciones y asumió los 20 millones de dólares de deuda del negocio de internet de AT&T. Además, la dirección de la nueva entidad se compartiría por ambas empresas, y cada una tendría cinco representantes en el consejo de dirección (Farrell, 2001). Esta asunción de deuda cambió radicalmente la estructura de capital de Comcast que, combinado con el aumento radical del tamaño de sus operaciones, dificulta a día de hoy la evaluación del éxito de la operación (Comcast Corporation, 2003).

La principal motivación de Comcast para llevar a cabo esta adquisición fue el fortalecimiento de su posición en el mercado de internet, ya que se convertiría en la única compañía con presencia en todo Estados Unidos. Además, Comcast estimó que el negocio de internet, pese a ya haber crecido considerablemente en años previos, seguiría progresando agresivamente en los años posteriores (“The New Scale of Economics of Comcast”, 2003). Por su lado, AT&T estaba buscando deshacerse de su negocio de servicios de internet y banda ancha por los altos niveles de deuda asumidos, ya que estaban teniendo un fuerte impacto en sus beneficios (Farrell, 2001).

Previo a la adquisición, AT&T Broadband tenía una participación de un 27,6% en Time Warner Entertainment, estando el resto de la compañía controlada por AOL Time

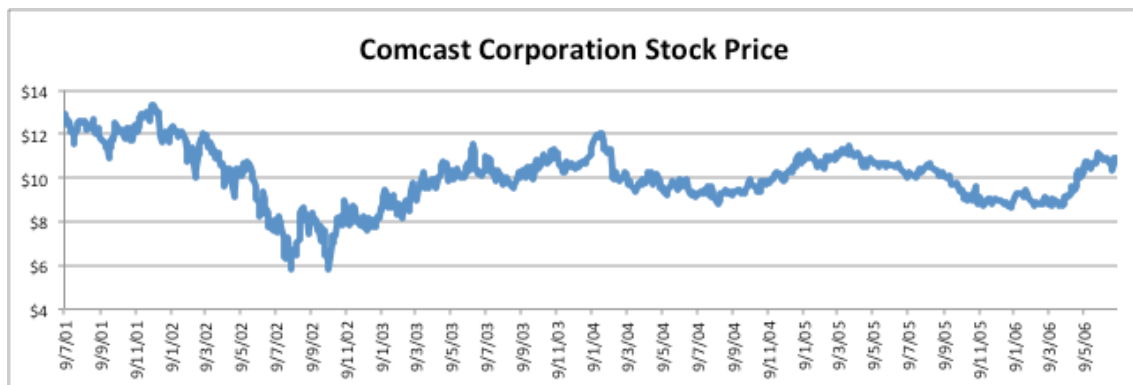
Warner, fusión analizada previamente. Como consecuencia de la compra, esa participación en Time Warner pasó a manos de Comcast. Para evitar la formación de una empresa demasiado poderosa, la FCC (Comisión Federal de Comunicaciones) obligó a Comcast a renunciar a esta participación en Time Warner Entertainment. Tras meses de negociación, se decidió que la mejor opción sería que AOL Time Warner controlara Time Warner Entertainment en su totalidad y, a cambio, pagar a Comcast 1.500 millones de dólares en forma de acciones de AOL Time Warner y 2.100 millones en efectivo (Comcast Corporation, 2003).

De acuerdo con las estimaciones realizadas por la empresa, esta adquisición permitiría a Comcast reducir en aproximadamente un 5% los costes administrativos, los costes operativos unitarios y los costes de programación, que constituían un 50% de los costes totales. Estas sinergias de ahorro de costes supondrían una reducción de los gastos administrativos de casi 800 millones de dólares anuales. Además, daría a Comcast la oportunidad de diferenciarse de sus competidores al ser la única compañía con presencia en todo el país, incrementando los volúmenes de ventas y convirtiendo a Comcast en la empresa en la mejor situada del mercado para poder conseguir diferenciarse en costes y márgenes de beneficio. (“The New Scale of Economics of Comcast”, 2003).

Tras la compra de AT&T Broadband & Internet Services, el número de líneas de Comcast aumentó en más de un 60%. Aunque es difícil evaluar sinergias debido al brutal cambio de tamaño y estructura de capital, las ventas aumentaron en un 26% y el resultado de operaciones en un 38% en 2002. Aún así, no todo era tan positivo ya que, para poder hacer frente a este incremento de tamaño, Comcast se vio obligado a hacer fuertes inversiones en Capex los años posteriores, empezando por invertir 1.975 millones en 2002 (Comcast Corporation, 2003).

Para concluir si esta adquisición creó valor para los accionistas, este análisis se va a centrar tanto en los beneficios por acción como en el precio de la acción de Comcast tras la compra de AT&T Broadband & Internet Services. Para empezar, los beneficios por acción sufrieron mucho con la adquisición, pasando a ser negativos durante los dos primeros años (2002 y 2003) debido principalmente a un aumento en los costes operacionales. Aún así, en 2003, cuando la integración entre compañías ya está casi completada, empiezan a mejorar y en 2004 ya vuelven a ser positivos y superiores a los

niveles de 2001 previos a la transacción (Comcast Corporation, 2005). En cuanto al precio de la acción, pasó de cotizar alrededor de 8,50\$ en noviembre de 2002 (cuando se completó la adquisición) a 10,25\$ a finales de 2004, aumentando su valor en casi un 21%, como se puede ver en el gráfico incluido a continuación. Como conclusión, la adquisición de AT&T Broadband and Internet Services comenzó a crear valor para los accionistas a partir de 2004, tres años después de que fuera anunciada.



Fuente: Yahoo! Finance

2.1.3 Pfizer Inc. Adquiere Pharmacia Corporation

Pfizer, una de las mayores empresas farmacéuticas a nivel mundial, anunció en 2002 sus intenciones de adquirir Pharmacia Corporation por 59.000 millones de dólares. Pharmacia Corporation fue el resultado de la fusión de Pharmacia, Monsanto y Upjohn en el año 2000. Era una empresa líder a nivel mundial, especializada en los campos de oncología, oftalmología y endocrinología (“Pharmacia Corporation”, 2000). Por el otro lado, Pfizer tenía más de 100.000 empleados alrededor del mundo que investigaban, desarrollaban, producían y comercializaban medicamentos para personas y animales. Algunos de los medicamentos más populares y que más ventas generaban para la compañía eran Viagra o Zoloft (“Company Spotlight”, 2005).

Las compañías del sector farmacéutico dependen en gran medida de su I+D, que supone además una gran inversión cada año. Si la investigación es exitosa, la compañía será capaz de desarrollar un nuevo medicamento, patentarlo, y conseguir venderlo por un precio razonablemente alto que les permita mantener unos buenos márgenes y recuperar la inversión realizada. Ya que las patentes caducan pasado un determinado número de años, las compañías farmacéuticas dependen en gran medida de conseguir desarrollar nuevos medicamentos que les permitan mantener la rentabilidad cuando

caduquen las patentes de sus medicamentos estrella. Una posible solución para el problema de la falta de nuevos medicamentos es adquirir otras empresas del sector especializadas en diferentes campos. De esta manera, la empresa matriz se puede beneficiar tanto de las patentes existentes de la empresa adquirida, como del conocimiento de las áreas en las que se especializa que, combinado con la investigación de la empresa matriz, puede resultar en sinergias. Pfizer adquiere Pharmacia Corporation con el objetivo de poder explotar al máximo sus medicamentos y especialmente su investigación acerca de tratamientos en las áreas de oncología, oftalmología y endocrinología (Frederick, 2002).

Pfizer acordó con Pharmacia Corporation pagar 59.000 millones de dólares a través de acciones, lo que suponía que Pfizer estaría pagando un 44% más que la cotización de mercado previa al anuncio. Este precio suponía que por cada acción de Pharmacia Corporation, los inversores recibirían 1,4 acciones de Pfizer (“Company Spotlight”, 2005). Monsanto, que en ese momento era parte de Pharmacia Corporation, no formaba parte del acuerdo de compra, por lo que hubo una escisión de esta parte del negocio en agosto de 2002 para poder llevar a cabo la adquisición. Una vez la operación se completara, la dirección de la nueva compañía sería compartida entre los ejecutivos de ambas empresas; McKinnel, presidente de Pfizer, sería el presidente de la nueva empresa y Hassan, presidente de Pharmacia Corporation, el vicepresidente (Frederick, 2002).

Esta fusión de dos gigantes farmacéuticos supuso la creación de la empresa biomédica privada con mayor presupuesto disponible para I+D, invirtiendo 7.000 millones de dólares anuales. Ambas compañías tenían patentes muy rentables, de hecho, una vez se combinaran los portfolios de activos, la empresa tendría doce medicamentos que generaban más de 1.000 millones de dólares anuales en ventas. Además, se estimaba que conseguirían sinergias de ahorro de costes durante los tres años posteriores a la operación, empezando por 1.400 millones de dólares en 2003 y llegando hasta 2.500 millones en 2005 (Frederick, 2002).

La integración de ambas empresas se completó a principios del año 2003. Se esperaba que la fusión de estas compañías no fuera demasiado complicada, ya que Pfizer y Pharmacia habían estado colaborando en la promoción y comercialización de Celebrex desde 1998 (Frederick, 2002). La integración se ejecutó de manera impecable

y ya en el mismo 2003 se consiguieron unas ventas de 48.000 millones de dólares, lo que suponía un aumento de un 17,4% en solo un año (“Company Spotlight”, 2005). Además, aunque Pfizer tuvo que contabilizar algunos costes contables provenientes de la adquisición que no supusieron salidas de caja, las sinergias de ahorro de costes estimadas se cumplieron, consiguiendo disminuir los costes en mas de 1.300 millones de dólares (Pfizer Inc, 2003). Combinando el aumento de ventas con el ahorro de costes, la integración de Pfizer y Pharmacia Corporation fue claramente beneficiosa para la compañía, provocando que la acción de Pfizer se revalorizara en casi un 10% en el año 2003, como se puede observar en el gráfico incluido a continuación.



Fuente: Yahoo! Finance

2.1.4 J.P. Morgan Adquiere Bank One Corporation

En enero de 2004, J.P. Morgan anunció un acuerdo par adquirir Bank One Corporation y completar la adquisición más grande entre dos compañías de servicios financieros desde 1998. J.P. Morgan, el segundo banco más grande de Estados Unidos en ese momento, operaba tanto en la banca de inversión como la banca comercial a través de cinco áreas de negocio: banca de inversión, gestión de inversiones y banca privada, servicios de tesorería y valores, J.P. Morgan Partners (private equity) y banca comercial (bajo el nombre de Chase) (“Company Spotlight: JP Morgan Chase & Co”, 2004). Por el otro lado, Bank One era el líder del mercado de tarjetas de crédito y uno de los bancos comerciales más importantes de Estados Unidos, con una presencia muy importante en la costa oeste (K. y M., 2004).

J.P. Morgan acordó con Bank One pagar 59.000 millones de dólares en acciones para llevar a cabo la adquisición. Según el precio de la acción de J.P. Morgan y Bank One en aquel momento, los inversores de Bank One recibirían 1,32 acciones de J.P.

Morgan por cada una de las suyas propias, que constituía un 14% de prima sobre el precio de mercado previo al anuncio. Esta operación creaba una nueva compañía que se convertiría en una de las líderes del mercado en banca de inversión, banca comercial, gestión de activos y private equity. Una vez se integraran ambas empresas controlarían activos por valor de 1,1 billones de dólares, con 2.230 sucursales en 17 estados alrededor de todo Estados Unidos. Tras completarse la integración, Harrison, el consejero delegado de J.P. Morgan, mantendría su puesto hasta 2006, cuando sería sustituido por el consejero delegado de Bank One, Jamie Dimon (“Company Spotlight: J.P. Morgan Chase & Co”, 2004).

J.P. Morgan era el segundo banco más grande de Estados Unidos, pero en los años previos a la transacción su crecimiento había sido menor que el de sus competidores. En este contexto, la adquisición de Bank One le permitía mantenerse como el segundo banco del país y garantizar un mayor crecimiento en los años posteriores a la operación (“Company Spotlight: J.P. Morgan Chase & Co”, 2004). Además, entre 2004 y 2007 la dirección de la empresa estimaba alcanzar unas sinergias de ahorro de costes de entre 2,200 y 2,700 millones de dólares, lo que suponía casi un 8% de la estructura total de costes de J.P. Morgan (“Significant Research Conclusions”, 2004).

En el largo plazo, aparecen dos beneficios fundamentales para J.P. Morgan. Para empezar, uno de los principales problemas a los que se enfrentaba J.P. Morgan era la extrema dependencia de sus resultados en las actividades de trading, cuyos beneficios estaban totalmente expuestos a la volatilidad de los mercados. En comparación, Bank One disfrutaba de unos resultados mucho más estables al ser un banco comercial líder en el mercado de las tarjetas de crédito. Esta estabilidad, combinada con la diversificación de operaciones y la reducción de exposición a los mercados, ofrecía a J.P. Morgan la posibilidad de garantizar unos resultados más estables año tras año y así mejorar su rating. Además, esta reducción de incertidumbre también disminuiría el riesgo asumido por los inversores, disminuyendo la beta y potenciando el rendimiento del precio de su acción (“Significant Research Conclusions”, 2004).

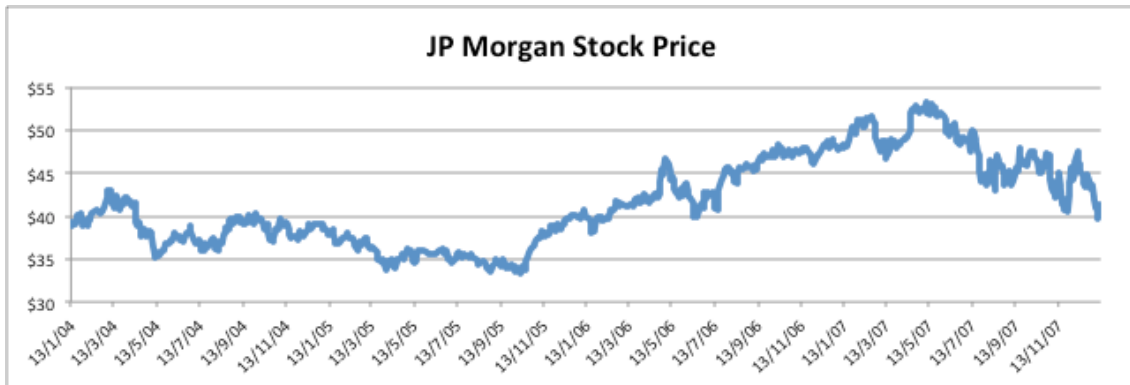
El segundo gran beneficio a largo plazo también surge a raíz de conseguir una mayor estabilidad en los resultados. Diversificar las operaciones e integrar un negocio en el que los resultados eran medianamente predecibles, le daba a J.P. Morgan la posibilidad de aumentar su cuota de mercado en negocios con mayor margen, por

mucho que supusieran un mayor riesgo, ya que este se diluirá con el resto de operaciones. Invertir en este tipo de negocios podría aumentar considerablemente los márgenes de J.P. Morgan y, por lo tanto, un incremento de la rentabilidad. Por ejemplo, cuando un cliente acudía a la división de banca de inversión de J.P. Morgan para llevar a cabo una transacción, el también poder ofrecerle financiación para completar esa operación era una ventaja competitiva que ayudaba al banco a diferenciarse de la competencia. Además, ofrecerle al cliente dos servicios diferentes también suponía multiplicar los ingresos y facturar dos veces a través de una única transacción, incrementando ingresos y los márgenes (“Significant Research Conclusions”, 2004).

Pese a ser dos empresas muy grandes y especializadas en segmentos diferentes, la integración no fue especialmente difícil. Precisamente el hecho de que ambas entidades se especializaban en segmentos distintos evitó la fricción de culturas a la hora de decidir qué modelo de negocio seguir o las políticas acerca de cómo funcionaría el negocio. Además, ambos bancos tenían experiencia previa en fusiones y adquisiciones y el proceso de integración, facilitando así la consolidación de las compañías. También se estimaba que aparecerían sinergias en ventas gracias al marketing cruzado que se generaría al combinar los portfolios de clientes de ambos bancos, y se estimaba aumentar las ventas en 550 millones de dólares en 2006 (“Significant Research Conclusions”, 2004). No solo se pretendía aumentar las ventas, si no que también hubo considerables sinergias de ahorro de costes. En 2004, el mismo año en el que tuvo lugar la adquisición, se consiguieron reducir los costes en 400 millones de dólares tras costes en costes administrativos. Aún así, estos esfuerzos se mantendrían durante los años posteriores y se esperaba conseguir cortar costes en 3.000 millones de dólares en 2007 (J.P. Morgan Chase & Co., 2005).

La adquisición de Bank One permitió a J.P. Morgan diversificar operaciones operacional y geográficamente. Esta fusión ayudó a la empresa matriz mantener su posición de mercado, aumentar ventas y márgenes al mismo tiempo que reducir costes. En 2005, el primer año completo en el que Bank One y J.P. Morgan operaron juntos, la acción se revalorizó en más de un 8%, como se observa en el gráfico incluido al final de la página. Además, la reducción de la exposición a los mercados fue especialmente beneficiosa para J.P. Morgan en la crisis financiera, ya que la diversificación de operaciones le permitió mantenerse como uno de los bancos más potentes de Estados

Unidos y afrontar menos dificultades que la mayoría de sus competidores (“Significant Research Conclusions”, 2004”). En conclusión, esta operación comenzó a crear valor el mismo año en el que se completó e incluso fue extremadamente beneficiosa casi cuatro años más tarde, en la explosión de la crisis financiera.



Fuente: Yahoo! Finance

2.1.5 AT&T Inc. Adquiere BellSouth Corporation

En marzo de 2006, AT&T anunció un acuerdo para adquirir BellSouth Corporation por 67.000 millones de dólares. AT&T era la compañía telefónica líder en Estados Unidos, proveyendo aproximadamente cincuenta millones de líneas fijas y siete millones de líneas de banda ancha en trece estados. Por su lado, BellSouth proveía 20 millones de líneas telefónicas fijas en nueve estados en el sureste de Estados Unidos. Este acuerdo no fue el primer contacto entre AT&T y BellSouth, ya que en el año 2000 ambas compañías combinaron sus negocios de internet inalámbrico para formar Cingular Wireless, que tenía operaciones en todo el país (Rosston, 2006). Tras la adquisición, AT&T se reivindicaría como la empresa más grande del mercado con más de 70 millones de líneas telefónicas, lo que suponía alcanzar un tamaño que superaba con creces al del siguiente competidor, Verizon (Hearn, 2006).

La Comisión Federal de Comunicaciones (FCC) percibía la consolidación de una empresa tan grande como una amenaza para el funcionamiento del sector, por lo que puso muchos impedimentos a la hora de aprobar esta transacción. Para conseguir continuar con la operación, AT&T tuvo que probar y garantizar que esta nueva empresa no afectaría negativamente al funcionamiento de la industria. Primero, AT&T tuvo que comprometerse a no aprovecharse de su posición en el mercado para elevar los precios de las tarifas de los clientes y seguir proveyendo un buen servicio. Además, se vieron

obligados a renunciar a licencias telefónicas a favor de la competencia para evitar el riesgo de monopolio en ciertas áreas del país. Finalmente, demostró ante la comisión que esta fusión terminaría por aumentar la competencia existente entre las compañías, garantizando un mejor servicio y cobertura de Internet, lo cual sería fundamental para el desarrollo y crecimiento de Estados Unidos en el futuro (Sipress y Kehaulani, 2006). Tras muchas negociaciones, en enero de 2007 (diez meses después del anuncio), la comisión federal de comisiones aprobó la adquisición.

AT&T acordó pagar 67.000 millones de dólares en acciones por BellSouth, viéndose obligado a emitir 2.400 millones de acciones. Por cada acción de BellSouth, los inversores recibirían 1,325 acciones de AT&T, lo que representaba una prima del 17,9% sobre el precio del mercado. Además, AT&T asumiría toda la deuda de BellSouth, que ascendía a 22.000 millones de dólares (“AT&T Tells FCC BellSouth Merger Will Benefit Consumers”, 2006). Tras la adquisición, se incluirían ejecutivos de la empresa adquirida en la dirección y el comité ejecutivo de la nueva empresa. La noticia fue muy bien recibida por el mercado, y el precio de la acción de AT&T se revalorizó en un 40% desde mayo, cuando se anunció la operación, hasta diciembre de ese mismo año (Vorman, 2007).

Cingular, la empresa conjunta formada por BellSouth y AT&T, se convirtió en una de las claves de la adquisición, ya que era en ese momento el proveedor de líneas telefónicas móviles más grande de Estados Unidos. Cingular, que se constituyó en el año 2000, estaba controlado en un 60% por AT&T y en un 40% por BellSouth, por lo que en el momento en el que AT&T adquiere BellSouth, la empresa matriz pasa a controlar el 100% de Cingular. Además, en 2005 Cingular había adquirido AT&T Wireless, por lo que esta adquisición también supuso la reincorporación del negocio de internet inalámbrico a la empresa matriz. Esta parte del negocio resultaba fundamental para AT&T, ya que uno de sus objetivos principales era conseguir posicionarse como líder en el mercado inalámbrico de internet, ya que estimaba un crecimiento exponencial en Estados Unidos en los años posteriores a la adquisición (Sipress y Kehaulani, 2006).

La adquisición de BellSouth ofrecía a AT&T la posibilidad de, no solo de aumentar su tamaño y crecimiento, si no también de conseguir una mayor diferenciación de sus competidores, siendo la única compañía capaz de ofrecer sus servicios televisivos a

través de internet. Además, el aumento de volumen de ventas permitía a AT&T reducir las tarifas de los clientes y conseguir ofrecer, no solo la mayor cobertura, si no también los mejores precios del mercado (Sipress y Kehaulani, 2006). De hecho, se estimaba que este aumento de volumen generaría economías de escala que recortarían los costes en 18.000 millones de dólares (“AT&T Tells FCC BellSouth Merger Will Benefit Consumers”, 2006).

Pese a costes relacionados con la adquisición, la integración se ejecutó de manera impoluta y en 2007, el mismo año en el que se llevo a cabo la consolidación, se consiguieron unas sinergias de ahorro de costes de 3.000 millones de dólares, principalmente provenientes de un recorte de plantilla. Estas sinergias no terminaron aquí, si no que se planeaba seguir obteniendo economías de escala y recortar 10.000 puestos de trabajo más antes de 2009, lo que también ayudó al aumento de márgenes. AT&T decidió apostar por el mercado de internet, tanto servicios inalámbricos de internet como banda ancha, y ya en 2007 se puede ver un crecimiento superior al 10% en estos dos segmentos (AT&T Inc., 2008). En línea con las estimaciones hechas por AT&T, el mercado de internet en Estados Unidos continuó creciendo exponencialmente en los años posteriores a la transacción. La adquisición de BellSouth permitió que la compañía estuviera posicionada de la mejor manera posible y aprovechara al máximo las oportunidades existentes en el mercado. Tanto las ventas como los beneficios aumentaron en los dos años posteriores, aunque el crecimiento se detuvo a partir 2008 por causa de la crisis financiera (AT&T Inc., 2010). Como conclusión, se podría decir que esta operación generó mucho valor para los inversores desde el mismo año en el que se completó. Desgraciadamente, este crecimiento se vio interrumpido demasiado pronto debido a circunstancias económicas, reflejándose también en la cotización.



Fuente: Yahoo! Finance

2.2 Transacciones ocurridas entre 2009 y 2015

2.2.1 Pfizer Inc. Adquiere Wyeth

En enero de 2009, en plena crisis financiera, Pfizer anunció sus intenciones de adquirir Wyeth por 68.000 millones de dólares (Pfizer Inc, 2009). Pfizer, mencionado anteriormente en la adquisición de Pharmacia Corporation, era una de las compañías farmacéuticas líder en la industria de medicamentos para humanos y animales a nivel mundial. Por su lado, Wyeth estaba especializada en el mercado de vacunas y medicamentos inyectables, con algunos medicamentos estrella como Prevnar (para infecciones en niños) y Enbrel (tratamiento contra la artritis reumática) (“Pfizer agrees to Buy Wyeth for \$68 Billion”, 2009).

El volumen de fusiones y adquisiciones en el sector farmacéutico había estado creciendo exponencialmente debido a la amenaza de expiración de las patentes de algunos de los productos estrella de las grandes compañías del sector. En concreto, la patente de Lipitor, uno de los medicamentos más rentables de Pfizer, expiraba en 2013, poniendo en peligro las ventas y márgenes de la empresa. La adquisición de Wyeth aportaba a Pfizer nuevos medicamentos con una fecha de expiración de patente más lejana, permitiéndole mantener los niveles de ventas y márgenes. Además, de esta forma la empresa tendría un mayor presupuesto para investigación y ganaría más tiempo para desarrollar nuevos medicamentos que satisfagan las necesidades que puedan ir apareciendo en el mercado (“Pfizer & Wyeth: opening the door for Big Pharma M&A”, 2009).

Pfizer valoró Wyeth en 68.000 millones de dólares, o lo que es lo mismo, 50,19 dólares por acción, lo que suponía pagar un 29% de prima en relación con el precio del mercado (“Pfizer Agrees to Buy Wyeth for \$68 Billion”, 2009). Por cada acción, Pfizer acordó pagar a los inversores de Wyeth 33 dólares en efectivo y 17,19 dólares en acciones de Pfizer, lo que suponía un pago de 44.710 millones de dólares en efectivo y la emisión de 23.290 millones de dólares de acciones. Para poder hacer frente al coste de la operación, Pfizer emitió 22.500 millones de deuda (Pfizer Inc., 2009). Tras la adquisición, la dirección de la nueva empresa se dividió entre ejecutivos provenientes tanto de Pfizer como de Wyeth con el objetivo de completar la integración de la manera más fácil posible (Van Arnum, 2009).

La adquisición ofrecía a Pfizer la posibilidad de, no solo disminuir el riesgo de la caducidad de las patentes, si no también diversificar su negocio y penetrar en el mercado de las vacunas, que se estimaba que continuaría teniendo un alto crecimiento en los años posteriores. Con la compra de Wyeth, Pfizer se convirtió en una de las compañías farmacéuticas más diversificadas a nivel mundial, posicionándose de manera inmejorable para la inestabilidad económica que acompañaría a la crisis financiera. Tras la fusión, se estimaba que ningún medicamento representaría más del 10% de las ventas de la empresa, reduciendo así la exposición a las patentes. Además, la adquisición ofrecía a Pfizer la posibilidad de diversificarse también geográficamente. Wyeth, gracias a su liderazgo en el mercado de las vacunas, tenía mayor presencia en mercados emergentes, especialmente en China. Esta diversificación de operaciones (tanto de medicamentos como geográfica) permitía a Pfizer mejorar la flexibilidad de su modelo de negocio y alcanzar mayores economías de escala (Pfizer Inc., 2009).

El plan de Pfizer para conseguir alcanzar el máximo rendimiento era organizarse como negocios pequeños centrados en el paciente, lo que le ofrecería una mayor flexibilidad operacional que le permitía adaptarse al dinámico mercado de los medicamentos. Esta estructura estaría respaldada a su vez por los beneficios que le aportaba ser una compañía global, como las economías de escala, el nombre de su marca o el poder de negociación tanto con proveedores como con clientes. Además, se centrarían en crecer en mercados emergentes donde, ayudados por la posición de Wyeth, podrían conseguir un crecimiento exponencial penetrando en unos mercados muy poco saturados (Pfizer Inc, 2009). Como resultado de estas acciones, Pfizer estimaba que se comenzaría a crear valor para los inversores dos años después de la finalización de la compra. La dirección de la empresa estimaba alcanzar unas sinergias de ahorro de costes de 4.000 millones de dólares provenientes de operaciones administrativas, I+D y producción (Van Arnum, 2009). Además, con el objetivo de conseguir reducir los costes en 2.000 millones de dólares más, Pfizer planeaba recortar a la mitad su dividendo, llevar a cabo un reajuste de 130.000 empleados y cerrar las fábricas menos rentables de Wyeth (“Pfizer Agrees to Buy Wyeth for \$68 Billion”, 2009).

En línea con las tendencias del sector farmacéutico, Pfizer había adquirido numerosas empresas, como American Home Products, Encysive Pharmaceuticals o

CovX en los años anteriores. Esta intensa actividad adquisitiva había sido considerablemente rentable para Pfizer hasta el momento y, hasta 2008, la empresa había conseguido cumplir sus objetivos y era extremadamente rentable, con 17 productos generando más de 1.000 millones de dólares en ventas al año. Aún así, en 2009 y 2010 los primeros años tras la compra de Wyeth, Pfizer no fue capaz de mantener el nivel de beneficios por acción, que no empezaron a recuperarse hasta 2011 (Pfizer Inc., 2012). En 2012, tras dos años completos de operaciones conjuntas, el rentabilidad de la empresa continuó mejorando y generaron unos beneficios por acción considerablemente por encima de los generados en los años previos a la operación (Pfizer Inc., 2013). Por su lado, como se puede observar en el gráfico incluido, el precio de la acción reacciono favorablemente ante la adquisición y creció de manera constante los años posteriores. En conclusión, la compra de Wyeth fue beneficiosa para las operaciones de Pfizer y comenzó a crear valor para los accionistas tras dos años.



Fuente: Yahoo! Finance

2.2.2 Verizon Communication Adquiere Verizon Wireless

En septiembre de 2013 Verizon Communication anunció haber llegado a un acuerdo con Vodafone para comprar su 45% de participación en Verizon Wireless y así recuperar el control total sobre su negocio de internet inalámbrico (De la Merced y Scott, 2013). Verizon Wireless surge en el año 2000 por la fusión de Bell Atlantic y Vodafone, convirtiéndose en la segunda operadora telefónica más grande de Estados Unidos, detrás de AT&T (Verizon, 2016). Con el paso de los años, el mercado de internet inalámbrico fue creciendo exponencialmente, y Verizon Wireless pronto se convirtió en la operadora más rentable de Estados Unidos (Varettoni, 2014). En 2012 ya era responsable del 70% de las ventas de Verizon Communication (Verizon, 2016).

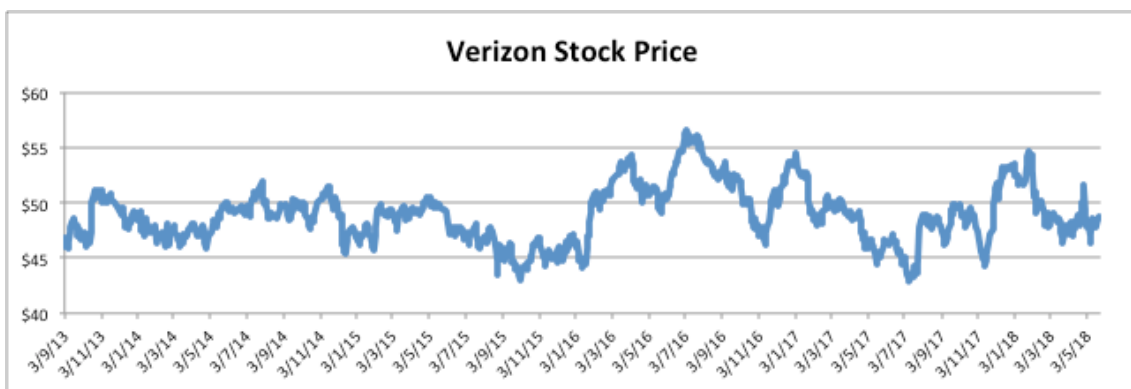
Verizon Communication acordó pagar 130.000 millones de dólares a Vodafone por su 45% de participación en Verizon Wireless, convirtiéndolo en la adquisición más grande desde el año 2000 (AOL-Time Warner, previamente analizada). De estos 130.000 millones, 58.900 serían abonados en efectivo, 60.200 millones en acciones y 11.000 millones provenientes de transacciones más pequeñas, como la cesión a Vodafone de una pequeña participación en Vodafone Italia valorada en 3.500 millones de dólares. Esta valoración estimaba un valor total de Verizon Wireless de casi 290 millones de dólares. Para realizar el pago, Verizon emitió 1.270 millones de acciones y 6.600 millones de dólares de deuda en bonos (De la Merced y Scott, 2013). Pese a que el precio de compra era muy elevado, la operación, sin necesidad de realizar ningún ajuste operacional, crearía automáticamente un 10% de valor para los accionistas de Verizon en base a beneficios por acción. Además, Verizon estimaba que terminaría siendo muy positiva para la compañía y sus accionistas, ya que confiaba en un gran crecimiento del mercado estadounidense de “smartphones” y banda ancha en los años posteriores (Verizon, 2016).

Una vez se completara la compra, los servicios de Verizon Wireless se mantendrían muy similares a los ofrecidos antes de la compra, ya que en la integración no se enfrentaban a fricciones de modelos de negocio o diferentes culturas. Además, tener el control del 100% del negocio de internet inalámbrico no solo incrementaba la competitividad de Verizon, si no que también aumentaba la capacidad de financiación de la misma, permitiéndole así llevar a cabo campañas de marketing más agresivas y eficaces. Pese a que la operación traía claros beneficios para Verizon y creaba valor para los accionistas de manera inmediata, Moody’s decidió bajar el rating de la compañía como consecuencia del incremento de deuda de casi el doble, de 67.000 millones de dólares a \$117.000 millones (Holton y Carew, 2013).

Vodafone, tras haber controlado parte de Verizon Wireless desde el año 2000, decidió vender su participación y recuperar así gran parte de la inversión para poder repagar los grandes niveles de deuda que había asumido. De hecho, las múltiples emisiones de acciones realizadas para conseguir financiación habían provocado que el precio de su acción sufriera mucho en los años previos. De los casi 60.000 millones de dólares recibidos en efectivo, Vodafone dedicaría 52.000 millones a recomprar acciones, reduciendo así su capitalización bursátil de 112.000 millones de euros a tan

solo 60.000 millones, creando valor para sus accionistas y potenciando el precio de su acción (Holton y Carew, 2013).

Tal y como estimó Verizon antes de llevar a cabo la adquisición, el mercado de internet inalámbrico estadounidense continuo creciendo agresivamente en los años posteriores a la compra de Verizon Wireless, causando un crecimiento de ventas del 8% en 2014 y el 5% en 2015. Pese a este incremento de ventas, el impacto de la adquisición en el EBITDA no es tan evidente como en otras ocasiones ya que, como Verizon Communication ya controlaba un 55%, se contabilizaban un 100% de las operaciones de Verizon Wireless. Aún así, la compra de Verizon Wireless sí que tiene un efecto en los beneficios debido al cambio en los intereses minoritarios, que tras 2013 se reducen en casi un 85%, afectando positivamente al resultado del ejercicio final. Pese a la gran inversión realizada en la compra de Verizon Wireless, el crecimiento del mercado, acompañado de una integración exitosa, fue muy beneficioso para Verizon Communications, que continuó creciendo y mejorando sus resultados. Además, esta adquisición fue positiva para los accionistas ya que, aunque el precio de la acción se mantuvo razonablemente constante, como se puede ver en el gráfico, la mejora de resultados permitió a Verizon repartir más dividendos (Verizon Communications Inc., 2016).



Fuente: Yahoo! Finance

2.2.3 Actavis Adquiere Allergan

A finales de 2014, tras meses de negociaciones y batallas con Valeant, Actavis anunció haber llegado a un acuerdo para adquirir Allergan por 66.000 millones de dólares. Actavis y Allergan eran empresas líderes en la industria farmacéutica con un tamaño y una capitalización bursátil muy similar (64.000 millones Actavis y 59.000 millones Allergan). Actavis, líder en el desarrollo de medicamentos genéricos y de bajo coste, también se había posicionado a la cabeza del mercado del Alzheimer, la enfermedades de la piel y los ojos. Por el otro lado, Allergan, con base en Irlanda, simbolizaba la innovación en medicamentos revolucionarios y de calidad. En los años previos a la operación, había crecido considerablemente debido al éxito de su producto estrella, Botox (Rockoff, 2014).

Esta operación se caracterizó por la controversia que la rodeó en todo momento debido a la lucha de ofertas entre Valeant, otra de las empresas líderes en el sector en Estados Unidos, y Actavis. Tanto Valeant como Actavis seguían una estrategia similar que había ganado mucha popularidad en el sector en años anteriores. Esta estrategia consistía en reducir al mínimo su inversión en I+D y conseguir crecer y desarrollar nuevas patentes a través de la compra de otras empresas del sector (Nissen, 2016). Además, el hecho de que Allergan estuviera basada en Irlanda era una gran ventaja, ya que permitía a las farmacéuticas estadounidenses beneficiarse de los bajos tipos impositivos efectivos en Irlanda (Rockoff, 2014).

Bill Ackman, gestor del fondo de cobertura Pershing Square Capital Management, tuvo un papel fundamental a lo largo de todo el desarrollo de las negociaciones. Ackman, a través de su fondo de cobertura, era uno de los mayores inversores de Valeant. Con el fin de negociar las condiciones de compra de la manera más fácil posible para Valeant y conseguir sacar el máximo provecho de los beneficios provenientes de la operación, Pershing Square adquirió un 10% de Allergan en cuanto comenzaron los rumores de que podía estar en venta. Esta participación en la empresa irlandesa le daría voz y voto a la hora de decidir si Allergan aceptaba o no la oferta proveniente de Valeant (Rockoff, 2014). Una vez Ackman había adquirido las acciones de Allergan, Valeant lanzó en abril de 2014 una oferta para adquirir la farmacéutica irlandesa por 47.000 millones de dólares (Gelles, 2014)

Allergan rechazó la oferta de Valeant al considerarla excesivamente baja ya que no reflejaba el valor real de la compañía. La compañía irlandesa decidió buscar otros compradores potenciales que pudieran lanzar, bajo su punto de vista, una oferta más justa (Rockoff, 2014). Es aquí donde Actavis entró en el juego, empezando negociaciones para estudiar a posibilidad de hacer una oferta para adquirir Allergan. Tras el rechazo de su oferta inicial, Valeant lanzó una segunda oferta por 53.000 millones de dólares. Aún así, la dirección de la compañía irlandesa la siguió considerando excesivamente baja y volvió a rechazarla. Valeant hizo un último intento desesperado a finales de octubre y ofreció pagar 200\$ por acción, lo que ascendía aproximadamente a un importe total de 60.300 millones de dólares. Poco después, a principios de noviembre, Actavis terminó su valoración y decidió lanzar una oferta de 66.000 millones, o lo que es lo mismo, 219\$ por cada acción de Allergan. Valeant argumentó que bajo ningún concepto podría justificar ante sus inversores pagar 219\$ o más por cada acción de Allergan, por lo que terminó retirándose de las negociaciones tras siete meses de contraofertas. La dirección aceptó la oferta de Actavis y anunció haber llegado a un acuerdo de compra el día 17 de noviembre (Gelles, 2014).

Pese a haber “perdido la batalla” y no haber conseguido el objetivo de que Valeant adquiriera Allergan, Bill Ackman fue capaz de ganar casi 2.600 millones de dólares con la venta de la compañía irlandesa. El gestor de Pershing Square se benefició por completo de la prima ofrecida por Actavis ya que controlaba un 10% de Allergan. Por su lado, Valeant no pudo disfrutar de la misma suerte, ya que poco después de haberse retirado de las negociaciones, comenzaron a surgir rumores de controversias relacionadas con la subida de precios desorbitada de alguno de sus productos y contabilidad fraudulenta. Michael Pearson se vio obligado a dimitir y, dos años después, el precio de su acción ya había perdido casi un 90% de su valor (Nissen, 2016).

La valoración de 219\$ por acción hecha por Actavis estaba muy por encima del precio de mercado. De hecho, representaba un 54% de prima con respecto al precio de la acción antes del comienzo de las negociaciones y ofertas provenientes de Valeant, De manera similar, si se comparaba con el precio de las acciones de Allergan en noviembre de 2016, un año antes del anuncio de acuerdo, ascendía a casi el doble. Sin embargo, con las ofertas y contraofertas entre Valeant y Actavis, el precio de la acción de Allergan comenzó a subir, alcanzando los 209\$ en noviembre de 2018. Aunque este

precio todavía estaba por debajo del ofrecido por Actavis, la prima con respecto a la capitalización bursátil era mucho menor (Gelles, 2014). De los 66.000 millones a pagar, 39.000 serían en efectivo y los 27.000 restantes en forma de acciones de Actavis, lo que suponía un ratio de canje de 0,3683 (Rockoff, 2014). Pese al alto precio pagado, los inversores de Actavis también recibieron bien la noticia, y el precio de las acciones subió en un 1% el mismo día del anuncio (Taub, 2014).

Al estar adquiriendo una empresa prácticamente igual de grande que ella misma, esta transacción suponía un crecimiento muy agresivo para Actavis, que prácticamente doblaría su capitalización bursátil y su tamaño. Aunque este crecimiento supondría una integración relativamente difícil, se esperaban conseguir unas sinergias de ahorro de costes de aproximadamente 1.800 millones de dólares anuales (Taub, 2014). La fusión de ambas empresas supondría la creación de una compañía que generaría 23.000 millones de ventas anuales, situándose en el “top 10” de empresas farmacéuticas con respecto a ventas (Rockoff, 2014). Tras la consolidación, la nueva empresa adquiriría el nombre de Allergan a nivel mundial, manteniendo únicamente la marca Actavis en ciertos productos de áreas determinadas. Se pretendía fusionar la imagen de innovación y calidad de Allergan con la de productos asequibles de Actavis, creando así la percepción de ser una marca que se ajustaba a las necesidades de todo tipo de pacientes (“Post-Acquisition, Actavis to Take Allergan as Corporate Name”, 2015).

Aunque es indiscutible que Actavis terminó pagando una prima muy alta por la adquisición de Allergan, consiguió crear mucho valor para sus accionistas, ya que el precio de la acción comenzó a subir el mismo día del anuncio. De hecho, las acciones de la compañía consolidada, a la que se decidió llamar Allergan, llegaron a un pico histórico en 2015, alcanzando una capitalización bursátil de 133.000 millones de dólares, como se observa en el gráfico incluido a continuación (Gelles, 2014). El éxito no solo se reduce al mercado, si no que a nivel operacional Allergan obtuvo algunos de los mejores resultados de su historia. Los beneficios por acción se dispararon a partir de 2015, pasando de ser negativos en 2014 a alcanzar 38,18 dólares de beneficio por acción en 2016 (Allergan PLC, 2017). Como conclusión, se puede decir que esta adquisición fue muy positiva tanto para la compañía como para sus accionistas, que comenzaron a crear valor el mismo día de su anuncio.



Fuente: Yahoo! Finance

2.2.4 Charter Communications Adquiere Time Warner Cable

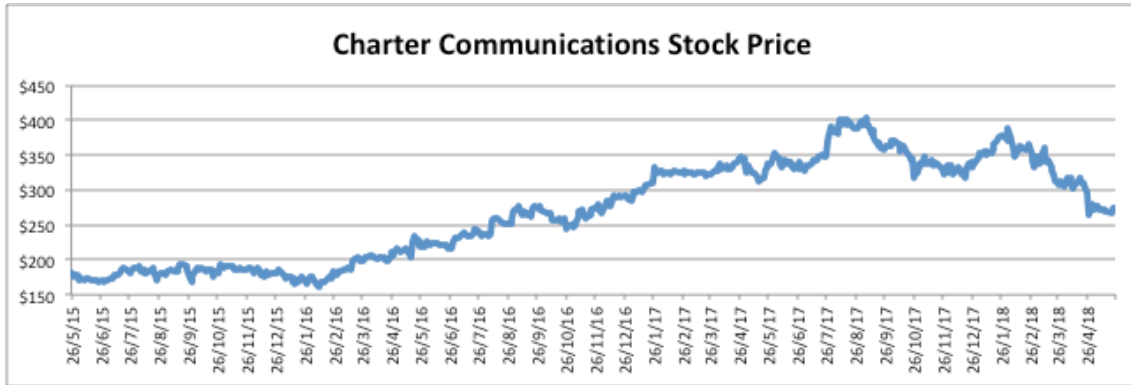
A mediados de 2015, Charter Communications anunció haber llegado a un acuerdo para adquirir Time Warner Cable por 56.000 millones de dólares. Charter Communications era el cuarto proveedor de banda ancha más grande de Estados Unidos. Por su lado, Time Warner era uno de las mayores operadoras telefónicas y proveedores de televisión de pago de Estados Unidos (Farrell, 2015). Además, Time Warner controlaba Bright House Networks, la sexta compañía de televisión de pago más grande de Estados Unidos (Steele y McKinnon, 2015).

Charter Communications acordó pagar 56.000 millones de dólares para adquirir la integridad de Time Warner Cable. De la cantidad total, 29.000 millones se abonarían en efectivo y los 27.000 millones restantes en forma de acciones de Charter Communications, lo que equivalía a un ratio de canje de 0,4562 acciones. La valoración de Time Warner Cable concluye en un precio que representa un múltiplo de 9,1 veces el flujo de caja, lo que suponía uno de los múltiplos más altos vistos en los años anteriores (Farrell, 2015). Aunque la valoración aparentaba ser alta en comparación con otras operaciones llevadas a cabo previamente, el mercado reaccionó favorablemente y el precio de las acciones de ambas compañías subió (Chen, 2015). Tras la fusión, la dirección de la nueva empresa se mantendría en manos de los directivos de Charter Communications (Steele y McKinnon, 2015).

Esta fusión suponía la creación de una nueva empresa que daría servicio a 23,9 millones de usuarios, convirtiéndose en el segundo proveedor de banda ancha de Estados Unidos. A la hora de integrar la compañía adquirida, Charter Communications tenía la intención de mantener el plan estratégico diseñado por Time Warner Cable. Este plan consistía en mejorar tanto el servicio técnico como los servicios ofrecidos. Para

poder mejorar estos servicios la compañía planeaba, entre otras cosas, mejorar la velocidad de internet, bajar los precios y mejorar el contenido televisivo disponible para los clientes. Con estas mejoras, Time Warner Cable pretendía diferenciarse de la competencia para seguir creciendo y mantener su posición en el mercado. Además, Charter Communications estimaba que la consolidación de ambas empresas podría generar unas sinergias de ahorro de costes de 150 millones de dólares anuales provenientes principalmente de la reducción de costes de programación. La opinión de los analistas de Wall Street estaba bastante dividida, ya que mientras algunos opinaban que el precio pagado por Charter Communications era excesivo, otros estimaban mayores sinergias y creían que la operación sería extremadamente beneficiosa para Charter Communications (Farrell, 2015).

Con la compra de Time Warner cable, el tamaño de Charter Communications se cuadruplicó, lo que dificultó en gran medida el proceso de integración, ya que generó la necesidad de estandarizar los productos y servicios ofrecidos por ambas compañías y fusionar las culturas existentes. Aún así, el aumento de tamaño también trajo consigo una mejor posición en la industria, que le permitió expandir su presencia e incrementar su capacidad de innovación y crecimiento. Este nuevo posicionamiento ha permitido a Charter Communications tanto llevar a cabo una estrategia de marketing más eficaz al tener más como tener la posibilidad de ofrecer un mejor servicio a los clientes al conseguir sinergias significativas. En 2016, el año después de la transacción, Charter Communications incrementó considerablemente su número de clientes, teniendo un efecto positivo en las ventas y, como consecuencia, en el EBITDA. De hecho, los beneficios por acción se dispararon de 0,56 dólares por acción en 2015 a 3,90 dólares por acción en 2016. Esta adquisición también generó mucho valor para los inversores, ya que solo en el año 2016 el precio de la acción se revalorizó en más de un 70%, como se observa en el gráfico incluido (Charter Communications, 2017). Como conclusión, se puede decir que esta operación creó una gran cantidad de valor desde el primer momento, tanto a nivel operacional como de mercado.



Fuente: Yahoo! Finance

2.2.5 Dell Adquiere EMC

En octubre de 2015, Dell hizo públicas sus intenciones de adquirir EMC Corporation por 66.000 millones de dólares. Dell Inc, que había dejado de ser una compañía pública a finales de 2013, era la tercera empresa comercializadora de ordenadores más grande de Estados Unidos. Por el otro lado, EMC estaba especializado en el almacenamiento de contenido informático. Además, EMC tenía el control de un 80% de VMWare, una compañía especializada en el almacenamiento de información en la nube valorada en aproximadamente 34.000 millones de dólares (Haralson, 2015).

Dos años antes de la adquisición de EMC, Michael Dell decidió llevar a cabo la privatización corporativa más grande de la historia. Pese a que cotizar en bolsa benefició a Dell en muchas ocasiones a la hora de conseguir financiación o mejorar sus resultados, los intereses de clientes y accionistas habían dejado de estar alineados en los últimos años. Según Michael Dell, los accionistas se centraban únicamente en los resultados a corto plazo, ignorando el hecho de que realizar inversiones importantes que empeoren los resultados hoy puede traer cuantiosos beneficios en el futuro. Como resultado de la privatización, Dell consiguió aislarse de las expectativas de Wall Street, lo que le permitió incrementar su flexibilidad y concentrar sus esfuerzos en innovación y desarrollo para conseguir mejorar sus productos y servicios para los clientes (Dell, 2014).

La adquisición de EMC Corporation ofrecía a Dell la posibilidad de diversificar su negocio y penetrar en mercados que tenían mucho crecimiento por delante, como el desarrollo de software o la movilidad y seguridad de datos en la nube. Además, la adquisición de EMC también supondría su privatización, lo que permitiría a la nueva

compañía centrarse únicamente en la estrategia, potenciando así su crecimiento y la mejora de los resultados (Patrick, 2015). Esta transacción tenía el potencial de asentar y mejorar la posición de Dell en la comercialización de ordenadores para corporaciones, mercado en el que no tenía mucha presencia y tenía el potencial de incrementar las ventas considerablemente. Además, la participación de EMC en VMWare era muy atractiva para Dell, ya que le daba acceso al mercado de almacenamiento de información en la nube, que se estimaba crecería agresivamente en los años posteriores (Haralson, 2015).

Dell acordó pagar 66.000 millones para adquirir EMC en su totalidad, es decir, 33,15 dólares por acción, convirtiéndose en la adquisición más grande de la historia en la industria tecnológica. Este precio suponía un 28% de prima sobre la cotización bursátil de la compañía antes de que comenzaran los rumores de compra. De estos 66.000 millones, 49.000 se pagarían en efectivo y 17.000 en acciones, para lo que Dell tuvo que asumir casi 45.000 millones de deuda y emitir 4.400 millones de acciones privadas. A pesar de que los ejecutivos de EMC mantendrían sus puestos durante todo el proceso de integración para facilitar lo máximo posible, una vez terminada la consolidación serían los directivos de Dell los que asumieran la responsabilidad (Patrick, 2015).

Esta adquisición convertía a Dell en la compañía tecnológica privada más grande del mundo. Ambas empresas tenían culturas totalmente diferentes, mientras que Dell se centraba en reaccionar ante la demanda del mercado, EMC siempre buscaba ir un paso más allá e innovar para desarrollar productos que fueran útiles para los clientes. Pese a estas diferencias, se consideraba que la mezcla de culturas podría ser extremadamente beneficiosa para la nueva empresa, que mantendría la inversión en innovación a la vez que satisfacía las necesidades existentes en el mercado. Además, como se ha mencionado antes había poca fricción en las operaciones de ambas empresas, ya que Dell producía y comercializaba ordenadores y EMC se centraba en el almacenamiento de contenido informático. Como consecuencia de esta mezcla de culturas y la diversificación del negocio, se esperaba alcanzar casi el triple de sinergias de ventas que de ahorro de costes, formando una nueva empresa capaz de cubrir prácticamente todas las necesidades informáticas que pueda tener un cliente (Lawson y Niccolai, 2015).

Al ser Dell una empresa privada, es difícil concluir como evaluaron sus accionistas esta adquisición. Lo que sí se puede conocer es que los accionistas de EMC recibieron muy bien la noticia, y el precio de sus acciones subió un 2% el mismo día en el que se anunció el acuerdo de compra (Patrick, 2015). La integración fue un proceso complejo, ya que se generaron muchos costes adicionales al unir dos empresas de ese tamaño. Pese a que ha mejorado en este último año, el resultado de operaciones se ha mantenido negativo desde la integración de EMC en la compañía (Preimesberg, 2017). Al analizar las razones detrás de estas pérdidas se puede ver que se deben principalmente a ajustes contables necesarios para la consolidación. Sin tener en cuenta estos ajustes contables, los resultados operacionales habrían crecido en un 130% en el primer año tras la integración. Por otro lado, el flujo de caja operativo ha crecido en 2.200 millones de dólares, principalmente gracias a mayores márgenes generados por los negocios provenientes de EMC. Pese a que las operaciones estén creciendo y las pérdidas se deban a ajustes contables, Dell necesita ser capaz de reducirlos lo antes posible para poder empezar a generar beneficios y crear valor para sus accionistas (Dell Technologies, 2017).

A día de hoy todavía no se puede decir que esta operación haya sido positiva o haya generado valor para los accionistas, pero parece estar avanzando en la dirección correcta. Esta operación parece estar de acuerdo con Michael Dell, en que a veces se realizan inversiones muy importantes que no generan valor en el corto plazo pero serán extremadamente beneficiosas en un futuro, tanto para la compañía como para los accionistas (Dell, 2014).

3. Conclusiones

Como conclusión del análisis realizado, se podría considerar que, de las diez operaciones evaluadas, solo una, la fusión entre AOL y Time Warner se puede considerar un absoluto fracaso, donde ambas compañías se vieron obligadas a volver a operar de manera independiente tras casi nueve años de operaciones conjuntas. Del resto de transacciones estudiadas, a excepción de la adquisición de EMC por parte de Dell, todas comienzan a generar valor por lo menos tras tres años de operaciones conjuntas. La evaluación de la adquisición de EMC por Dell es algo más complicada de evaluar por el hecho de que Dell es una compañía privada de la que no hay tanta información disponible. Además, aunque parece que de momento no ha generado valor, solo hay información de los dos primeros años tras la fusión, por lo que no se puede llegar a una conclusión definitiva. Si se analizan las diferencias entre las operaciones que tuvieron lugar antes y después de la crisis, se puede concluir que las posteriores a 2008 comenzaron a generar valor para la compañía antes que las que tuvieron lugar antes de 2008. De hecho, las adquisiciones de Verizon Wireless por Verizon Communications, Allergan por Actavis y Time Warner Cable por Charter Communications empezaron a crear valor ya en el primer año tras la fusión, mientras que de las que tuvieron lugar antes de 2008, solo la adquisición de Pharmacia por Pfizer fue capaz de lograrlo.

Las operaciones de fusiones y adquisiciones suponen una inversión extremadamente importante para las empresas compradoras. Estas compañías, con la esperanza de conseguir generar sinergias y mejorar los resultados de la compañía adquirida, se arriesgan a poner en duda la valoración realizada por el mercado y pagar una prima sobre la capitalización bursátil de la empresa objetivo. Históricamente, numerosos estudios han demostrado que la mayoría de operaciones de fusiones y adquisiciones destruyen valor para los inversores. Normalmente, esta destrucción de valor se debe a una sobreestimación de las sinergias que la nueva compañía puede generar tras completar el proceso de integración. Si la muestra se reduce a considerar únicamente transacciones de más de 500 millones de dólares, como la escogida para este estudio, la probabilidad de generar valor se reduce aún más. Sin embargo, esta tendencia general de destrucción de valor puede haber llegado a su fin gracias al

incremento de controles y la mayor presión ejercida por los accionistas como resultado de la crisis financiera. (Alexandridis, Antypas y Travlos, 2017).

Es indiscutible que la crisis financiera que estalló en el 2008 fue extremadamente dañina para las economías mundiales, y especialmente la economía estadounidense. Uno de las grandes consecuencias de la crisis fue la imposición del Dodd-Frank Act, que incrementó las medidas y controles impuestos a las empresas públicas con el fin de estabilizar la economía fortaleciendo las compañías y evitando el surgimiento de una nueva crisis. Una de las principales medidas impuestas por el Dodd-Frank Act fue la regulación del riesgo sistemático, de esta forma el gobierno protege a los accionistas poniendo límites y controlando la cantidad de riesgo asumido por las empresas en sus operaciones. También se impusieron controles a la compensación de los ejecutivos, que había llegado a niveles desorbitados en los años previos, convirtiéndose en un lastre para las empresas. Además, se introdujeron regulaciones de protección a los consumidores. Una de las principales consecuencias de la imposición de esta regulación fue el incremento de transparencia de las empresas, obligadas a hacer públicas sus operaciones y riesgos asumidos (Guyn y Polk, 2010) .

Estas medidas limitaron y dieron visibilidad a problemas que nunca antes se habían planteado, como la compensación a los ejecutivos, la gestión de riesgo o las culturas tóxicas dentro de las compañías, que estaban ralentizando la recuperación de la economía. Además, se comenzó a generalizar una tendencia en la que las empresas públicas, con el fin de aumentar la confianza de los inversores y mejorar sus resultados, no solo acataban cualquier medida impuesta por el gobierno, si no que también se autoimponían controles aún más estrictos. Esta “buena voluntad” de las empresas fue una de las claves para conseguir recuperar la confianza de los inversores y reactivar la economía (Alexandridis, Antypas y Travlos, 2017).

Antes del estallido de la crisis financiera, Wall Street se caracterizaba por un optimismo, a veces irracional, que invitaba a las empresas a intentar crecer de la manera más agresiva posible sin importar en gran medida la inversión que conllevara. Con la llegada de la crisis y la caída de la bolsa, los inversores comenzaron a poner en duda todas las acciones llevadas a cabo por las empresas con el fin de ejercer presión para limitar los riesgos asumidos y evitar la destrucción de valor. Con unos inversores cada vez más exigentes, y la imposición de nuevas leyes que exigían mayor transparencia, las

compañías públicas se vieron obligadas a justificar sus decisiones con evidencia empírica para poder conseguir tanto la aprobación de sus operaciones como una buena reacción en el mercado. Además, la ralentización de la economía tuvo un fuerte efecto en los resultados de las empresas, disminuyendo así de manera dramática el capital disponible para invertir. Como consecuencia, el volumen de las operaciones de fusiones y adquisiciones se redujo considerablemente tras 2007, como se puede observar en el Anexo 1 (Alexandridis, Antypas y Travlos, 2017).

Como resultado de la reducción de inversión en operaciones de fusiones y adquisiciones y la necesidad de evidencia empírica para poder demostrar el por qué de la compra, las compañías comenzaron a hacer valoraciones más exhaustivas y reducir sus inversiones a aquellas que garantizaran mejores resultados con el menos riesgo posible. No solo las cotizaciones bursátiles sufrieron una caída general, si no que también las primas pagadas se redujeron considerablemente, causando que el valor medio de las operaciones cayera en picado, como se puede ver en el Anexo 1. A su vez, el optimismo de Wall Street desapareció de golpe, en parte tras la quiebra de Lehman Brothers, lo que eliminó la sobreestimación de sinergias que normalmente resultaba en un precio de compra exorbitado (Alexandridis, Antypas y Travlos, 2017). Además, la bajada de precio de las acciones de las compañías de manera general eliminó la necesidad de buscar sinergias donde no las había, y redujo el volumen de operaciones a aquellas que tenía mayor probabilidad de crear valor para los accionistas.

Esta bajada del valor medio de las operaciones de fusiones y adquisiciones también se cumple en la muestra seleccionada para este estudio. El precio total medio pagado en las operaciones seleccionadas que tuvieron lugar antes de 2008 es 8.000 millones de dólares superior al valor medio de las que se completaron después de la crisis. De hecho, no es casualidad que la operación más grande analizada es la fusión de AOL y Time Warner, que tuvo lugar en el año 2000, mientras que la más pequeña es la adquisición de Time Warner Cable por Charter Communications, que tuvo lugar en 2015. Esta reducción de la inversión necesaria para llevar a cabo la compra de una compañía facilita la creación de valor, ya que los costes asumidos son menores mientras que los ingresos producidos tras la compra se mantienen prácticamente constantes.

El principal objetivo de cualquier fusión o adquisición es generar valor para los inversores. Una de las maneras más comunes de medir la creación de valor tras una

fusión es analizar la evolución de los beneficios por acción de la empresa compradora. Cuando los beneficios por acción crecen, significa que la fusión ha sido positiva y ha generado valor para los accionistas. Para poder evaluar si las operaciones analizadas han creado valor para los accionistas, el anexo 2 incluye los beneficios por acción empezando un año antes de la fusión y viendo la evolución durante los 3 años posteriores a la operación. En línea con las conclusiones explicadas previamente, se puede observar que la evolución de los beneficios por acción es mayor y más rápida en aquellas operaciones que tuvieron lugar después de la crisis. Estos datos confirman la tesis de que las medidas tomadas en la crisis han aumentado la probabilidad de este tipo de operaciones de generar valor.

Gracias a la mejora generalizada de resultados de las compañías tras llevar a cabo las adquisiciones, la confianza en este tipo de transacciones por parte de los inversores incrementó considerablemente. La confianza también se vio favorecida por el hecho de que los inversores tuvieran acceso a la información acerca de la motivación detrás de la compra y de los resultados que se esperaban obtener comenzó a ser mucho más transparente. Además, la recuperación y aceleración de la economía dispone las circunstancias perfectas para llevar a cabo la integración de la compañía, ya que facilita en gran medida el crecimiento.

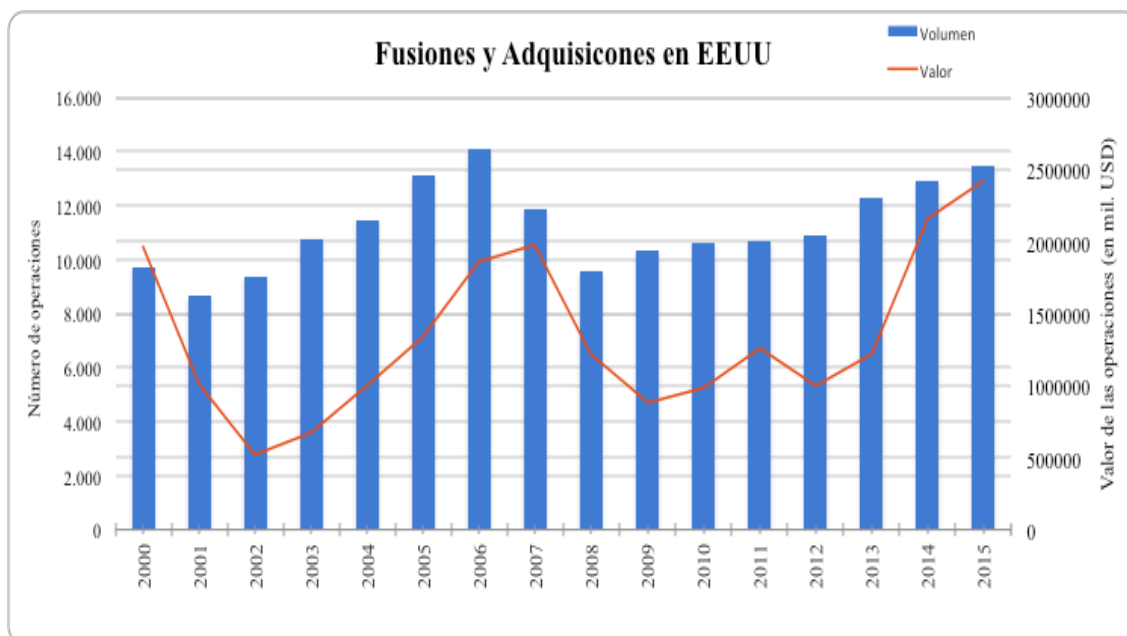
Poco a poco, los mercados fueron acogiendo mejor las noticias de acuerdos de adquisiciones y los precios de las acciones comenzaron a reaccionar de una manera mucho más positiva que antes de la crisis. En los anexos 3 y 4 se han recogido las evoluciones de los precios de las acciones tras el anuncio del acuerdo de compra de las operaciones estudiadas. Como se puede observar, las acciones de las empresas que adquirieron compañías antes de 2008 (Anexo 3) suelen mantenerse prácticamente constantes o incluso perder valor mientras que aquellas que tuvieron lugar después de 2008 (Anexo 4) por lo general aumentan su valor. El aumento del precio de la acción es la manera más directa de generar valor para los accionistas, por lo que estas subidas de precio también confirman la tesis de que las regulaciones financieras impuestas en las operaciones de fusiones y adquisiciones a raíz de la crisis aumentaron la confianza de los inversores y resultaron positivas para los inversores.

Tras el análisis realizado, se concluye que las regulaciones financieras impuestas como consecuencia de la crisis financiera han resultado positivas para las operaciones

de fusiones y adquisiciones. La reducción del valor medio de las operaciones, el aumento de transparencia y el crecimiento de la economía, han sido las principales razones detrás de la creación de valor conseguida tras las adquisiciones. Esta creación de valor se materializa en subidas tanto en el precio de las acciones como en aumentos de los beneficios por acción. Como consecuencia, se puede afirmar que la tendencia histórica de destrucción de valor que acompañaba a las operaciones de fusiones y adquisiciones ha cambiado.

4. Anexos

4.1. Operaciones de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos



Fuente: IMAA (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances).

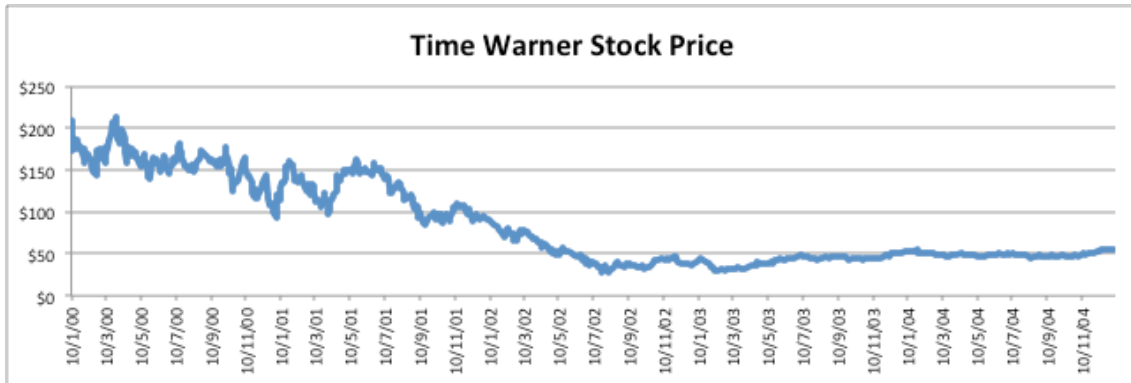
4.2. Evolución de los beneficios por acción

Fecha	Empresa Compradora	EPS (-1)	EPS (0)	EPS (+1)	EPS (+2)	EPS (+3)
10.2000	America Online	0,3	0,48	-1,11	-22,15	0,57
07.2001	Comcast Corp	2,13	0	-0,42	-0,1	0,43
07.2002	Pfizer Inc	1,22	1,46	0,54	1,49	1,09
01.2004	JPMorgan Chase	3,24	1,55	2,38	4,04	4,38
03.2006	AT&T Inc	1,42	1,89	1,94	2,16	2,12

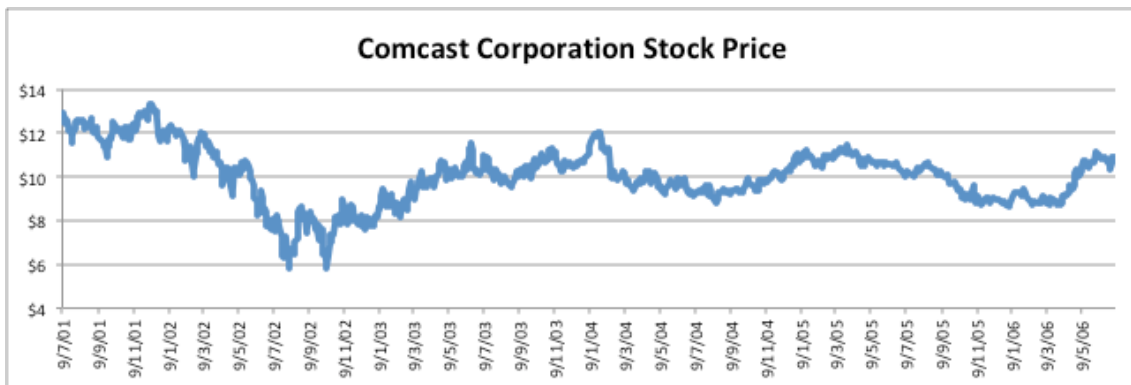
Fecha	Empresa Compradora	EPS (-1)	EPS (0)	EPS (+1)	EPS (+2)	EPS (+3)
01.2009	Pfizer Inc	1,2	1,23	1,02	1,27	1,94
09.2013	Verizon	0,31	4,01	2,42	4,37	3,21
11.2014	Actavis PLC	-5,27	-7,42	10,01	38,18	-13,19
05.2015	Charter Comm	-1,88	-2,68	15,94	34,09	N/A
10.2015	Dell Inc	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Fuente: Elaboración Propia

4.3. Precio de las acciones tras las fusiones/adquisiciones previas a 2008



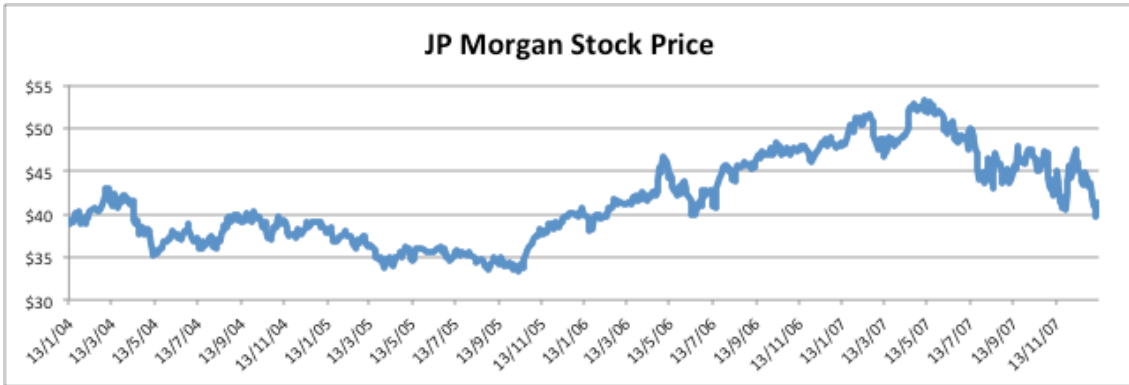
Fuente: Yahoo! Finance



Fuente: Yahoo! Finance



Fuente: Yahoo! Finance



Fuente: Yahoo! Finance

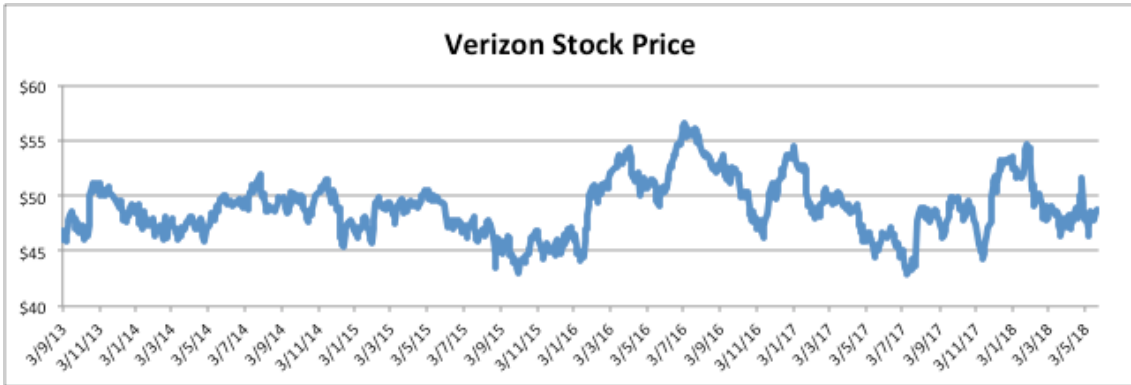


Fuente: Yahoo! Finance

4.4. Precio de las acciones tras las fusiones/adquisiciones posteriores a 2009



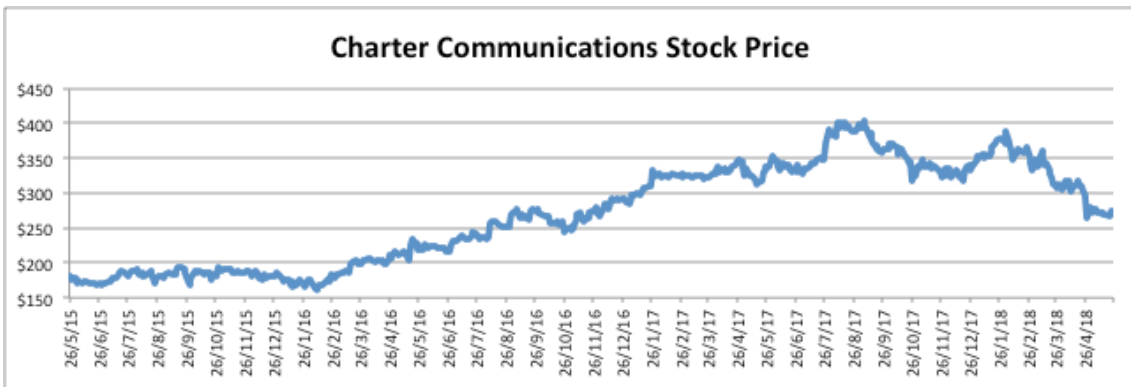
Fuente: Yahoo! Finance



Fuente: Yahoo! Finance



Fuente: Yahoo! Finance



Fuente: Yahoo! Finance

5. Referencias Bibliográficas

- Alexandridis, A., Antypas, N. y Travlos, N. (2017). “Value creation from M&As: New evidence”. *Journal of corporate finance*, 45, páginas 632–650.
- Allergan PLC (2017). “Form 10-K”. *allergan.com*, página F-24.
- AOL Time Warner Inc. (2002). “Form 10-K”. *sec.gov*, página F-24.
- “AT&T Broadband to Merge with Comcast Corporation in \$72 Billion Transaction” (2001). *corporate.comcast.com*.
- AT&T Inc. (2008). “AT&T Inc 2007 Annual Report”. *att.com*.
- “AT&T Tells FCC BellSouth Merger Will Benefit Consumers” (2006). *Telecommunications Reports*, 72, 8, página 27.
- Bodie, M. T. (2006). 'AOL Time Warner and the False God of Shareholder Primacy'. *Journal Of Corporation Law*, 31, 4, páginas 975-1002.
- Charter Communications (2017). “2016 Annual Report”. *Mergent Online*, páginas 7-12.
- Chen, L. (2015). “\$55 Billion Charter-Time Warner Cable Deal Would Be Biggest U.S. Merger Of 2015”. *Forbes.com*, página 1.
- Comcast Corporation (2003). “Form 10-K”. *getfilings.com*, páginas 2-27.
- Comcast Corporation (2005). “Comcast 2004 Annual Report”. *annualreports.com*, página 46.
- “Company Spotlight” (2005). *Pharmawatch: Cancer*, 4, 10, páginas 21-26.
- “Company Spotlight: JP Morgan Chase y Co” (2004). *Marketwatch: Financial Services*, 3, 3, páginas 33-37.
- De la Merced, M.J., Scott, M. (2013). “Verizon Seals Long-Sought \$130 Billion Deal to Own Wireless Unit”. *The New York Times*.
- Dell, M. (2014). “Going Private is Paying Off for Dell”. *The Wall Street Journal*, 264 (125), página A11.
- Dell Technologies Inc. (2017). “2016 Form 10-K”. *Mergent Online*, páginas 52-60.
- Farrell, M. (2001). “The Winner is...”. *Multichannel News*, 22, 52, página 1.
- Farrell, M. (2015). “Charter Deal: Five Ways the Time Warner Cable Buy Will Reshape the Industry”. *Multichannel News*, 36, 20, páginas 4-6.
- Frederick, J. (2002). “Pfizer Acquisition of Pharmacia Will Unite Drug Power Plants”. *Drug Store News*, 24, 10, página 37.

- Gelles, D. (2014). “Allergan Escapes Valeant’s Pursuit, Agreeing to Be Bought by Actavis”. *Dealbook.nytimes.com*
- Gunther, M., y Mehta, S. (2002). 'The mess at AOL Time Warner: Can Steve Case make sense of this beast?'. *Fortune*, 145, 10, páginas 74-77.
- Guynn, R. y Polk, D. (2010). “The Financial Panic of 2008 and Financial Regulatory Reform”. *IBA Task Force on the Financial Crisis Report: October 2010*, páginas 41-53.
- Haralson, S. (2015). “It’s official! Dell buys EMC in largest tech acquisition ever”. *Fortune.com*.
- Hearn, T. (2006). “Cablers Seek AT&T-BellSouth conditions”. *Multichannel News*, 27, 39, página 38.
- Holton, K. y Carew, S. (2013). “Verizon, Vodafone agree \$130 Wireless deal”. *Thomson Reuters*.
- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (2018). “M&A in the United States”. Disponible en: <https://imaa-institute.org/m-and-a-us-united-states/>. [Consulta: 15 de abril de 2018].
- J.P. Morgan Chase & Co (2005). “2004 Financial Report”. *JP Morgan Chase*, página 19.
- J.P. Morgan Chase & Co (2008). “2007 Financial Report”. *JP Morgan Chase*, página 104.
- K. D. y M. G. (2004). “JP Morgan Chase Bank One, can I help you?”. *Asset Securitization Report*, 4,3, páginas 1-6.
- Lawson, S. y Niccolai, J. (2015). “Update: Dell to Benefit from ‘synergies’ with EMC, Tucci Says”. *computerworld.com*
- Loomis, C. J. (2003). 'Why AOL's Accounting Problems Keep Popping Up'. *Fortune*, 147, 8, páginas 85-88.
- Malone, D. y Turner, J. (2010). 'THE MERGER OF AOL AND TIME WARNER: A CASE STUDY'. *Journal Of The International Academy For Case Studies*, 16, 8, páginas 151-156.
- Nissen, M. (2016). “How Allergan Rose and Valeant Fell”. *Bloomberg.com*
- Patrick, S. (2015). “Dell-EMC May Spark More M&A for Tech”. *Investors Business Daily*.

- “Pfizer Agrees to Buy Wyeth for \$68 Billion”. (2009). *Monday Morning*, 17, 4, página 1.
- Pfizer Inc. (2004). “2003 Financial Report”. *The True Cost of Healthcare*, página 2.
- Pfizer Inc. (2006). “2005 Financial Report”. *pfizer.com*, página 73.
- Pfizer Inc. (2009). “Pfizer to Acquire Wyeth, Creating the World’s Premier Biopharmaceutical Company”. *press.pfizer.com*.
- Pfizer Inc. (2012). “2011 Financial Report”. *investors.pfizer.com*, página 53.
- Pfizer Inc. (2013). “2012 Financial Report”. *investors.pfizer.com*, página 119.
- “Pfizer & Wyeth: opening the door for Big Pharma M&A”, (2009). *Pharmawatch: Monthly Review*, 8, 3, página 34.
- “Pharmacia Corporation” (2000). *Formulary*, 35, 10, página 77.
- “Post-Acquisition, Actavis to Take Allergan as Corporate Name”, (2015). *Chain Drug Review*, 37, 5, página 74.
- Preimesberg, C. (2017). “Reality Sets in for Dell EMC with \$1.7 Billion Q4 Earnings Loss”. *eWeek*, página 1.
- Rockoff, J. D. (2014). “Actavis, Allergan Close to A Deal”. *The Wall Street Journal*, 264(118), página A1.
- Rosston, G. (2006). “Humpty-Dumpty? Competitive Effects of the AT&T – BellSouth Merger”. *Stanford Institute for Economic Policy Research*.
- “Significant Research Conclusions” (2004). *Black Book – JP Morgan: Quo Vadis?*, páginas 11-19.
- Sipress, A. y Kehaulani, S. (2006). “AT&T Completes BellSouth Takeover”. *The Washington Post*.
- Steele, A., McKinnon, J.D. (2015). “Charter Communication Completes Acquisition of Time Warner Cable”. *The Wall Street Journal*.
- Taub, S. (2014). 'The Morning Brief: Ackman's Pershing Square Wins Big on Actavis-Allergan Deal'. *AR Magazine*, página 2.
- “The New Scale of Economics of Comcast” (2003). *Black Book – U.S. Cable y Satellite Broadcasting: Multi Channel Distribution – Delivering Double Digit Growth*, páginas 145-156.
- Van Arnum, PÁGINA (2009). “Pfizer and Wyeth Begin Operations as a Combined Company”. *Pharmaceutical Technology*, 33, 11, páginas 24-26.

- Varettoni, B. (2014). “Verizon Completes Acquisition of Vodafone’s 45 Percent Indirect Interest in Verizon Wireless”. *Verizon Newsroom*.
- Verizon (2016). “The history of Verizon Communications”. *Verizon Digital Media Services*, páginas 3-5.
- Verizon (2017). “2016 Annual Report”. *verizon.com*, página 9.
- Verizon Communications Inc. (2016). “2015 Annual Report”. *Verizon.com*.
- Vorman, J. (2007). “AT&T Closes \$86 Billion BellSouth deal”. *Thomson Reuters*.