



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS COTIZADAS

Autor: Ignacio Díaz de Bustamante de Chávarri
Director: David Pérez Renovales

MADRID | Junio 2019

Ignacio
Díaz de
Bustamante
De Chávarri

LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS COTIZADAS



RESUMEN

El inicio del segundo milenio se ha caracterizado por el auge de las fusiones y adquisiciones: actualmente este tipo de operaciones se encuentra en sus máximos históricos. En este contexto, nadie parece capaz de poner “filtros” a la actividad frenética que tiene lugar en los mercados: los especialistas del sector, más concretamente los bancos de inversión, elaboran constantemente ejercicios de marketing bajo el pretexto de que el negocio adquirido generará valor para la firma adquirente.

La realidad demuestra que el análisis a posteriori de los resultados de las transacciones es un tema “tabú” en lo que a adquisiciones de empresas cotizadas se refiere. Ante la falta de publicaciones e informes sobre el impacto que genera el negocio adquirido, este estudio se propone arrojar luz sobre la cuestión, analizando los mecanismos adecuados para crear valor y averiguando si éste realmente se crea en la práctica.

PALABRAS CLAVE

Adquisición, cotizada, oferta pública de adquisición, opa, creación de valor, F&A, transacción, operación.

ABSTRACT

The beginning of the second millennium has been characterized by the boom in mergers and acquisitions: this type of operation is currently at an all-time high. In this context, no one seems capable of "filtering" the frantic activity taking place in the markets: specialists in the sector, more specifically investment banks, constantly draw up marketing exercises under the pretext that the acquired business will generate value for the acquiring firm.

Reality shows that the *posteriori* analysis of the transaction results is a "taboo" subject when it comes to acquisitions of listed companies. In the absence of publications and reports on the impact of the acquired business, this study aims to shed light on the issue, analyzing the appropriate mechanisms for creating value and finding out whether it is actually created in practice.

KEY WORDS

Acquisition, quoted, tender offer, take-over bid, value creation, M&A, deal, transaction.

ÍNDICE DE CONTENIDO

RESUMEN.....	I
PALABRAS CLAVE	I
ABSTRACT	II
KEY WORDS.....	II
ÍNDICE DE CONTENIDO.....	III
ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS.....	V
1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. PROPÓSITO DEL TRABAJO	1
1.2. JUSTIFICACIÓN	1
1.3. OBJETIVOS	3
1.4. METODOLOGÍA	3
1.5. CALENDARIO DEL TRABAJO	5
2. ANÁLISIS DEL MERCADO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	6
2.1. CONTEXTO.....	6
2.2. MOTIVOS U OBJETIVOS DE LAS OPERACIONES DE M&A	7
2.3. PREPARACIÓN POR LA COMPAÑÍA ANTE UN PROCESO DE M&A.....	9
2.4. SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO DEL M&A	10
3. ADQUISICIÓN DE UNA COMPAÑÍA.....	12
3.1. MODALIDADES	12
3.2. ADQUISICIÓN VS. FUSIÓN.....	13
3.3. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN	14
3.3.1. VENTAJAS DE LAS OPAS.....	15
3.3.2. TIPOS O CLASES.....	16
3.3.3. GRUPOS DE INTERÉS	19
3.3.4. REGULACIÓN	21
3.3.5. PRECIO.....	21
3.3.6. INFORMACIÓN PARA EL ACCIONISTA	22
4. LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS COTIZADAS.....	23
4.1. ESTADÍSTICAS.....	24
4.2. ¿CÓMO SE CREA VALOR ENTONCES?.....	24
4.2.1. CREACIÓN DE VALOR EN EL BUY-SIDE.....	25

4.2.2.	CREACIÓN DE VALOR EN EL SELL-SIDE.....	26
4.3.	OPA EN SOCIEDADES NO COTIZADAS	27
4.4.	¿CÓMO SE MIDE LA CREACIÓN DE VALOR EN UNA SOCIEDAD COTIZADA?	28
5.	CASOS DE CREACIÓN DE VALOR	30
5.1.	BANKINTER – BARCLAYS	30
5.2.	ENEL – ENDESA.....	36
6.	CASO DE NO CREACIÓN DE VALOR.....	42
6.1.	SABADELL - TSB	42
7.	CONCLUSIONES	48
8.	BIBLIOGRAFÍA	49

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla I. Principales motivos que inducen a los ejecutivos a realizar M&A en España	8
Tabla II. Motivos más rentables para realizar M&A en España	8
Gráfico I. Actividad M&A a nivel mundial (2018)	11
Tabla III. Relación precio pagado – número de operaciones realizadas	12
Tabla IV. Precio y múltiplos Bankinter – Barclays	31
Gráfico II. Cotización de la acción de Bankinter	33
Gráfico III. Financiación del capital en la transacción Bankinter – Barclays	34
Gráfico IV. Cotización de la acción de Endesa	40
Tabla V. Cuenta de resultados Bankinter Portugal 2018 (en m €).....	35
Tabla VI. Beneficio Neto Banco Sabadell 2018 (en m €)	45
Tabla VII. Cuenta de resultados Banco Sabadell ex TSB (en m €)	45
Gráfico V. Cotización de la acción de Banco Sabadell (2 años)	46
Gráfico VI. Cotización de la acción de Banco Sabadell (5 años)	47

1. INTRODUCCIÓN

1.1. PROPÓSITO DEL TRABAJO

El presente trabajo tiene, como propósito general, investigar la creación de valor en las ofertas públicas de adquisición (en adelante, opa) o en las adquisiciones de empresas en general cuando una de las dos, la adquirente o adquirida, es una sociedad cotizada. Esto es, analizar si la adquisición de una empresa, llamada `empresa opada´ o `empresa adquirida´, por parte de otra, llamada `empresa opante´ o `empresa adquirente´ se traduce en un incremento de valor para la segunda y para sus accionistas.

1.2. JUSTIFICACIÓN

ESTADO DE LA CUESTIÓN

El mundo de las fusiones y adquisiciones, en general, y el de las opas, en particular, tienen una gran variedad de razones que las motivan, pero todas ellas comparten un elemento común: un M&A (*Mergers and Acquisitions*, esto es, Fusiones y Adquisiciones en inglés) tiene sentido, cuando consiga el “objetivo principal de toda decisión empresarial: la máxima creación de valor posible” (Mascareñas Pérez-Iñigo, 2011, p. 20)¹. De ahí la motivación que fundamenta la realización de este trabajo: buscamos analizar si este objetivo se cumple de manera real en la práctica.

Las decisiones de los altos dirigentes de las compañías en torno a las transacciones que realizan deberían estudiarse o monitorizarse, ya que los resultados que se obtengan deberán justificar *a posteriori* la realización de la transacción en cuestión. A este respecto, un reciente estudio demuestra que la gran mayoría de los *deals*, tanto en un *buy-side* como en un *sell-side*, “no genera todo el valor que deberían” (PwC-Mergermarket, 2019).

Warren Buffet (Omaha, Nebraska, EEUU, 1930) es uno de los inversores más exitosos de la historia: invierte en empresas que son capaces de generar valor por encima de su valoración en mercado. Como presidente y consejero delegado (en adelante, CEO) de Berkshire Hathaway, todos los años dirige una carta a sus accionistas en la que expone la

¹ Juan Mascareñas Pérez-Iñigo es Catedrático de Economía Financiera de la UCM (Universidad Complutense de Madrid).

evolución de las inversiones del grupo y algunas líneas sobre los principios que inspiran su estrategia inversora. En su carta del año 2018, responde respecto a las dudas que cuestionan las adquisiciones como fórmula para crear valor. Argumenta que suele haber una serie de analistas y asesores (legales, intermediarios financieros, etc.) que incitan a los CEOs de compañías a considerar posibles adquisiciones y, en muchas ocasiones, les convencen. Posteriormente, serán esos mismos asesores quienes se encargarán de proporcionar justificaciones que motiven la transacción, si es que éstas se requieren. Los bancos de inversión suelen tener un interés especial en apoyar este tipo de operaciones, puesto que les reportan unos *fees* muy elevados. Buffet indica de forma elocuente que, salvando las distancias, pedir consejo a los bancos acerca de una posible transacción sería como preguntarle a un peluquero si necesitas un corte de pelo.

Una vez que las operaciones se han llevado a término, previo análisis exhaustivo sobre el nivel de creación de valor del procedimiento es del todo inusual que se lleve a cabo un seguimiento de dichas adquisiciones por parte de los consejos a administración (lo que se denomina “análisis *post-mortems*”), para comprobar si se ha creado valor o no. No obstante, recuerda Buffet, ello debería ser una práctica habitual y obligada en toda empresa (Buffet, 2014).

El presente trabajo versará únicamente sobre empresas cotizadas (públicas) ya que éstas tienen la obligación de reportar resultados, pudiendo de esta manera analizar si verdaderamente se ha creado valor. Si bien es cierto que recientemente ha visto la luz una medida solicitada por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), por la cual las empresas que coticen en la bolsa española podrán dejar de publicar resultados trimestralmente, ello no entorpece esta investigación, puesto que a efectos de nuestro trabajo sólo nos interesan los resultados anuales, que se van a publicar siempre.

MOTIVACIÓN

Mi interés por el mundo financiero, en especial por el de las fusiones y adquisiciones, constituye la principal razón por la que he decidido ampliar y afianzar mis conocimientos sobre las adquisiciones de empresas cotizadas en general y de las opas en particular, que son “uno de los mecanismos normativos particulares de los mercados de renta variable que más atención atraen de los inversores, los analistas y la prensa especializada” ya que

de estas transacciones surge la persona física o jurídica que va a tener el control de, normalmente, grandes sociedades (Aparicio Roqueiro, 2007). Las adquisiciones afectan a un gran número de *stakeholders* o grupos de interés, entre los que se encuentran, los accionistas de ambas empresas implicadas, los acreedores, los clientes, el *management* o equipo directivo y el resto del personal. Es por ello que creo que se trata de un tema lo suficientemente relevante como para poder poner en práctica, no sólo los conceptos estudiados estos cinco años en ICADE y los conocimientos adquiridos en mis prácticas de estos últimos veranos, sino todas las habilidades que he ido adquiriendo a lo largo de mi vida universitaria.

1.3. OBJETIVOS

El objetivo general formulado en el apartado primero como propósito del trabajo, se concreta en los siguientes objetivos secundarios o específicos.

Por un lado, pretendo alcanzar un objetivo puramente teórico, esto es, enmarcar teóricamente las adquisiciones de empresas, estudiando sus distintas características, procedimiento, elementos y tipos para poder así alcanzar un nivel de rigor que nos permita emprender con éxito los objetivos prácticos.

Por otro lado, me propongo ciertos objetivos empíricos como identificar la vía más adecuada para la creación de valor e identificar las variables que influyen en la misma. Asimismo, analizaré el proceso de creación de valor en las adquisiciones de empresas cotizadas, estudiando distintos casos paradigmáticos de éxito y de fracaso.

1.4. METODOLOGÍA

Para lograr las finalidades formuladas en el apartado anterior, el método utilizado ha sido una combinación de técnicas cualitativas y cuantitativas.

En primer lugar, he llevado a cabo una revisión de la literatura, utilizando siempre fuentes primarias. Tras revisarlas, he tratado de describirlas, resumirlas, clarificarlas, integrarlas y adaptarlas teniendo como horizonte la creación de valor de las empresas cotizadas.

Para ello he utilizado un conjunto de más de 20 manuales, facilitados por los servicios de la Biblioteca de la Universidad Pontificia de Comillas; diversos artículos académicos recuperados de bases de datos interdisciplinarias como Google Académico, Dialnet, y la propia plataforma de búsqueda de Comillas, así como de bases de datos especializadas entre las que se encuentran Alimarket, Capital IQ, mergermarket, y Thomson Reuters; periódicos especializados entre los que se encuentran Financial Times, Wall Street Journal, y Expansión; informes y documentación de organismos reguladores como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); y finalmente, datos, presentaciones de resultados y memorias los portales de todas las empresas públicas analizadas.

A partir de la revisión de la literatura, he redactado el marco teórico o conceptual del trabajo, en el que he desarrollado desde el contexto y mercado en el que se enmarcan las ofertas públicas de adquisición – el mercado de las fusiones y adquisiciones – así como los diversos elementos, características, tipos y funciones, entre otros aspectos, de la misma.

Finalmente, he realizado un estudio de caso múltiple, esto es, he investigado de manera sistemática y profunda varios casos de adquisiciones y ofertas públicas de adquisición sobre empresas cotizadas españolas, con el objetivo de averiguar si en dichas adquisiciones se crea o no valor. El estudio se ha realizado concretamente sobre los casos de Bankinter – Barclays, Enel – Endesa, y Sabadell – TSB.

1.5. CALENDARIO DEL TRABAJO

Sept-Dic 2018	Fase preliminar: <ul style="list-style-type: none">- Elección de las líneas generales a tratar, acordando con mi director- Búsqueda de información- Recopilación de fuentes
Enero 2019	Fase de redacción: <ul style="list-style-type: none">- Propósito- Justificación- Objetivos- Metodología- El mercado de las fusiones y las adquisiciones- Adquisición de una compañía
Feb-Mar 2019	Fase de redacción: <ul style="list-style-type: none">- La Oferta Pública de Adquisición- Creación de valor- Estudio de la creación de valor Fase de revisión: <ul style="list-style-type: none">- Redacción enero
Abr-Jun 2019	Fase de redacción: <ul style="list-style-type: none">- Conclusiones- Resumen y <i>abstract</i> Fase de revisión: <ul style="list-style-type: none">- Revisión general del trabajo Entrega final

2. ANÁLISIS DEL MERCADO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

2.1. CONTEXTO

Con frecuencia las fusiones y adquisiciones ocupan un lugar privilegiado en las portadas de las revistas y periódicos económicos y de negocio. Estas noticias de las que somos testigos día tras día, no solo suscitan interés entre especialistas y estudiosos de la economía y de las finanzas, sino que también incumben a políticos, abogados, periodistas empleados y en definitiva a todo aquel a quien dichas operaciones puedan afectar de manera directa o indirecta.

Toda empresa tiene una finalidad básica que gira en torno a la rentabilidad: el objetivo primordial es crear valor para los *stakeholders*, estos son, principalmente los accionistas, pero también a los empleados y clientes. Para alcanzar dicho propósito la empresa puede considerar dos vías u opciones: optimizar la gestión orgánica – esto es, trabajar de forma interna para conseguir los máximos niveles de rentabilidad – o centrarse en su gestión inorgánica – a saber, mediante operaciones de fusión y adquisición –. No obstante, es preciso puntualizar que el objetivo de la adquisición puede ir más allá del puro crecimiento.

En el contexto del crecimiento, una de las razones fundamentales que llevan a los empresarios a optar por el crecimiento inorgánico es que es “sustancialmente (y normalmente) más barato el comprar que el construir” (Saracho Rodríguez de Torres, 1987), aunque no hay unanimidad a este respecto. Otros autores como, por ejemplo, Mascareñas Pérez-Iñigo (2011), sostienen, por el contrario que, a pesar de que los proyectos orientados al crecimiento orgánico se prolongan más en el tiempo, son los menos costosos y están asociados a un riesgo menor. A pesar de la disparidad de opiniones entre los autores, es innegable que multitud de empresas recurren al mercado del M&A con miras a alcanzar una mayor cuota de mercado, eliminar un competidor, generar sinergias de ingresos y/o costes (más ingresos con menos gastos) o incluso para explotar nuevos mercados si el sector en el que operan se ha quedado obsoleto o ha experimentado fuertes caídas. En dichos casos, se requieren operaciones rápidas por parte de las compañías, por lo que el crecimiento inorgánico parece ser la vía óptima para la consecución de sus propósitos (Mascareñas Pérez-Iñigo, 2011).

No obstante, se podría argumentar que en ocasiones las fusiones y adquisiciones responden simplemente a una moda orientada más a salir en los titulares de prensa y por la vanidad de los ejecutivos que a crear valor real para el accionista. Por tanto, para evitar las conductas precipitadas o incluso ansiosas, conviene analizar profundamente las ventajas y desventajas que presentan dichas operaciones en el caso concreto, de forma que se lleven a cabo únicamente cuando reporten un beneficio real para la empresa. En este sentido, es conveniente establecer una serie de filtros y criterios que permitan diferenciar una buena oportunidad de una oportunidad “impuesta” por la presión del mercado, accionistas o la banca de inversión.

2.2. MOTIVOS U OBJETIVOS DE LAS OPERACIONES DE M&A

Las motivaciones que mueven a los directivos a adquirir otras compañías son diversas y responden a distintos objetivos. Entre ellos encontramos la voluntad de crear sinergias, de ganar cuota de mercado, de llevar a cabo una integración vertical o de alcanzar el denominado *cross selling*. Asimismo, las adquisiciones pueden estar orientadas al establecimiento de economías de escala, a la obtención de condiciones fiscales más favorables o a la puesta en marcha de una estrategia de diversificación (Affan, 2017).

De acuerdo con Albarrán Jiménez y Martínez López (2012), podemos encontrar dos grandes clases de sinergias bien diferenciadas: por un lado, sinergias productivas u operativas -que incluyen las economías de escala y las de alcance- y por otro, sinergias financieras -que incluye diversificación, cambios estratégicos, y oportunidades de inversión o de financiación-.

Según Saracho Rodríguez de Torres (1987), las sinergias como tal generalmente no existen, sino que hay que buscarlas y construirlas con vistas a que faciliten y mejoren el proceso post adquisición e integración.

Mascareñas Pérez-Íñigo e Izquierdo Llanes (2000) realizaron un estudio en el que entrevistaron a directivos de diferentes compañías con el objetivo de analizar, por un lado, los motivos por los cuales las empresas españolas ejecutan fusiones y adquisiciones; y por otro, cuales de todos ellos levan asociada una mayor rentabilidad.

A continuación expongo las respuestas ofrecidas por la mayor parte de los entrevistados dispuestas por orden de importancia:

Tabla I. Principales motivos que inducen a los ejecutivos a realizar M&A en España

1. Perseguir el liderazgo del sector
2. Creación de valor para el accionista
3. Aumento o protección de la cuota de mercado
4. La obtención de sinergias operativas
5. El aumento de la rentabilidad
6. La mejora de la gestión de la empresa adquirida
7. La búsqueda de productos/ servicios complementarios

[Fuente: Mascareñas e Izquierdo]

Tabla II. Motivos más rentables para realizar M&A en España

1. Creación de valor para el accionista
2. La mejora de la gestión de la empresa adquirida
3. Aumento o protección de la cuota de mercado
4. El aumento de la rentabilidad
5. La búsqueda de productos/ servicios complementarios
6. Penetrar en nuevos mercados geográficos
7. La obtención de sinergias operativas

[Fuente: Mascareñas e Izquierdo]

Como podemos comprobar, la maximización del valor para el accionista no resulta ser la principal motivación que lleva a las empresas españolas a adquirir otras compañías. Este dato resulta sorprendente puesto que debería ser la razón esencial para realizar este tipo de transacciones. El resto de los objetivos podrían ser vías o medios adecuados, pero siempre secundarios y al servicio de la creación de valor ya que si se alcanzan ciertas metas, pero éstas no se traducen en un incremento de valor para el accionista, los únicos beneficiados resultan ser los directivos a través de sus *bonus* o las comisiones de los bancos de inversión.

2.3. PREPARACIÓN POR LA COMPAÑÍA ANTE UN PROCESO DE M&A

Es preciso que los ejecutivos de cualquier compañía lleven a cabo una reflexión cuidadosa antes de decidir mandar a un banco de inversión para que ejecute una adquisición. Es más, es incluso recomendable que dicho análisis de la situación o período de consideración se produzca antes de contactar siquiera con ese tipo de bancos, para así evitar la tentación del “hacer por hacer”.

Asimismo, debe ser la propia compañía quien establezca un juicio crítico sobre la firma a adquirir, analizándola de manera exhaustiva. Los pasos a seguir según Mascareñas Pérez-Iñigo (2011) para realizar dicho estudio son los siguientes: comprobar si la eventual adquisición de una sociedad tiene cabida dentro de los objetivos empresariales propios, clarificar los criterios que deberán regir a nivel de industria y de finanzas -que serán explicados a continuación- y analizar e investigar las empresas target y objetivo.

El primer paso es puramente estratégico: se trata de dilucidar dónde se encuentra el negocio y de plantearse en qué punto se quiere colocar el mismo en un plazo de 5, 10 o 20 años. La compañía debe concretar los productos a desarrollar y el sector y el mercado en los que quiere estar presente. Asimismo, debe establecer objetivos a lograr en cuanto a cuota de mercado y crecimiento, y decidir cómo se financiará la inversión según el riesgo asociado a las alternativas de financiación.

El segundo paso consiste en establecer los criterios que guiarán la selección de empresas target de forma que encajen con el plan de negocio. Se podrán tener en cuenta, entre otros,

los siguientes parámetros: el país en el que opera la compañía, su equipo directivo o la posible existencia de un porcentaje mínimo o máximo de adquisición. Otras pautas a considerar son los criterios industriales, entre los que se incluyen los subsectores en los que opera la firma y su cuota de mercado; los criterios financieros, a saber, la prima, el tipo de descuento y el tamaño de la inversión; y los criterios tácticos como una hipotética estrategia de defensa ante una posible opa hostil.

2.4.SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO DEL M&A

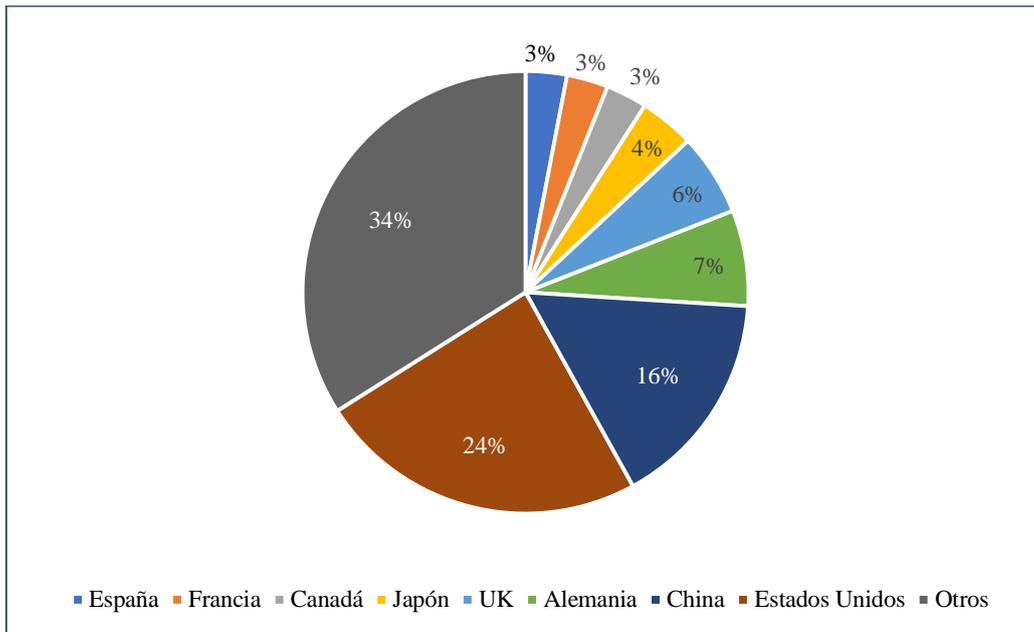
Como se ha advertido al inicio del presente trabajo, la actividad de M&A hoy en día responde a una suerte de “moda”: hay multitud de directivos deseando adquirir empresas para ganar fama y lograr exposición mediática, y grandes bancos de inversión “persiguiendo” constantemente a las compañías para que adquieran y vendan empresas. En consecuencia, este tipo de transacciones está en constante crecimiento y bate récords a un ritmo frenético.

Así lo confirma un artículo del *El Economista* (2018), que afirma que el mercado de las fusiones y adquisiciones sigue “creciendo a niveles récord”. En el escrito se corrobora también que hay buenas expectativas para el sector en los próximos años. Por su parte, los Directores de Citibank y Deloitte creen que la corrección y el exceso de liquidez, junto con la creciente madurez del sector del M&A en nuestro país, están acrecentando el apetito de las operaciones, así como la entrada de inversores extranjeros en España.

Un informe de IMAP Albia Capital (organización global especializada en operaciones `mid-market`) enumera ciertos riesgos que pueden rebajar esta tendencia, como por ejemplo las guerras comerciales de Estados Unidos con China, la inestabilidad política causada por populismos, el Brexit, los desequilibrios de la economía China, así como las dificultades para normalizar la política monetaria, la posible rápida subida de tipos por los bancos centrales, o las capacidades de reacción de estos ante un nuevo entorno de ralentización económica.

La organización también ratifica el éxito que cosecharon este tipo de operaciones corporativas durante el año 2018. Cabe destacar que el país que lideró las fusiones y adquisiciones en el ejercicio pasado fue Estados Unidos, como bien refleja el siguiente cuadro:

Gráfico I. Actividad M&A a nivel mundial (2018)



[Fuente: Elaboración propia, a partir de IMAP Albia Capital (2018)]

Son dos los motivos que fundamentan el apogeo de la actividad del M&A en los años recientes:

1. Recientemente, los mercados han advertido el posible advenimiento de una crisis económica como la que se produjo entre los años 2007 y 2017 en España. Si echamos la vista atrás, observamos que en los ejercicios previos a la recesión, las fusiones y adquisiciones atravesaron un ciclo expansivo, una época de bonanza, para sufrir después fuertes correcciones al remitir la depresión económica. Tal y como afirma un informe de KPMG (2018) publicado en El Confidencial, en el momento presente también estamos presenciando una burbuja en la actividad –tal y como ocurrió, según hemos explicado, en los años previos a la crisis- pero la prosperidad actual tiene “rasgos diferentes que la hacen más sólida de lo que era

antes de la crisis”. Dicho de otro modo, corren tiempos favorables para las fusiones y adquisiciones y ello invita al optimismo.

2. Por otro lado, el crecimiento de la actividad de M&A lleva aparejado una mayor dificultad para generar valor a partir de los precios de adquisición pagados, puesto que los múltiplos son cada vez más altos.

En la siguiente tabla podemos apreciar que a mayor número de operaciones realizadas, el múltiplo EV/EBITDA pagado es mayor:

Tabla III. Relación precio pagado – número de operaciones realizadas

Año	# Operaciones realizadas	Media múltiplo EV/EBITDA pagado
2012	1,081	10.17
2013	957	9.68
2014	1,179	11.92
2015	1,204	10.51
2016	1,212	11.53
2017	1,302	12.00

[Fuente: Elaboración propia, a partir de Thomson Reuters]

3. ADQUISICIÓN DE UNA COMPAÑÍA

3.1. MODALIDADES

A continuación, vamos a estudiar las diversas formas en las que pueden llevarse a cabo las operaciones de M&A y sus vías de materialización. Para ello, nos vamos a ayudar de lo que establecen los profesores Ocaña Pérez de Tudela y Peña Sánchez de Rivera, (1992).

Por un lado, las transacciones de M&A pueden hacerse a través de ofertas públicas de adquisición o compras y fusiones pactadas al margen del mercado de capitales. Por otro lado, las posibles modalidades de ejecución son: por fusión, adquisición por absorción y adquisición por integración.

Las operaciones más habituales en el mercado de “control de empresas” son, según Fernandez y Bonet (1989), las fusiones, las OPAS, y las *proxy contests* –que se dan cuando un grupo de accionistas se unen para ganar un voto corporativo-. El denominado Leveraged Buy Out (en adelante, LBO) y el Management Buy Out (en adelante, MBO) o compras “apalancadas” pueden ser consideradas también dos operaciones “tipo” en el marco de las adquisiciones.

Se puede adquirir una empresa con vistas a fusionarla con la propia compañía adquirente o a ser absorbida por ésta. Es preciso puntualizar que la fusión también puede producirse con otra firma distinta a la adquirente.

3.2. ADQUISICIÓN VS. FUSIÓN

La fusión se define como “proceso de concentración empresarial por virtud del cual dos o más sociedades se extinguen sin liquidación previa de sus patrimonios, que se transmiten en bloque a una sociedad”, pudiendo ser alguna de las anteriores, esto es, fusión por absorción, o una de nueva creación, esto es, fusión por constitución de nueva sociedad (Esteban Ramos, 2017, p.47).

En una adquisición se puede lanzar una oferta, amistosa o no, a la empresa adquirida, habiendo hablado o negociado con los principales accionistas y/o con los directivos sobre el precio, las condiciones de la compra, cómo se quedará la empresa tras la adquisición (esto son los *social issues*: donde se localizarán los *headquarters*, quien formará el consejo de administración, quién se quedará como CEO, etc), entre otras, o sin haberlo hecho (lo que se conoce como opa hostil o no deseada).

Si al final se adquiere la empresa, se puede mantener esta como una empresa filial o se puede fusionar con la empresa adquirente, o con otra compañía. Es decir, el carácter de las fusiones y adquisiciones es distinto, primeramente porque la adquisición tiene la posibilidad de desarrollarse a través de una fusión o a través de una compraventa, que puede ser de activos o acciones o participaciones de una o varias sociedades; mientras que la fusión necesariamente debe implicar varias sociedades. Seguidamente, porque una adquisición puede no implicar una fusión, al igual que una fusión tampoco tiene por qué conllevar una adquisición (Albarrán Jiménez y Martínez López, 2012).

3.3.LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

Dentro del amplio abanico del mundo de las fusiones y adquisiciones, nos podemos encontrar con el importante papel de los bancos de inversión, que se dedican tanto a dar servicios de finanzas corporativas, como de asesoramiento financiero y deuda.

Bajo los servicios de finanzas corporativas se encuentran: las fusiones y adquisiciones propiamente dichas, la gestión del valor, y el mercado de capitales, siendo en este mercado en el que se enmarcan las ofertas públicas de adquisición (Mascareñas, 2011).

Jaime Zurita Sáenz de Navarete, doctor en Derecho, catedrático de Derecho Mercantil establece que la opa es una técnica mediante la cual una o varias personas anuncian de manera pública a todos los shareholders que adquirirán sus valores mobiliarios (acciones) a un precio, que normalmente será superior al del mercado (Zurita y Saenz de Navarrete 1980), con el objetivo de obtener el control de la empresa. En otras palabras, una opa es “una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas”, a cambio de una contraprestación (CNMV, 2018).

Por tanto, las notas conceptuales de la opa son el carácter de publicidad y generalidad, y la finalidad de control con carácter general; y tiene diversos elementos, unos de carácter objetivo y otros de carácter formal. Por un lado, los elementos objetivos: valores y número máximo y mínimo a los que se dirige la oferta, la contraprestación ofrecida (esto es, acciones o dinero), y las garantías ofrecidas para la liquidación de la oferta. Por otro lado, los elementos formales: plazo de aceptación, forma y tiempo en que se entrega la contraprestación, y el establecimiento de la distribución de los gastos de aceptación y liquidación (Fernández Canto, Agra Lorenzo y Agrafojo Moas, 2002).

Si la oferta se canaliza a todos los accionistas de la sociedad afectada, proponiéndoles adquirir sus valores a un determinado precio, puede afirmarse que la opa tendría naturaleza contractual que, de acuerdo con la legislación española, y concretamente con el Código Civil, será de compraventa si la contraprestación es en dinero, de permuta si son otros títulos y, en caso de que sea mixta, habrá de estar a la voluntad de las partes. A

falta de ella, será permuta si la cosa dada en acciones excede al metálico (Zurita y Saenz de Navarrete, 1980, p.223).

Otros términos frecuentemente leídos en los medios de comunicación para referirse a las opas son los ingleses “take-over bid”, “take-over offer”, y “tender-offer” (utilizada en Estados Unidos), así como los franceses “opa” y “ope”.

3.3.1. VENTAJAS DE LAS OPAS

Resulta evidente entender que las opas reporten muchas ventajas tanto para la empresa ‘opante’ como para la empresa ‘opada’, así como todos los *stakeholders* de ambas empresas.

Rodriguez Sastre (1975) señala las siguientes:

1. Impiden, al obligar a lanzar una opa, que no se pueda adquirir, mediante la sucesiva compra de acciones, una participación de control de la empresa sin que lo sepan los administradores y accionistas, mayoritarios y minoritarios;
2. Protegen los intereses de los accionistas minoritarios, al obligar que se les oferte la adquisición de sus acciones en las mismas condiciones de publicidad y precio que los mayoritarios;
3. A través de la opa se protege a los accionistas de una posible fuerte depreciación de sus acciones en función de la futura evolución de la empresa adquirida y de la liquidez de sus acciones en bolsa;
4. El riesgo o posibilidad de una opa puede llegar a inquietar a los consejeros y poner en duda la gestión de los dirigentes, implicando una mayor involucración de éstos, aunque, como ya hemos desarrollado, esto puede ser perjudicial en tanto en cuanto luchan por sus posiciones y puestos de trabajo más allá de lo que pueda ser mejor para la compañía a la que aconsejan o que dirigen y para los intereses de sus accionistas;

5. Son un medio rápido y eficaz de llevar a cabo concentraciones o agrupaciones de empresas.

3.3.2. TIPOS O CLASES

Hay una infinidad de clasificaciones de las opas, que atienden a distintas características. Las enumeraremos y explicaremos brevemente ya que la creación de valor se consigue no sólo si se ha creado valor para los accionistas, sino que ese valor se ha conseguido a través de los objetivos instrumentales de la opa, estos son, la ampliación de mercados, de sinergias, la diversificación de actividades y mercados...que responden a distintas clases de opas.

A continuación, desarrollaremos la clasificación que utilizan Fernández Canto, Agra Lorenzo y Agrafojo Moas (2002).

a. Atendiendo a la forma de pago de la contraprestación

Como hemos visto anteriormente, al analizar la naturaleza jurídica de la opa, la contraprestación puede darse en dinero, títulos, o de manera mixta. La forma más habitual de realizar la contraprestación es en efectivo, y así es obligatoria en las opas de exclusión (CNMV, 2018), que veremos a continuación.

La opa con contrapartida en dinero en Europa Continental se conoce como oferta pública de compra. La opa con contrapartida en títulos se puede dar en obligaciones o acciones de otra sociedad o de una filial, aunque normalmente el canje suele ser en títulos de la propia empresa opante. En cuanto a la forma mixta, conviene señalar que el dinero y los títulos se pueden ofrecer no solo de manera conjunta, sino además alternativamente (Zurita y Saenz de Navarrete, 1980).

b. Atendiendo a la finalidad perseguida

En función de los objetivos del oferente, podemos distinguir:

- La opa “por toma de control”, que es aquella que tiene por finalidad, una vez tiene la empresa opante el control de la opada, dar la opción a los accionistas de esta última, de vender sus valores a un precio equitativo (CNMV, 2018). Si bien es su

finalidad más común, no podemos olvidar la opa para “reforzar el control”, que, según Zurita y Saenz de Navarrete (1980), tiene la intencionalidad de incrementar el porcentaje de participación en la sociedad adquirida, protegiendo así el control sobre la misma.

- La opa “de exclusión”, que es aquella que tiene por finalidad dar la posibilidad a los accionistas a vender sus valores antes de que la empresa deje de cotizar (CNMV, 2018). Según BBVA (2015) se trata de un caso relevante, puesto que se pierde la principal ventaja del inversor, esta es, la liquidez y que sus acciones sean fácilmente transmisibles.

- La opa “competidora”, que es aquella en la cual la oferta se realiza sobre valores ante los cuales ya se ha formulado una opa, que está en vigor y no se ha cerrado aún su plazo de aceptación (CNMV, 2018). Normalmente, la segunda empresa ofrece un mayor precio (BBVA, 2015) y/o unas condiciones de pago más favorables (por ejemplo, el 100% en efectivo). Esta opa también es conocida como “tácita”, que, si bien puede conllevar la ganancia de ciertas plusvalías mediante la adquisición de acciones con el objetivo de provocar a otra sociedad para que realice una contra-opa, y así obtener una ganancia al vender las acciones al precio de la contra-opa, superior al de la opa original, se corre el riesgo de que la principal empresa adquirente no prosiga en la opa. Esto traería consigo el tener que quedarse con las acciones compradas y con la obligación de comprar el resto en las condiciones de la opa formulada.

Enumeramos otros tipos que son menos conocidos, que proponen los autores Fernández Canto *et al* (2002):

- La opa “estratégica”
- La opa para diversificación
- La opa “sinérgica”
- La opa “en busca de imagen”

c. Atendiendo a la legislación

Una de las clasificaciones de opas más frecuentes en la práctica es la siguiente:

- La opa “obligatoria”, que es aquella que se lanza de acuerdo con la ley para determinados casos, ya sea por la toma de control, la exclusión, o la reducción de capital, debiendo lanzar la opa por el 100% de las acciones, por un precio equitativo y sin condiciones (CNMV, 2018), siendo sólo obligatoria para las sociedades cotizadas.
- La “opa voluntaria”, que, a diferencia de la obligatoria, no tienen ningún requisito legal en cuanto a precio, número de acciones, o condiciones (CNMV, 2018).
- La “opa sobrevenida”, que se da en casos de reducción de capital si un accionista pasa a tener una participación mayor de la legalmente establecida, pero si bien no quedará obligado a formularla, si quedará obligado a no comprar nuevas acciones ni derechos sobre estas, salvo que quiera incrementar su participación de control, aunque sea mínimamente (Fernández Canto, Agra Lorenzo y Agrafojo Moas, 2002).

De acuerdo con los autores Fernández Canto, Agra Lorenzo y Agrafojo Moas (2002), existen otro tipo de opas que podríamos enmarcar en este apartado, como son la opa “por adquisición indirecta”, que es aquella que se produce al pasar a tener control (mediante una fusión o una adquisición) de una sociedad con derechos de la afectada; así como la opa “por modificación de los estatutos”, que es aquella que se da obligatoriamente por ley cuando se tenga más del 50 por ciento de una cotizada y se quiera cambiar sus estatutos.

d. Atendiendo a la posición del Consejo de Administración de la sociedad opada

En función de la posición del Consejo de Administración de la sociedad opada, distinguimos entre:

- La opa “amistosa”, que es aquella oferta hecha con acuerdo previo de la sociedad oferente y los administradores (Zurita y Saenz de Navarrete, 1980) o accionistas

preferentes (CNMV, 2018). Las justificaciones que hay detrás de este tipo de opa pueden ser muy diferentes, desde adquirir tamaño, hasta ser eficientes en costes (Fernández Canto, Agra Lorenzo y Agrafojo Moas, 2002).

- La opa “hostil”, que es aquella oferta sin previo acuerdo con los administradores de la sociedad `opada`, y que tiene cierto carácter de hostilidad (Zurita y Saenz de Navarrete, 1980), si bien esta denominación no impide que haya cierto interés para los accionistas (CNMV, 2018). Sin embargo, la opinión de David Pérez Renovales es que, en España, este tipo de opas no suelen progresar, o al menos así ha ocurrido históricamente, puesto que casi todas se rechazan o se terminan transformando en opas acordadas o amistosas, o aparecen contra-opas u opas competidoras por parte de compañías afines a la opada (los denominados “caballeros blancos”). De acuerdo con Fernández Canto, Agra Lorenzo y Agrafojo Moas (2002), en este tipo de opa aumenta la volatilidad de las acciones de las empresas involucradas, y es la opa que más repercusión tiene en los periódicos.

3.3.3. GRUPOS DE INTERÉS

En una opa, como señalamos al principio del trabajo, hay dos partes fundamentales, la empresa `opante` y la empresa `opada`. En el caso de las adquisiciones en general, la empresa `adquirente` y la empresa `adquirida`.

Siendo la opa o adquisición planteada por un lado, y aceptada por otro, distinguimos un grupo que presenta o que propone, y los accionistas que la aceptan o rechazan. En el caso concreto de las opas, Fernández Canto, Agra Lorenzo y Agrafojo Moas (2002) establecen que habrá como mínimo dos sociedades, aquella que lanza la opa, y aquella a la que la primera quiere comprar sus acciones.

El fundamento de este apartado es que, además de las dos partes directamente involucradas, tenemos todo un entorno afectado por esta adquisición.

Gallego (2013) propone tres grupos que ante el lanzamiento de una OPA, tienen intereses en juego:

i. Acreedores, proveedores y trabajadores

Tras la formulación de una opa, estos tres sujetos experimentan una situación similar, ya que en un principio quedan subordinadas al arbitrio del adquirente del control societario. La cesión de acciones no se trata de una cesión de bienes sociales. Zurita (1980) explica que si confundimos estos dos términos estaríamos mezclando el término capital social con patrimonio social. Como consecuencia de la opa puede haber una nueva política en cuanto a la deuda y riesgos, que condicione a la sociedad opada, deudora de las obligaciones, a hacer frente a sus pagos, y en consecuencia que los acreedores queden satisfechos de las deudas.

En cuanto a los proveedores, estos dependen también en gran medida de la política comercial que pueda resultar de la opa, al igual que los trabajadores, que también quedan supeditados a la estrategia del adquirente, ya que es muy habitual que tras una opa se ajusten estructuras, para evitar duplicidades y con ello se cierren filiales y se supriman puestos de trabajo, pues uno de los objetivos de las fusiones y adquisiciones es conseguir mejoras de eficiencia y productividad, economías de escala y sinergias de ingresos y costes. Como caso ilustrativo de los intereses de los trabajadores, podemos citar los rumores de la fusión de Deutsche Bank con Commerzbank, en la que el sindicato Ver.di (sindicato alemán del sector servicios) ha prevenido de la destrucción de unos 40.000 puestos de trabajo, razón por la cual ambas plantillas intentarán que no salga adelante la fusión (EFE, 2019).

ii. Accionistas

Todos los accionistas, tanto los que ostentan el bloque de control como los minoritarios, tienen un enorme interés en el pleno desarrollo efectivo de la actividad de la empresa. Esto es en tanto que mayores beneficios de la compañía pueden suponer un mayor reparto de dividendos, si bien no podemos negar que los socios con mayor control pueden influir en mayor medida al mejor desarrollo de la empresa, debido a su derecho de voto.

iii. Miembros del órgano de administración y altos directivos

Siempre hay un interés personal de los miembros del órgano de administración y directivos de la empresa opada, que puede no coincidir con los intereses ajenos de la empresa a la que representan teniendo especial relevancia la naturaleza de la opa. Si la

opa se formula fundamentándose en la creencia del oferente de que la empresa opada está siendo mal gestionada por el equipo gestor o que, al menos, la gestión es mejorable, no dudará en renovar la cúpula colocando a personas de su confianza, suponiendo una amenaza para los cargos de los administradores y directivos de la empresa opada, que lucharán por mantener sus posiciones, con el peligro que conlleva para los intereses de la sociedad a la que representan, la opada. Sin embargo, otro escenario completamente distinto sería que el oferente estuviese interesado en activos concretos, o en la búsqueda de sinergias, en la que el equipo gestor de la empresa opada no fuese cuestionado y, por tanto, no tuviesen preocupación en sus intereses personales, facilitando así el éxito de la opa.

3.3.4. REGULACIÓN

En España, las opas se regulan en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, así como en el capítulo noveno (artículos 128 y ss.) del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

A nivel europeo, las opas se regulan mediante la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a las ofertas públicas de adquisición, que fue publicada en el Boletín Oficial del Estado el 13 de abril de 2007 y que entró en vigor el 13 de agosto del mismo año. El objetivo de esta Directiva se sustentaba sobre el deseo de homogeneizar la regulación existente en la Unión Europea.

3.3.5. PRECIO

Según el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y el artículo 130 del Real Decreto 4/2015, el precio debe ser equitativo. Se entiende que este requisito se cumple cuando el precio no es “inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta”.

Conviene primeramente diferenciar precio de valor. Así lo hace Jrab (1997, pág. 54), que establece que por valor se entiende “la cualidad convencional del objeto consecuencia de un cálculo o peritación”, mientras que el precio es lo efectivamente pagado “consecuencia

de una transacción o cotización bursátil”, pudiendo ocurrir que el precio sea mucho mayor que el valor razonable. En palabras de Córdoba (2003, pág. 82), el valor es “la evaluación objetiva de lo que vale la empresa”, mientras que el precio es “la cantidad que finalmente acuerdan comprador y vendedor para efectuar la transacción”.

Tal y como establece Córdoba (2003), el precio es libre, salvo en el caso de la opa de exclusión, y debe estar referido al valor de las acciones. De acuerdo con el autor, el precio muchas veces encuentra su fundamento en criterios políticos más que en criterios económicos, con lo que incorpora un elemento de subjetividad.

La fijación del precio depende del tipo de operación, las motivaciones de las partes, y la cantidad de acciones involucradas en la operación (Jrab, 1997). Según el autor, el precio oscilará según el tipo de operación: en empresas en dificultades las cifras serán bajas, mientras que en el caso de las opas serán muy elevadas. Además, en el caso de las opas la motivación del vendedor suele ser débil, y la del comprador fuerte, por lo que las circunstancias propician la fijación de un precio muy alto.

Cuando una empresa adquiere otra mediante una opa, deberá pagar una prima de control, además del valor del mercado de las acciones, por hacerse con el control de la compañía, esto es, por la posibilidad de influir en las decisiones empresariales (Mascareñas, 2011).

3.3.6. INFORMACIÓN PARA EL ACCIONISTA

Cuando se lanza una opa, la empresa adquirente tiene la obligación de elaborar y preparar una documentación en la CNMV para que todos los accionistas puedan tener acceso a toda la información relevante sobre las condiciones de la compra.

Según la CNMV (2018), el accionista puede consultar la siguiente información en su página web, o en las de la sociedad opada y oferente, así como en domicilio social de este último:

1. Folleto de la opa
2. Anuncio de la opa
3. Informe del Consejo de Administración de la sociedad opada
4. Hechos relevantes

4. LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS COTIZADAS

Hay quienes defienden las adquisiciones argumentando que las empresas `opadas` o `adquiridas` conseguirán alcanzar un mayor valor debido, entre otros, a los siguientes factores: sinergias operativas y financieras, relevo de directivos y gestores ineficaces - poniendo en su lugar a otros que velarán por una mejor gestión y desarrollo de la empresa, al tener probablemente mayores conocimientos de la compañía y del sector-, desarrollo o ampliación de mercados; eliminación de un competidor, etc.

Por otro lado, hay quienes sostienen que las adquisiciones y, en concreto, las opas, pueden “convertirse en mecanismos perversos” ya que el interés del inversor u oferente puede ser especular, buscando su propio beneficio, con el peligro de perjudicar a trabajadores, accionistas y acreedores de la sociedad `opada`. Además, en este tipo de adquisiciones, las empresas `adquiridas` u `opadas` corren el riesgo de que los gestores, tratando de “cubrirse las espaldas”, para no perder sus puestos de trabajo, ejecuten técnicas `anti-opa` que perjudiquen a la empresa, buscando sólo sus propios intereses (Fernández Canto, Agra Lorenzo, y Agrafojo Moas, 2002, pág.119).

Los *dealmakers*, son principalmente directivos de desarrollo corporativo de empresas y banqueros de inversión, entre otros, que se encargan de cerrar transacciones. Estos profesionales conviven con la presión de conseguir el mayor número y volumen de *deals* o transacciones posibles, para así poder beneficiarse del proceso de extracción de valor (PwC-Mergermarket, 2019).

Aunque los *dealmakers* piensen o defiendan que se maximiza el valor de sus adquisiciones y desinversiones, la realidad es que esto no es siempre así. De acuerdo con Malcolm Lloyd, Global Deals Leader de PwC, el secreto de la rentabilidad y el éxito de las transacciones reside en que la creación de valor se tenga como objetivo desde el mismo inicio de la transacción. El directivo explica cómo el estudio demuestra que aquéllos que proceden de esta manera en lugar de creer que dicho propósito cobrará importancia de forma natural a lo largo del procedimiento, tienen un mejor `track record` de maximización de valor en las transacciones (PwC-Mergermarket, 2019).

4.1. ESTADÍSTICAS

En 2018 se realizó una encuesta a 6.000 altos ejecutivos del mundo de la empresa, a partir del cual se escribió este informe de PwC-Mergermarket (2019), del que destaco los siguientes datos en cuanto a los compradores:

1. Aquellos que priorizaban la creación de valor desde el inicio (que es el secreto antes señalado de Malcolm Lloyd), superaron a sus competidores, en un 14%, de media en 24 meses después del cierre de la transacción.
2. Mientras que un 34% afirmaron que la creación de valor era una prioridad desde el cierre de la transacción, un 66% confirma a posteriori que debería haber sido una prioridad.
3. Aquéllos que crearon un valor significativo en su última transacción, confirman mayoritariamente (86%) que la adquisición era parte de una estrategia -no simplemente oportunista- y que habían invertido como mínimo un 6% del valor de la transacción en hacer la integración.

De estos tres puntos podemos concluir que actuar desde el momento inicial dando la relevancia que merece a la creación de valor, proceder conforme a una estrategia e invertir en integración, son puntos claves para el éxito de la maniobra.

Estas conclusiones se confirman a la luz de los datos aportados por el informe de PwC-Mergermarket (201) ya que un 63%, 70% y 79% de los adquirentes que perdieron valor, carecían de planes en cuanto a tecnología, sinergias, e integraciones.

4.2. ¿CÓMO SE CREA VALOR ENTONCES?

Dentro de las diversas recomendaciones para crear valor, podemos destacar dos que resultan ser fundamentales. Por un lado, conviene hacer un profundo trabajo previo a la transacción y, por otro, tal y como establece el informe de PwC-Mergermarket (2019), es preciso asegurar que la estrategia de M&A que se pretende llevar a cabo es coherente con la estrategia del negocio de la compañía. En cierto modo ambos están relacionados, ya que para poder asegurar lo segundo se necesita el mencionado trabajo previo del primer

punto. En palabras recogidas en el informe de Bob Saada, Deals Leader de PwC Estados Unidos, las transacciones que crean valor no suceden por accidente, sino que son el resultado de una inversión meditada en cuanto a la estrategia, evitando cerrar transacciones por el hecho de que las compañías estén disponibles para comprarlas.

A continuación, vamos a distinguir entre la creación de valor en el lado del comprador y la creación de valor en el lado del vendedor.

4.2.1. CREACIÓN DE VALOR EN EL BUY-SIDE

Para crear valor desde el punto de vista del comprador, el informe de PwC-Mergermarket (2019) establece siete pautas que es conveniente cumplir:

1. Tener clara la estrategia de M&A que se quiere llevar a cabo, entendiendo en qué puntos puede la empresa crecer, y para ello revisar constantemente las oportunidades de mercado que cuadren con la estrategia. Este punto es importante para no caer en la tentación de comprar por puro oportunismo, como hicieron una cuarta parte de los entrevistados a los que hace referencia el informe PwC-Mergermarket (2019).
2. Aunque ya lo hemos señalado anteriormente, poner el foco y priorizar la creación del valor desde el principio y evitar, al mismo tiempo, dar una importancia excesiva a cuestiones erróneas que destruyan valor.
3. Llevar un intenso y cuidadoso proceso de *due diligence*, para poder validar si realmente la empresa *target* encaja y cuadra con nuestras hipótesis previas. Esto se recoge en las palabras de Marissa Thomas, Deals Leader de PwC Reino Unido, que afirma que los compradores inteligentes están haciendo un esfuerzo por examinar las oportunidades de creación de valor en profundidad. El informe hace especial hincapié en la *due diligence* tecnológica.
4. Estar preparado para llevar a cabo la compra, y como enuncia acertadamente otro alto ejecutivo de PwC, Hein Marais, ya no vale con los tradicionales planes a 100 días post-adquisición, sino que hay que empezar a hacer planes pre-adquisición.

5. Invertir los recursos necesarios para asegurar una plena integración ya que, aunque pueda parecer una medida natural y evidente la encuesta evidencia que no todas las compañías lo cumplen.
6. Cuidar al equipo o, mejor dicho, a los dos equipos, ya que la pretensión de fusionar culturas distintas y maneras de trabajar dispares supone todo un reto nada fácil de alcanzar. Para hacerlo posible, hay que anticiparse a la integración, motivar a los empleados de ambas partes, e incentivarles, tratando de cuidar mucho la comunicación.
7. No olvidar las oportunidades de crear valor a través de una nueva estructura o estrategia de impuestos, ya que al adquirir se podrá reexaminar el ámbito fiscal. Por otro lado, cobran especial interés los aspectos legales, ya que puede ocurrir que las filiales de la empresa estén sometidas a distintas jurisdicciones y que convenga potenciar aquéllas que resulten más favorables o beneficiosas para la compañía.

4.2.2. CREACIÓN DE VALOR EN EL SELL-SIDE

Tal y como expone el informe PwC-Mergermarket (2019), e igual que ocurre con las inversiones o adquisiciones, toda reorganización debe crear o añadir valor, esto es, toda desinversión tiene potencial, siguiendo la estrategia correcta, de crear valor. Según los resultados de la encuesta, menos de la mitad de los ejecutivos entrevistados confirman que su última desinversión no generó valor en comparación con el valor que hubiese creado en caso de no haber vendido ese negocio.

El informe establece seis puntos para crear valor desde el punto de vista del vendedor:

1. Crear un plan de desinversión, estando preparada la parte vendedora para contestar cualquier pregunta que le pudiese hacer un posible comprador.
2. Esforzarse por hacer una *due dilligence* de venta. Según los resultados publicados en el informe de PwC-Mergermarket (2019), alrededor de la mitad de los directivos encuestados afirman que no llevaron a cabo esta *due dilligence*.

3. Ir más allá de la pura desinversión, esto es, intentar invertir más allá de lo necesario para el desarrollo normal del negocio, ya que esto no solo atraerá a más inversores, sino que se creará valor.
4. Basarse en la experiencia, en palabras de Bob Saada, los mejores vendedores son los que más veces han llevado a cabo una desinversión. Por lo tanto, y sabiendo que una falta de experiencia se puede llegar a traducir en una pérdida de valor, habrá que contar con un equipo experimentado o que se inspire en terceros que tengan práctica en el asunto.
5. Buscar que tus mejores empleados se encarguen de maximizar el valor en aquella rama del negocio que pretendes vender, evitando así no solo perder valor, sino perder posibles compradores, porque, tal y como enuncia Malcolm Lloyd, la primera cosa en la que se fija un inversor es en el equipo gestor de la compañía, por lo que éstos deben ser buenos profesionales, motivados e incentivados.
6. No podemos olvidar la complejidad legal que hay en que las separaciones de cierta unidad de negocio respecto al principal. Conviene definir en términos exactos lo que se vende, y examinar una estructura legal.

Por tanto, es fundamental responder a las siguientes preguntas antes de vender el proyecto empresarial en propiedad o gestión: ¿está bien pagado? ¿es suficientemente buena la oferta?, o ¿hay alguna oferta mejor?.

4.3. OPA EN SOCIEDADES NO COTIZADAS

Conviene dedicar un brevísimo apartado previo a las opas sobre sociedades anónimas no cotizadas.

Por simplicidad, solo nos referimos a las sociedades anónimas no cotizadas. Dentro de éstas se encuentran, según Otero Lastres (1994), la sociedad anónima `cotizable`, la gran sociedad anónima, así como la mediana sociedad anónima.

Para adquirir el control de una sociedad anónima no cotizada existen diversos métodos. En primer lugar, la compra “al goteo”, que se basa en adquirir acciones poco a poco hasta llegar a adquirir un paquete que permita controlar la sociedad. En segundo lugar, la compra directa del paquete de control al accionista o grupo de accionistas que lo tengan.

Finalmente, la opa, que tiene ciertas ventajas tanto para el adquirente: si no llega a la obtención de todos los títulos que deseaba, no estará obligado a adquirir ninguna acción, además de suponerle un menor coste de la operación frente a la compra directa, ya que muchas veces evitarás así pagar un excesivo sobreprecio por el control; así como para los accionistas, que encontrarán en la opa el trato más paritario y justo, si bien se requiere en este caso que no haya una mayoría cohesionada, esto es, la gran y la mediana sociedad anónima señaladas anteriormente (Otero Lastres, 1994).

4.4. ¿CÓMO SE MIDE LA CREACIÓN DE VALOR EN UNA SOCIEDAD COTIZADA?

Hay dos formas de medir la creación de valor en una opa sobre una sociedad cotizada. Por un lado, por beneficios; por otro, por capitalización bursátil. En ambos casos, si dividimos el valor creado entre el número de acciones, las formas de medir serán BPA (beneficio por acción) y precio por acción. Así, la creación de valor estará medida o valorada por el mercado, que puede equivocarse, pero con mucha menos probabilidad de aquellos directivos que piensan y ejecutan dichas adquisiciones (Mascareñas Pérez-Iñigo, 2011).

El mismo catedrático propone que, siendo una adquisición una decisión empresarial, y al tener éstas que aspirar a incrementar el valor económico de la empresa éticamente, una opa deberá realizarse única y exclusivamente cuando haya certeras expectativas de que esta otorgará un mayor valor para las empresas afectadas por ella. Además, distingue dos patrones en cuanto a la creación de valor: por un lado, que una adquisición genera más valor si hay varios adquirentes y, por otro lado, que, si el M&A se da en el mismo sector, probablemente se genere más valor que si se pretende diversificar e involucrar a varias industrias, ya que la probabilidad de encontrar sinergias, entre otras cosas, será mucho mayor.

El universo de candidatos de una operación de M&A incluye potenciales adquirentes estratégicos o industriales, así como los financieros. La adjudicación a uno u otro comprador por parte de la parte *sell-side*, tendrá consecuentemente unos efectos. Será normalmente más fácil crear valor, tal y como hemos señalado anteriormente, cuanto mayores sinergias se puedan encontrar.

Para ver si realmente se crea valor, estudiaremos unos casos de opas o adquisiciones por empresas que cotizan en España, analizando cuanto valía la empresa antes de la compra, y cuánto después; a la vez que realizaremos un análisis de los beneficios que genera y distribuye.

5. CASOS DE CREACIÓN DE VALOR

5.1. BANKINTER – BARCLAYS

Partes

Las partes que intervinieron en la transacción fueron:

- Bankinter, S.A., banco comercial que cotiza en el Ibex 35 y que ofrece servicios de fondos de inversión y de pensiones, leasing, intermediación de valores y servicios de intermediación (Mergermarket, Deal Barclays Portugal - Bankinter, 2016).
- Bankinter Seguros de Vida es una sociedad controlada a partes iguales por Bankinter y Mapfre (Bankinter, Sala de Comunicación, 2015).
- Barclays Bank PLC, grupo bancario de más de 325 años de historia, cotiza en el London Stock Exchange, opera en más de 50 países y su actividad fundamental es prestar servicios financieros, teniendo negocios de banca personal, privada, corporativa, y de inversión, así como tarjetas de crédito (Bankinter, Sala de Comunicación, 2015).

Por otro lado, como asesores de Bankinter estuvieron (Mergermarket, Deal Barclays Portugal - Bankinter, 2016):

- Como asesor financiero, Deloitte.
- Como abogado, Uría Menéndez.

Finalmente, como asesores de Barclays (Mergermarket, Deal Barclays Portugal - Bankinter, 2016):

- Como asesor financiero, BNP Paribas.
- Como contable, EY.

- Como abogado, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP.

Detalles de la operación

Dentro de los detalles de la operación podemos encontrar:

- **Perímetro de la transacción:** las operaciones de banca comercial de Barclays en Portugal (Retail & Wealth), así como su negocio de seguros de vida y pensiones, también en Portugal. El negocio de Retail & Wealth Portugal incluye banca minorista, banca privada y banca de empresas, pero no incluye banca de inversión ni su negocio de tarjetas de crédito (Bankinter, Acquisition of Retail operations of Barclays Portugal, 2015).
- **Precio y múltiplos de la transacción:** como vemos en la tabla a continuación, el negocio de Retail & Wealth se compró por debajo del valor en libros.

Tabla IV. Precio y múltiplos Bankinter – Barclays

NEGOCIO	PRECIO	MÚLTIPLO
Retail & Wealth	100m €	P/BV 0.4x
Seguros y pensiones	75m €	PER 2014 5.9x

[Fuente: Elaboración propia, a partir de Bankinter, Acquisition of Retail operations of Barclays Portugal (2015)]

- **Fecha de la transacción:** se anunció el día 2 de septiembre de 2015 y la transacción se completó el 1 de abril de 2016, de acuerdo con Mergermarket (2016).
- **Rationale de Barclays:** seguir su estrategia de desinvertir sus activos no estratégicos con el objetivo de ofrecer retornos sostenibles para sus accionistas. Después de la adquisición, Barclays en Portugal continuará dando servicios de

banca de inversión, así como de Barclaycard (Mergermarket, Deal Barclays Portugal - Bankinter, 2016).

- *Rationale* de Bankinter: la operación permite a Bankinter expandirse a Portugal con unos activos que encajan perfectamente con su estrategia, dado que Barclays tiene una fuerte presencia en las zonas más ricas del país luso y una plataforma que permite un futuro crecimiento orgánico. Por otro lado, la adquisición del negocio de los seguros refuerza la alianza estratégica con Mapfre, además de proveer una fuente recurrente de ingresos. Finalmente, es un precio atractivo que permite crear valor a los accionistas (Bankinter, Acquisition of Retail operations of Barclays Portugal, 2015).

Análisis de la creación de valor

Para analizar la creación de valor de esta operación nos ceñiremos a la adquisición de las operaciones de banca comercial, esto es, el Retail & Wealth de Barclays Portugal.

Para ello tendremos que fijarnos en dos cosas fundamentales:

1. La evolución de la cotización de la acción tras la adquisición del negocio.
2. Lo que se pagó por el negocio, analizando el múltiplo y la forma de pago.
3. La evolución de los beneficios del negocio adquirido.

Para observar gráficamente la evolución de la acción nos apoyamos en Bloomberg, compañía estadounidense de servicios financieros, obteniendo el siguiente gráfico:

Gráfico II. Cotización de la acción de Bankinter



[Fuente: Bloomberg]

En septiembre de 2015, fecha de la transacción, la acción cotizaba c. 5,5 euros, cotizando en junio del 2019 a 6,5 euros. La cotización de la acción empezó a subir un año más tarde, en septiembre de 2016, llegando a rozar los 9 euros en el segundo trimestre de 2018. Que la acción arrancase un año más tarde de la adquisición puede sugerir que fue un tiempo de tránsito antes de poner en pleno funcionamiento las integraciones, si bien la cotización de la acción, dependiente del mercado y de muchos otros factores, no puede ser el único parámetro para medir la creación de valor.

En segundo lugar calculamos el múltiplo al que se realizó la transacción. Por tanto, y utilizando los datos que nos proporciona la presentación de Bankinter, Acquisition of Retail operations of Barclays Portugal (2015):

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Price of the transaction}}{\text{Retail banking operations Theoretical Book Value}} = \frac{100m \text{ €}}{250m \text{ €}} = 0.4x$$

Este múltiplo implica que Bankinter compró el negocio de Barclays Portugal por debajo del valor en libros, lo que implica que el balance contable no refleja posibles pérdidas. Esto es, que el valor real de los activos o de los pasivos es, en realidad, más bajo que lo que refleja el valor contable. Y al mismo tiempo, el vendedor es consciente de ello y está dispuesto a aplicar un descuento sobre el valor contable.

Al fin y al cabo, el comprar por debajo del valor en libros se traduce en un fondo de comercio negativo. La lógica es que al final si pagas por debajo del valor en libros, los

recursos propios estás considerando que no valen lo que establece el balance. Por tanto, esto implica que tus activos están sufriendo un deterioro, porque como bien sabemos, los recursos propios son la diferencia entre el activo y el pasivo. Esto lo vemos reflejado en el siguiente gráfico:

Gráfico III. Financiación del capital en la transacción Bankinter – Barclays



[Fuente: Elaboración propia, a partir de Bankinter, Acquisition of Retail operations of Barclays Portugal (2015)]

Además del citado fondo de comercio negativo, realizó una emisión de AT1, que es una emisión de acciones preferentes, por valor de 200 millones de euros, para financiar la operación desde el punto de vista de las necesidades de capital. Este tipo de acciones tienen un cierto tipo de particularidades que las distinguen de las ordinarias, como el hecho de que no cotizan en bolsa, pagan un dividendo fijo sujeto a la obtención de beneficios, y absorben pérdidas de la entidad en caso de liquidación.

Es importante lo que acabamos de señalar porque los accionistas ordinarios no están poniendo dinero, no están poniendo capital, y como bien sabemos, el retorno para el accionista (ROE), se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Retorno para el accionista} = \frac{\text{Beneficios del negocio adquirido}}{\text{Capital empleado, \# de acciones}}$$

Por tanto, de manera muy simple podríamos decir que, al no haber empleado capital, casi cualquier beneficio que pueda llegar a reportar el negocio adquirido de Barclays Portugal va a traducirse consecuentemente en una operación acretiva, es decir, que incrementa el valor por acción.

Para analizar los números de Barclays Portugal recurrimos a la Presentación de Resultados de Bankinter de 2018 (2019), donde se hace una referencia al negocio de Bankinter Portugal, mediante una abreviada cuenta de resultados sobre ese negocio.

Para llegar al beneficio neto después de impuestos, asumo la hipótesis de una tasa de impuestos del 27%, que es el tipo medio que se aplica al referido banco español²:

Tabla V. Cuenta de resultados Bankinter Portugal 2018 (en m €)

	2018	2017
Margen de Intereses	82	73
Comisiones netas	44	35
Margen Bruto	119	105
Costes Operativos	(88)	(87)
Margen de Explotación	31	18
Provisiones de crédito y otras	29	13
Beneficio antes de Impuestos	60	31
Impuestos (27%)	16	8
Beneficio neto después de Impuestos	44	23

[Fuente: Elaboración propia, a partir de Presentación Resultados Bankinter 2018]

Llegado este punto, dividimos el beneficio neto después de impuestos de Barclays Portugal entre el número de acciones, y siendo estos beneficios positivos de 44 millones de euros, y no emitiéndose nuevas acciones ordinarias, podemos concluir que la compra fue acretiva desde el primer momento, creando valor para los accionistas de Bankinter.

² Hipótesis sugerida por David Pérez Renovales, Director General de Salud en Línea Directa

5.2. ENEL – ENDESA

Partes

Las partes que intervinieron en la transacción fueron:

- Enel Iberoamericana S.R.L., multinacional italiana que opera en el mercado de la generación y distribución de electricidad (Mergermarket, 2007), y gas, y desarrolla su negocio fundamentalmente en Europa y Latinoamérica; y que posee en la actualidad el 70 por ciento de Endesa (Endesa, 2019).
- Acciona S.A., empresa global española dedicada al desarrollo y gestión de proyectos de infraestructuras resilientes, energía renovable, tratamiento de agua y servicios, presente en más de 40 países del mundo (Acciona, 2019).
- Endesa S.A., empresa líder del sector eléctrico español, dedicada a la generación, distribución y venta de electricidad, además de operar en la industria del gas natural. Desarrolla sus actividades en la península ibérica, prestando servicios a 11 millones de clientes (Endesa, 2019).

Por otro lado, como asesores de Enel participaron (Mergermarket, 2007):

- Como asesores financieros, Credit Suisse, Desdner Kleinwort, Goldman Sachs, Mediobanca, Morgan Stanley, Santander Global Corporate Banking, UBS Investment Bank.
- Como abogados, Araoz & Rueda, BonelliErede, Cuatrecasas, Latham & Watkins, Linklaters, Simpson Thacher & Bartlett.
- Como relaciones públicas, Holloway & Associates, Llorente & Cuenca, Reti.
- Como consultor, Georgeson.

Además, como asesores de Acciona (Mergermarket, 2007):

- Como asesor financiero, Lazard.
- Como abogados, CMS, Uría Menéndez, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz.

Finalmente, asesorando a Endesa estuvieron (Mergermarket, 2007):

- Como asesores financieros, BNP Paribas, Citi, JP Morgan, Lehman Brothers y Merrill Lynch.
- Como abogados, Osler, Hoskin & Harcourt LLP, Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP y Sullivan & Cromwell LLP.
- Como relaciones públicas, Brunswick Group y Estudio de Comunicación SA.

Detalles de la operación

Dentro de los detalles de la operación podemos encontrar:

- Perímetro de la transacción: Enel junto con Acciona lanzaron una oferta pública de adquisición por todas las acciones de Endesa.
- Precio y forma de pago: la oferta es de 41.3 euros en efectivo por acción, incluyendo una prima de un 2.6 por ciento sobre la cotización en su cierre el 10 de abril de 2007, último día de negociación, valorando Endesa en aproximadamente 44 mil millones de euros (Mergermarket, 2007).
- Fecha de la transacción: se anunció el día 11 de abril de 2007 y se completó el 1 de octubre de 2007, de acuerdo con Mergermarket (2007).

Evolución histórica de la transacción

En el contexto de una fuerte tendencia a la integración de los negocios de la electricidad y del gas, el lunes 5 de septiembre de 2005, Gas Natural lanzó por sorpresa una opa sobre

el 100 por 100 del capital social de Endesa, con la condición de una compra mínima del 75%, y también condicionada a que se modificasen ciertos artículos de los estatutos sociales. La forma de pago de la operación se realizaba un 65.5% en acciones, y un 34.5% de pago en metálico, suponiendo un precio de 7,34 euros en efectivo y la entrega de 0,569 acciones de Gas Natural de nueva emisión, por cada título de Endesa (Del Guayo Castiella, López Milla y Hancher, 2006).

Como indica Ariño Ortiz (2006), este no era el primer intento de concentración empresarial en España, puesto que ya había habido tres intentos antes, que habían fracasado, estas son, el caso Unión Fenosa – Hidrocantábrico, el caso Endesa – Iberdrola, y el de Gas Natural – Iberdrola. En esta última, Gas Natural presentó una opa hostil sobre el 100 por 100 del capital de Iberdrola en marzo de 2003, que tenía cierto toque político, ya que se originó un conflicto de intereses entre dos partes: por un lado estaban Gas Natural y La Caixa frente a Repsol y, por otro lado, frente a Iberdrola, BBVA y UNESA (Asociación Española de la Industria Eléctrica). El fundamento era que el presidente de Gas Natural por aquel entonces, Antonio Brufau, quería ser el líder del sector energético español, pero como señala Córdoba (2003), todo se quedó en “agua de borrajas”, ya que la operación nunca fue admitida.

En el caso de la opa de Gas Natural a Endesa, el primero había “aprendido la lección” ya que esa vez pidió permiso a las autoridades competentes, como no hizo en su opa a Iberdrola, tal y como explica Ariño Ortiz (2006, p. 87).

El *rationale* en esta opa sobre Endesa era que la gasista esperaba obtener sinergias en sistemas de información y comercialización, así como mejorar la eficiencia en la distribución, recortando costes en una cantidad aproximada de unos 425 millones de euros. Por otro lado, de haber prosperado la opa, se hubiera convertido en el tercer grupo privado más grande del mundo en prestación de servicios, siendo líder en generación de electricidad mediante ciclos combinados, ostentando una posición muy consolidada en energías renovables, quedando solo detrás de Iberdrola. Este último grupo, junto con Gas Natural cerraron previamente un acuerdo para una venta posterior de ciertos activos de Endesa una vez adquirida esta (Del Guayo Castiella, López Milla y Hancher, 2006).

Finalmente, el 6 de noviembre de 2005 la oferta fue rechazada por parte de Endesa y la operación se vio envuelta en una gran polémica entre partidos políticos (Del Guayo Castiella, López Milla y Hancher, 2006).

El 21 de febrero de 2006, tiene lugar la presentación de una contra-opa, del gigante grupo energético de Alemania, E. On (Del Guayo Castiella, López Milla y Hancher, 2006), lanzándose a 27,5 euros por acción, de acuerdo con Mergermarket (2007), valorando a Endesa en 29 mil millones de euros, un 30 por ciento más de lo que había ofrecido Gas Natural, según nos señala Delgado (2006) que E.On comunicó a la CNMV.

En el marco de una situación de catalanistas y anticatalanistas luchando cada uno por sus intereses, en la cual los anticatalanistas preferían una empresa extranjera antes que una catalana (Roca, 2015), el gobierno del presidente Rodríguez Zapatero acudió a la Canciller alemana Angela Merkel y al grupo alemán, para que evitasen esta situación (Noceda, 2006), convirtiéndose de esta manera E. On en ‘caballero blanco’, esto es, aquel inversor que acude a ayudar de forma amistosa a otra empresa sobre la cual han lanzado una opa hostil, y que corre por tanto el riesgo de ser absorbida (Roca, 2015).

Tras un conflicto en el que Gas Natural reclamaba que la transacción estaba bajo la jurisdicción de la UE, en vez de la jurisdicción española, y siendo finalmente aprobada la oferta de E.On por la Comisión Nacional de la Energía (CNE), aunque con ciertas condiciones rígidas ante las cuales los alemanes interpusieron un recurso, estos últimos incrementaron su contraoferta por Endesa a 35 euros por acción en efectivo el 27 de septiembre de 2006, y a 40 el 26 de marzo de 2007, y Gas Natural retiró la suya el 2 de febrero de 2007 (Mergermarket, 2007).

Acciona y Enel entraron en el juego adquiriendo de manera activa acciones en el mercado hasta que llegaron a poseer un 20 y un 17 por ciento respectivamente. La CNMV les prohibió realizar una oferta por Endesa durante al menos 6 meses después del éxito o fracaso de la oferta de E. On. Finalmente, Acciona y Enel llegaron a un acuerdo con E. On, mediante el cual E. On puso fin a su oferta, y recibió a cambio Enel Viesgo y activos de Endesa en distintos lugares de Europa, incluyendo Italia, Francia, Polonia, y Turquía; mientras que en España concluyó con éxito la oferta conjunta de Enel y Acciona (Mergermarket, Deal Enel - Endesa, 2007), haciéndose con el control del 92 por ciento

del capital el 5 de octubre de 2017 (El Mundo, 2007), en lo que fue una de las opas con más repercusión mediática de la historia de España (Pardo, 2019).

Análisis de la creación de valor

Para ver si se creó valor en esta transacción revisaremos por un lado el crecimiento de capital de Endesa y, por otro lado, el de Enel.

En cuanto a la creación de valor de Endesa, para llegar a alguna conclusión, revisaremos dos aspectos fundamentales:

1. Analizar la evolución de la acción desde la primera opa hasta la última
2. Revisar los dividendos de la compañía

Por tanto, analizamos en primer lugar la cotización de la acción desde la primera opa que, como ya hemos señalado, fue interpuesta por Gas Natural en septiembre de 2005.

Gráfico IV. Cotización de la acción de Endesa



[Fuente: Bloomberg]

Si nos fijamos en el precio de la acción antes del lanzamiento de la primera opa, cotizaba en el rango 15-20 euros. Poco a poco fueron sucediéndose las opas hasta el éxito de la opa lanzada por Enel en 2007, año en el cual la acción de Endesa llegó a sobrepasar los 40 euros. Como hemos señalado en el apartado de Bankinter, la evolución de la acción depende de otros muchísimos factores, por lo que ahora nos disponemos a analizar sus dividendos.

En cuanto a la creación de valor de Enel, observaremos la presentación de resultados de Endesa, así como entender cómo se financió la compra, para dividir de esta manera los beneficios netos de Endesa entre el número de acciones emitidas.

Recientemente, Enel anunció una subida en sus dividendos hasta 2021, “con un aumento anual medio del 9%”, continuando con una política de *pay-out* del 70% (Patiño, 2018).

En la cara de la otra moneda, revisamos los dividendos de Endesa que, según la información bursátil histórica los últimos años, está llevando a cabo una política de dividendos de un 100 por 100 de *payout* (Endesa, 2019), esto es, repartir el 100 por 100 de los beneficios netos generados entre los accionistas; y además, en 2014 repartió dividendos extraordinarios. En cuanto a perspectivas de futuro, fuentes aseguran que la eléctrica prevé que este *payout* del 100 por 100 se sostenga hasta 2020, si bien en el año 2021 se opte por un mayor crecimiento, reduciéndolo al 80 por ciento (Trincado, 2018).

Concluyendo este apartado, podemos llegar a la conclusión que, la guerra de opas sobre Endesa, que desató tanto conflicto político, influenció el precio de las acciones hasta el punto de duplicar post-opa el precio de la acción de Endesa, que como ya hemos mencionado, cotizaba por debajo de los 20 euros antes de la primera opa. A esto se le suma la fuerte política de dividendos llevada a cabo por ambas empresas.

6. CASO DE NO CREACIÓN DE VALOR

6.1. SABADELL - TSB

Partes

Las partes que intervinieron en la transacción son:

- Banco Sabadell S.A., entidad bancaria española, banco comercial, que cotiza en el Ibex 35 (Mergermarket, 2015).
- TSB Banking Group Plc, *Trustee Saving Bank*, entidad bancaria, con sede en Londres y Edimburgo y cotización en la Bolsa de Londres (Jiménez Botías, 2015). Comenzó a operar como entidad empresarial independiente en septiembre de 2013, siendo cedida a través de una oferta pública de venta en junio de 2014 (Mergermarket, 2015). Esta entidad, fundada en 1810, y fusionada en 1995 con Lloyd's Bank, tiene 631 sucursales en el Reino Unido, 8.000 empleados, y un volumen de activos alrededor de 30.000 millones de euros, tal y como confirma Jiménez Botías (2015).
- Lloyd's Banking Group Plc, empresa matriz de TSB, participada mayoritariamente por el Gobierno británico en el marco de un plan de ayudas estatales y de reestructuración acordado con la Comisión Europea en 2009, cotiza en la bolsa de valores de Londres, y ofrece una amplia gama de servicios bancarios y financieros (Mergermarket, 2015). Posee un 50 por ciento del capital de TSB Lloyd's, de acuerdo con Jiménez Botías (2015).

Por otro lado, como asesores de Sabadell estuvieron (Mergermarket, 2015):

- Como asesor financiero, Goldman Sachs.
- Como abogados, Allen & Overy y White & Case.
- Como relaciones públicas, Brunswick Group.

Además, como asesores de TSB (Mergermarket, 2015):

- Como asesores financieros, Citibank y Rothschild & Co.
- Como abogado, Herbert Smith Freehills.
- Como brokers, Citibank y RBC Capital Markets.
- Como relaciones públicas, Bell Pottinger Financial & Corporate.

Finalmente, como asesores de Lloyds Banking Group (Mergermarket, 2015):

- Como asesores financieros, UBS Investment Bank y Bank of America Merrill Lynch.
- Como abogado, Linklaters.
- Como relaciones públicas, Tulchan Communications LLP.

Detalles de la operación

Dentro de los detalles de la operación podemos encontrar:

- Perímetro de la transacción: el Banco Sabadell, tal y como comunicó a la CNMV acordó ejercitar su derecho de adquisición forzosa – en inglés, *compulsory acquisition* – sobre las acciones cuyos titulares no aceptaron la oferta inicial, para adquirir de esta forma el 100 por 100 de las acciones de TSB. Previamente obtuvieron el 90 por ciento de las acciones de TSB (Sabadell, Hecho Relevante, 2015). Tras la operación, Lloyd's no tendrá participación en TSB.
- Precio y forma de pago de la transacción: según Rodríguez (2015), la compra del TSB asciendió a 1.700 millones de libras, esto es, 2.350 millones de euros, otorgando 4.8 euros por acción a sus accionistas, un 29% de prima sobre su cotización. La adquisición implica una ampliación de capital equivalente al 60 por

ciento del importe de la operación, esto es, 1.400 millones de euros, y los 1.000 millones restantes se financiarían con cargo al capital actual del banco.

- Fecha de la transacción: se anunció el día 20 de marzo de 2015 y la transacción se completó el 30 de junio de 2015, de acuerdo con Mergermarket (2015).

- *Rationale* de Sabadell: la adquisición de TSB le permite diversificar sus activos y expandirse internacionalmente, entrando en el mercado británico. El banco Sabadell confía en mejorar la posición en el mercado de TSB. Además, espera recortar 160 millones en costes de IT por año a partir del tercer año después del cierre de la transacción Mergermarket (2015). Rodríguez (2015) hace énfasis en el crecimiento como objetivo de la transacción, ya que como explica la redactora, Oliu, presidente de Sabadell, enunció que ese era el objetivo, y no la reducción de la plantilla.

Análisis de la creación de valor

Para analizar la creación de valor en esta opa, procederemos a analizar:

1. Los beneficios de TSB junto con el número de acciones emitidas, para ver el retorno del accionista.

2. La evolución de las acciones del Banco Sabadell.

En primer lugar, en cuanto a los beneficios de Sabadell, tal y como establece el Expansión (2019), a raíz de la presentación de resultados del Banco Sabadell, éste “gana una cifra total de 328 millones de euros, un 54 por ciento menos, condicionado por la compra de TSB”.

En la Presentación de Resultados de 2018 del Banco Sabadell se muestra como ha habido factores de TSB que han impactado el beneficio neto, como vemos en la siguiente tabla:

Tabla VI. Beneficio Neto Banco Sabadell 2018 (en m €)

2018

Beneficio neto excluyendo <i>one offs</i>	783
Costes extraordinarios migración TSB	121
Impactos extraordinarios migración TSB	339
Beneficio neto³	328

[Fuente: Elaboración propia, a partir de Presentación Resultados Sabadell 2018]

Observamos como la migración tecnológica de TSB impacta los beneficios netos de Sabadell. Ahora nos debemos fijar en los beneficios de TSB que repercuten al Banco Sabadell, para poder compararlo con las acciones emitidas, y ver si en este sentido se ha creado valor. Podemos de esta manera sacar de la Presentación de Resultados de 2018 del Banco Sabadell una abreviada cuenta de resultados del negocio de TSB:

Tabla VII. Cuenta de resultados Banco Sabadell ex TSB (en m €)

2018 2017

Margen de Intereses	2.676	2.648
Comisiones netas	1.250	1.123
Margen Bruto	3.968	4.417
Costes Operativos	1.861	1.752
Margen antes de dotaciones	1.842	2.340
Provisiones de crédito y otras	1.089	2.109
Beneficio antes de Impuestos	754	657
Impuestos	179	25

Beneficio neto después de Impuestos	568	678
--	------------	------------

[Fuente: Elaboración propia, a partir de Presentación Resultados Sabadell 2018]

³ Hay otros impactos, además de la migración tecnológica de TSB, que han afectado al beneficio neto del Banco Sabadell.

De esta forma, ahora tenemos que comparando los beneficios reportados por el negocio de TSB a Sabadell, y comparándolo con el capital emitido, llegamos a la conclusión de que la operación fue un verdadero desastre.

Por otro lado, tenemos que ver la evolución de las acciones de Sabadell. Los últimos meses, el Banco Sabadell ha visto un desplome en su cotización (Servimedia, 2019), hasta el punto de que el propio presidente del banco, Josep Oliu ha reconocido que las acciones “son muy baratas”. Los periódicos Expansión y ElEconomista, han escrito sobre la posibilidad de que la entidad sea objeto de opa, aunque según Oliu, “todos los bancos están bastante baratos”.

La operación fue cerrada en junio de 2015, fecha en la cual la acción de Sabadell cotizaba a 2 euros. Si “sacamos una foto” de la evolución de las acciones nos encontramos con que la acción dos años más tarde se cae hasta casi 1 euro la acción.

Gráfico V. Cotización de la acción de Banco Sabadell (2 años)



[Fuente: Bloomberg]

Además, si observamos otro gráfico en el que veamos la evolución de la acción desde la fecha de la transacción hasta la fecha actual, vemos una tendencia clara de como poco a poco se ha ido destruyendo valor:

Gráfico VI. Cotización de la acción de Banco Sabadell (5 años)



[Fuente: Google]

En este contexto de adquisiciones en el Reino Unido (no olvidemos que la compra de TSB era a nivel Reino Unido), ya en 1979, un estudio por Firth (1979), en el que analizaba la rentabilidad de las adquisiciones en Reino Unido, demostró que no había ganancias asociadas a las adquisiciones, en promedio, y que, de hecho, había alguna pérdida muy pequeña, que probablemente se asociaba a los gastos relacionados con el proceso de adquisición. Por otro lado, dicho autor mostraba que la posición de no ganancia y no pérdida se mantenía 24 meses después del anuncio de la oferta; por lo tanto, incluso después de dos presentaciones de resultados tras la transacción, el mercado de valores seguía considerando que no había ninguna ganancia resultante de las adquisiciones (Firth, 1979).

Como indica el propio Sabadell, los costes y los impactos asociados a la migración de TSB han sido dos de los factores que han provocado la destrucción de valor, seguramente porque no se ha previsto, anticipado o trabajado suficientemente y con la debida anticipación la integración posterior a la compra, que es uno de los factores determinantes para la creación de valor como se exponía en el apartado 4.2.1. (Creación de valor en el *buy-side*) del presente trabajo.

Finalmente, habiendo sacado las respectivas conclusiones en cuanto a beneficios y evolución de las acciones podemos concluir que la compra no ha creado valor para el banco Sabadell, sino que ya vale menos de la mitad que cuando compró TSB, si bien hay una ventana abierta, que no podemos descartarla como posibilidad, de que Sabadell acabe generando mucho negocio en Reino Unido a causa de la adquisición de TSB, produciéndose el efecto en el largo plazo.

7. CONCLUSIONES

Desarrollado todo el marco teórico, y puesto en práctica mediante el análisis de los tres casos prácticos realizado anteriormente, concluimos los siguientes puntos:

1. Que hoy en día se están pagando valoraciones muy altas, difíciles de justificar y superar en un futuro.
2. Que las integraciones de culturas empresariales y de tecnología (mitigación de sistemas operativos) son una clara barrera a la hora de crear valor, como ocurre con el caso de Sabadell – TSB.
3. Que, en esta última línea, si nos creemos el concepto de sinergias, el problema lo supone sus costes de implementación.
4. Por lo que, para que una compañía genere valor con adquisiciones:
 - a. Tendrá que entender qué aporta la adquisición a la compañía, qué se busca con ella. Hay que dejar de pensar si se trata de un precio alto o bajo y entender el porqué se paga ese precio, estudiando si esa operación tiene realmente sentido para la compañía, si se considera que generará valor.
 - b. Tendrá que contar con un buen asesor de confianza, que demuestre que valora la relación a largo plazo. Esto es fundamental para la creación de valor, ya que un buen asesor es aquel que es capaz de renunciar a sus *fees*, recomendando que no lleves a cabo ciertas transacciones, porque verdaderamente piensa en aquello que sea lo mejor para la compañía a la que asesora.

8. BIBLIOGRAFÍA

- Acciona. (2019). *Quiénes somos*. Obtenido de Acciona:
<https://www.acciona.com/es/sobre-acciona/quienes-somos/>
- Affan, M. (2017). Mergers & Acquisitions (M&A) - Common Rationale and Failed Bids. *Capital Publishing Group*.
- Albarrán Jiménez, A., & Martínez López, M. (2012). Introducción a las fusiones y adquisiciones de empresas. En A. Albarrán, *Fusiones y adquisiciones de empresas* (págs. 3-21). Madrid: LA LEY grupo Wolters Kluwer.
- Aparicio Roqueiro, C. (2007). Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas. *CNMV*, 1-76.
- Ariño Ortiz, G. (2006). *Energía en España y desafío europeo*. Granada: Comares.
- Bankinter. (2015). *Acquisition of Retail operations of Barclays Portugal*. Madrid: Bankinter.
- Bankinter. (3 de Septiembre de 2015). *Sala de Comunicación*. Obtenido de Bankinter:
<https://saladecomunicacion.bankinter.com/prensa/adquisicion-barclays-portugal>
- Bankinter. (2019). *Presentación Resultados Bankinter 2018*.
- BBVA. (17 de junio de 2015). *Cómo funciona una OPA y cómo puede afectar al inversor*. Obtenido de <https://www.bbva.com/es/como-funciona-una-opa-y-como-puede-afectar-al-inversor/>
- Boote, D., & Beile, P. (2005). Scholars Before Researchers: On the Centrality of the Dissertation Literature Review in Research Preparation. *Educational Researcher*, 3-15.
- Buffet, W. (2014). *Berkshire Letter: Past, Present and Future*.
- Buffet, W. (2018). *2018 Letter To the Shareholders of Berkshire Hathaway*.
- Campos Calvo-Sotelo, M. (1987). El reto de integrar con éxito una adquisición. En J. Rodríguez Inciarte, *Fusiones y adquisiciones de empresas* (págs. 123-131). Madrid: Instituto de Empresa.
- Capital, I. A. (2018). *2018: Resumen de Actividad de M&A, IMAP Albia Capital. Un buen año para la actividad de M&A*. Obtenido de IMAP Albia Capital:
<https://albiacapital.com/vendermiempresaresumen2018/>
- CNMV, O. d. (2018). *Las opas. Qué son y cómo actuar*. Obtenido de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF
- Cooper, H. (1988). Organizing knowledge syntheses: A taxonomy of literature reviews. *Knowledge in society*, 104.
- Córdoba, M. (2003). *OPA. El control político de las sociedades cotizadas*. Madrid: Thomson.

- Del Guayo Castiella, I., López Milla, J., & Hancher, L. (2006). *Un análisis de la OPA de Gas Natural sobre Endesa*. Madrid: Editorial Dilex.
- Delgado, J. (21 de Febrero de 2006). E.ON lanza una OPA sobre Endesa que supera en un 29% la oferta de Gas Natural. *El Mundo*.
- Dubé, G. (2016). Take-over bid regime comes into force in Canada. *Canadian Mining Journal*, 8-20.
- EFE. (23 de marzo de 2019). Las plantillas de Deutsche Bank y Commerzbank harán frente común contra su fusión. *Expansión*.
- El Mundo. (5 de Octubre de 2007). Enel y Acciona culminan su opa sobre Endesa. *El Mundo*.
- Endesa. (2019). *Información bursátil histórica*. Obtenido de Endesa: <https://www.endesa.com/es/inversores/a201610-informacion-bursatil-historica.html>
- Endesa. (2019). *Perfil de Endesa*. Obtenido de Endesa: <https://www.endesa.com/es/sobre-endesa/a201610-perfil.html>
- Esteban Ramos, M. L. (2017). *Los Acreedores Sociales ante los Procesos de Fusión y Escisión de Sociedades Anónimas: Instrumentos de Protección*. Pamplona: Aranzadi.
- Expansión. (1 de Febrero de 2019). Banco Sabadell gana 328 millones en 2018, un 54% menos, condicionado por TSB. *Expansión*.
- Expansión. (7 de Marzo de 2019). Por qué la mitad de las adquisiciones incumple las expectativas del inversor. *Expansión*, pág. 16.
- Fernández Canto, J., Agra Lorenzo, F., & Agrafojo Moas, I. (2002). Las Ofertas Públicas de Adquisición. En M. E. Escudero Prado, *Análisis Sectorial del Mercado de Valores* (págs. 119-148). La Coruña: 2002.
- Fernandez, P., & Bonet, A. (1989). Fusiones, adquisiciones y control de empresas. *Revista del Consejo Superior de Investigaciones Científicas*, 523-524.
- Firth, M. (1979). The Profitability of Takovers and Mergers. *The Economic Journal*, 316-328.
- Gallego, A. (2013). *La Intervención de la Junta General de Accionistas ante la Formulación de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones*. Pamplona: Aranzadi.
- Jiménez Botías, M. (17 de Marzo de 2015). Sabadell y TSB llegan a un acuerdo para lanzar la opa. *El Periódico de Aragón*.
- Jrab, M. H. (1997). *Aspectos económico-contables en las OPAs*. Valladolid: Secretariado de publicaciones e intercambio científico.
- KPMG. (2018). Cinco pilares que sustentan la industria de fusiones y adquisiciones en España. *El Confidencial*.

- Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Madrid: Mc Graw Hill.
- Mascareñas Pérez-Iñigo, J., & Izquierdo Llanes, G. (2000). *¿Por qué se compran y se venden las empresas en España?* Madrid: Instituto de Estudios Económicos.
- Mergermarket. (11 de Abril de 2007). *Deal Enel - Endesa*. Obtenido de Mergermarket: <http://www.mergermarket.com/Common/Reports/aaa32d35-228a-4f58-bcef-c0b7da34b289.pdf>
- Mergermarket. (15 de Junio de 2015). *Deal TSB - Sabadell*. Obtenido de Mergermarket: <http://www.mergermarket.com/Common/Reports/5282cfb0-2703-45d9-8b17-4f7bc27cdb87.pdf>
- Mergermarket. (1 de Abril de 2016). *Deal Barclays Portugal - Bankinter*. Obtenido de Mergermarket: <http://www.mergermarket.com/Common/Reports/a1460f2b-83e5-4f3f-821d-13f0a67d0657.pdf>
- Muñoz, A. (29 de Diciembre de 2018). Las fusiones y adquisiciones mantienen el ritmo en 2018. *elEconomista*.
- Noceda, M. Á. (22 de Febrero de 2006). El 'caballero blanco' que llegó de Alemania. *El País*.
- Ocaña Pérez de Tudela, C., & Peña Sánchez de Rivera, J. I. (1992). Fusiones, adquisiciones y separaciones: Teorías y evidencia en España y en EEUU. *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, 161-172.
- Otero Lastres, J. M. (1994). La oferta pública de adquisición de acciones de sociedades anónimas no cotizadas en Bolsa. En J. L. Urquijo, J. M. Moreno-Luque, & R. Acosta, *Adquisición de sociedades no cotizadas* (págs. 208-226). Bilbao: Ediciones Deusto.
- Pardo, S. (19 de Febrero de 2019). *¿Qué es una OPA?* Obtenido de Eurekers: https://www.eurekers.com/cursosbolsa/que-es-una-opa#Las_OPAs_sobre_Endesa
- Patiño, M. A. (20 de Noviembre de 2018). Enel disparará su dividendo un 30% hasta 2021 con el impulso de Endesa. *Expansión*.
- Platt, E. (28 de Septiembre de 2018). Global M&A activity hits new high. *Financial Times*.
- PwC-Mergermarket. (2019). *Creating value beyond the deal*.
- Roca, R. (11 de Agosto de 2015). La historia de E.ON en España: de 'caballero blanco' en la OPA de Endesa a una salida por la puerta de atrás con aires de venganza. *El periódico de la energía*.
- Rodríguez Sastre, A. (1975). *La Oferta Pública de Adquisición de Valores Mobiliarios*. Madrid: Bolsa Oficial de Comercio de Madrid, Servicio de Estudios.
- Rodríguez, C. (20 de Marzo de 2015). El Sabadell compra el banco británico TSB por más de 2.300 millones de euros. *El Mundo*.

- Sabadell. (8 de Julio de 2015). *Hecho Relevante*. Obtenido de Comunicación Hecho Relevante a la CNMV: https://blog.bancosabadell.com/CNMV_08072015.pdf
- Sabadell. (2019). *Presentación Resultados 2018*.
- Saborit, S. (1 de Febrero de 2019). *Oliu: "Cada día que el valor baja es mejor la inversión en acciones de Sabadell"*. Obtenido de Expansión: <http://www.expansion.com/empresas/banca/2019/02/01/5c5438e322601dbb528b4571.html>
- Saracho Rodríguez de Torres, E. (1987). Fusiones y adquisiciones. Creación de valor accionarial (shareholder value). En J. Rodríguez Inciarte, *Fusiones y adquisiciones de empresas* (págs. 11-19). Madrid: Instituto de Empresa.
- Servimedia. (27 de Marzo de 2019). *Oliú admite que el Sabadell puede atraer una opa al estar infravalorado y deja la puerta abierta a nuevas operaciones*. Obtenido de elEconomista: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/9787250/03/19/Oliu-admite-que-el-sabadell-puede-atraer-una-opa-al-estar-infravalorado-y-deja-la-puerta-abierta-a-nuevas-operaciones.html>
- Trincado, B. (21 de Noviembre de 2018). Endesa prevé repartir más de 5.900 millones en dividendos en cuatro años. *Cinco Días*.
- Zurita y Saenz de Navarrete, J. (1980). *La Oferta Pública de Adquisición (O.P.A)*. Madrid: Bolsa de Madrid, Servicio de Estudios.