



**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS
CURSO ACADÉMICO 2015-2016**

TRABAJO FIN DE GRADO

**FUSIÓN Y ADQUISICIÓN DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
MERGER AND ACQUISITION OF NON-FINANCIAL COMPANIES**

AUTOR/A: NURIA REBOLLEDO PEÑA

TUTOR/A: BELÉN DÍAZ DÍAZ

FECHA: JUNIO 2016

1. ÍNDICE

2. RESUMEN	2
3. SUMMARY	3
4. INTRODUCCIÓN	4
5. ANÁLISIS EXTERNO	5
5.1 ANÁLISIS MACROECONÓMICO	5
5.1.1. Desaceleración de la economía	5
5.1.2. Reducida confianza de los empresarios	8
5.1.3. Situación mundial	9
6. MOTIVOS Y FACTORES QUE CONTRIBUYEN AL ÉXITO/FRACASO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS	10
6.1. MOTIVOS ECONÓMICOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	10
6.2. FACTORES QUE CONTRIBUYEN AL ÉXITO	11
6.3. FACTORES QUE CONTRIBUYEN AL FRACASO	11
7. EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES	12
7.1. EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES MEDIDO EN VOLUMEN	12
7.2. EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES MEDIDO EN PRIMA PAGADA MUNDIAL	13
8. ANÁLISIS DE UNA OPERACIÓN DE COMPRA	14
9. CONCLUSIONES	23
10. BIBLIOGRAFÍA	24

2. RESUMEN

En este trabajo se van a valorar dos tipos de transacciones de compra. Por un lado podemos estar en la situación donde una empresa es combinada con otra, en cuyo caso una de ellas o incluso las dos pierden la identidad. Si esto ocurre estaríamos ante una fusión. Pero por otro lado podemos estar ante una adquisición, hecho producido cuando una empresa adquiere a otra.

Pues bien, ambos conceptos van a ser estudiados a continuación, puesto que ambas operaciones persiguen el mismo objetivo, la obtención de sinergias, es decir, crear valor en su empresa y así incrementar su competitividad en el mercado.

Como toda acción conlleva un riesgo y son muchos los factores que intervienen y/o afectan en estas operaciones de fusión y adquisición, estudiaremos algunos de ellos como por ejemplo el PIB, la tasa de paro, la prima de riesgo, la confianza de los empresarios..., este estudio nos facilitará prever en el momento de la operación si nuestro objetivo de adquisición va a acabar en éxito o por el contrario va a ser un fracaso y por tanto no optaríamos a la opción de compra de la empresa objetivo.

Además podremos ver la evolución que han tenido este tipo de acciones en el mercado desde el 2007 aproximadamente (fecha en la cual la situación económica empieza a descender de forma notable), hasta la fecha actual, permitiéndonos hacer una valoración de hipótesis a l/p sobre la actitud de los inversores sobre dichas operaciones.

Finalmente se mostrará un ejemplo real de una Oferta Pública de Adquisición (OPA) lanzada por la conocida empresa Orange sobre Jazztel en el año 2015 donde se pondrán en práctica los conocimientos adquiridos durante los estudios universitarios, permitiéndonos conocer el valor de empresa Jazztel y así calcular su valor en el mercado para después conocer si la empresa está sobrevalorada o si por el contrario está infravalorada y como analistas conocer si el precio de venta fue caro o barato.

3. SUMMARY

In this study we are going to value two types of purchase transactions. On the one hand, a company is combined with other; in this case, this operation is a fusion, where event both companies could lost the identity. On the other hand, when a company buys another one it is an acquisition.

We are going to study both concepts, because they have the same objective, which is getting synergies because it creates value in the company, increasing the competitiveness in the market.

All operations have a risk in the market, so we are going to study some factors that affect the transactions. Some examples are the PIB, unemployment rate, risk premium, the business confidence...

This study will make our decision about buying the target company or not. Also we will see the evolution of this mergers and acquisitions of companies in the market since 2007 (the starting of economics crisis) until now, more or less. This is allowing predictions about the attitude of investors in the future.

Finally we will see a real example about a public offering employment about Orange and Jazztel. In this analysis I am using my university knowledge. We could know the value of Jazztel in the market and we could say if the company is overrated or underrated. Also are going to find out if the sale price was expensive or cheap.

4. INTRODUCCIÓN

A continuación se va a desarrollar un estudio basado en las operaciones y fusiones de empresas. Con este trabajo vamos a aprender cuales son algunos de los factores que influyen a estas acciones, aunque muchos de ellos ya les conocemos porque les estamos oyendo constantemente en el telediario o en la radio, como son el PIB, o la tasa de paro, que sí nos son familiares pero que no somos conscientes muchas veces de la influencia que tienen sobre nosotros como ciudadanos y a la vez como inversores de empresas. Por tanto, aprenderemos a valorarlos y conoceremos la manera de actuar sobre dichas operaciones en función de la situación por la que estén pasando dichos elementos, ya que actúan de forma directa en las fusiones y adquisiciones de empresas, permitiéndonos beneficiarnos de las ventajas que conllevan estas operaciones en el mercado en caso de éxito, o por el contrario podría inducirnos al fracaso si la valoración es negativa y decidimos llevar a cabo la operación de compra.

Pues bien, las fusiones de empresas es un término que a todos nos resulta familiar porque en algún momento de nuestras vidas hemos conocido las empresas fusionadas, como por ejemplo la fusión de Banco Bilbao con el Banco Vizcaya en 1988, formando el Banco Bilbao Vizcaya (BBV), y a su vez en 1999 se produce otra fusión de dichos bancos con el Argentaria formándose el actual y conocido Banco Bilbao Argentaria (BBVA), o también la fusión en Diciembre de 2013 de las dos aerolíneas de American Airlines y US Airways convirtiéndose en la mayor aerolínea del mundo. Pues bien, es lógico pensar que estas operaciones anteriormente citadas perseguían un objetivo, como por ejemplo ampliar la cuota de mercado concentrándolo sólo en un único banco en lugar de tres, donde los clientes en lugar de dividirse pertenecerían todos al BBVA y así permitir a esta entidad bancaria conseguir posicionarse mejor en el mercado y ser más competitivo en su sector.

Este trabajo tiene como objetivo que toda persona que lo lea al menos conozca alguno de los muchos factores que están detrás de este tipo de operaciones de fusión y adquisición de empresas, ya que es un térmico común que vemos cada día en los medios de telecomunicación y que muchas veces desconocemos el trabajo e investigación que conlleva y que no se ve. Además, a través de las pautas que se establecen sabremos en qué hechos se basan cuando los expertos nos informan diciendo que las empresas están sobrevaloradas o por el contrario que están infravaloradas, permitiéndonos sacar nuestras propias conclusiones como ciudadanos o incluso como analistas. Por estas razones decidí hacer un estudio en profundidad sobre este tipo de operaciones y así ampliar mis conocimientos para poder entender de mejor manera el por qué de estos hechos y sobretodo qué factores tengo que valorar como analista ya que como veremos más adelante toda operación conlleva un riesgo y una mala acción puede hacernos perder el control de la empresa.

5. ANÁLISIS EXTERNO

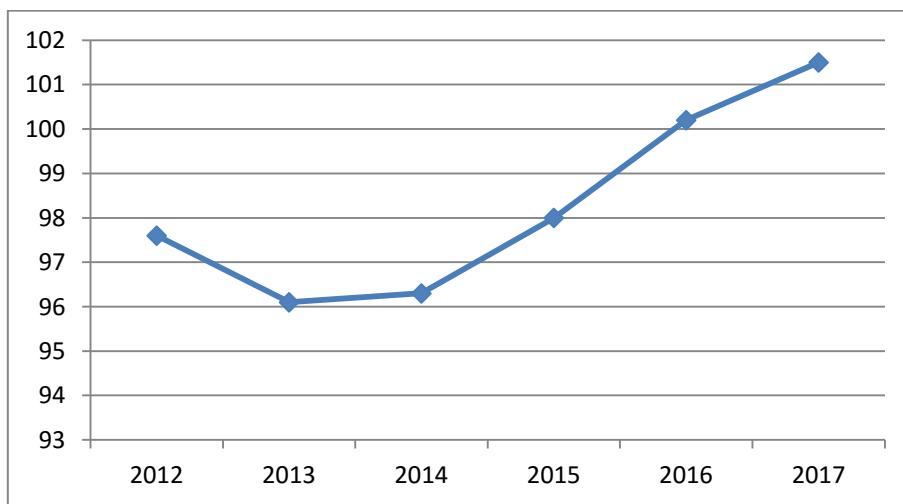
5.1. ANÁLISIS MACROECONÓMICO

La situación económica actual tiene falta de indicadores que potencien la confianza en la inversión de activos para fomentar las fusiones y adquisiciones de empresas. A continuación veremos detalladamente un estudio de los factores que están afectando a estas operaciones de fusión y adquisición de empresas.

5.1.1. Desaceleración de la economía

A continuación se muestran los datos más recientes recogidos del Instituto Nacional de Estadística (INE) y del diario económico e información de mercados. Podemos observar la evolución del PIB durante los dos años anteriores al 2014 y las previsiones esperadas en el 2017. Durante el último trimestre del 2014 hemos percibido una variación de 0.5%, que es un décima inferior al trimestre anterior del mismo año. Sin embargo, si comparamos el tercer trimestre del 2013 con el trimestre precedente, el crecimiento se sitúa en 1.6% frente al 1.3%. Las expectativas son alcistas durante los dos últimos años. Se espera un crecimiento del PIB del 1.3% durante el año 2015, del 1.7% en el 2016 y aún superior en el 2017 con un porcentaje del 2.2%. Esta situación conlleva un crecimiento económico y con ello una reactivación de las fusiones y adquisiciones.

Gráfico 5.1. Evolución del PIB en España tomando como base 100 el año 2010



Fuentes: Estimación avance del PIB trimestral - Base 2010 (INE)
Expansión.com

Además, según datos pertenecientes al Fondo Monetario Internacional se estima, que España hasta 2017 no recuperará el nivel de PIB que tenía en el año 2008 (año en el que se alcanzó el PIB más alto previo a la crisis). Como podemos observar en el

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

gráfico, en 2014 ya se prevé un moderado crecimiento del PIB. Esto produce un aumento en la tasa de empleo del 2,53% respecto al último trimestre del año anterior. El crecimiento del PIB es aún mayor en el 2015, lo que conlleva a un aumento superior en la tasa de empleo del cuarto trimestre de un 2,99%, y supone un incremento de 11 centésimas respecto al último trimestre del año 2014.

Tabla 5.2. Tasas de paro y actividad en España (4T-2014)

	VARIACIÓN
OCUPADOS	2,53
PARADOS	-8,05
TASA DE ACTIVIDAD	-0,09
TASA DE PARO	-2,03

Fuente: Datos recogidos del INE

Valor en %. Variación: diferencia respecto a la tasa del mismo período del año anterior

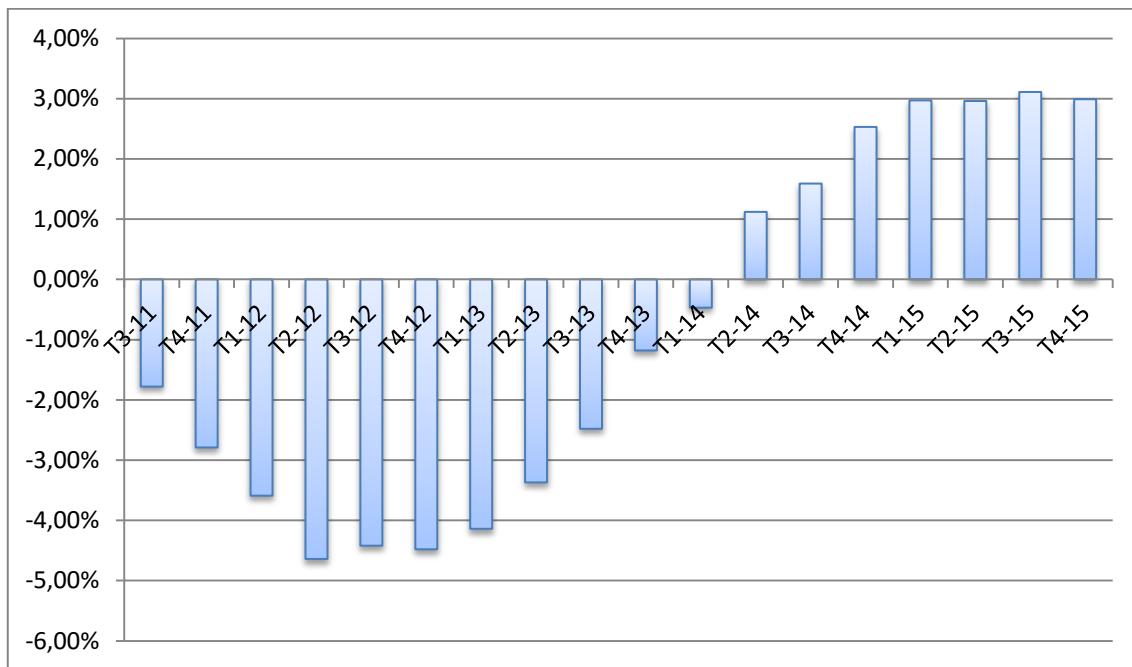
Tabla 5.3. Tasas de paro y actividad en España (4T 2015)

	VARIACIÓN
OCUPADOS	2,99
PARADOS	-12,43
TASA DE ACTIVIDAD	-0,34
TASA DE PARO	-2,81

Fuente: Datos recogidos del INE

Valor en %. Variación: diferencia respecto a la tasa del mismo período del año anterior

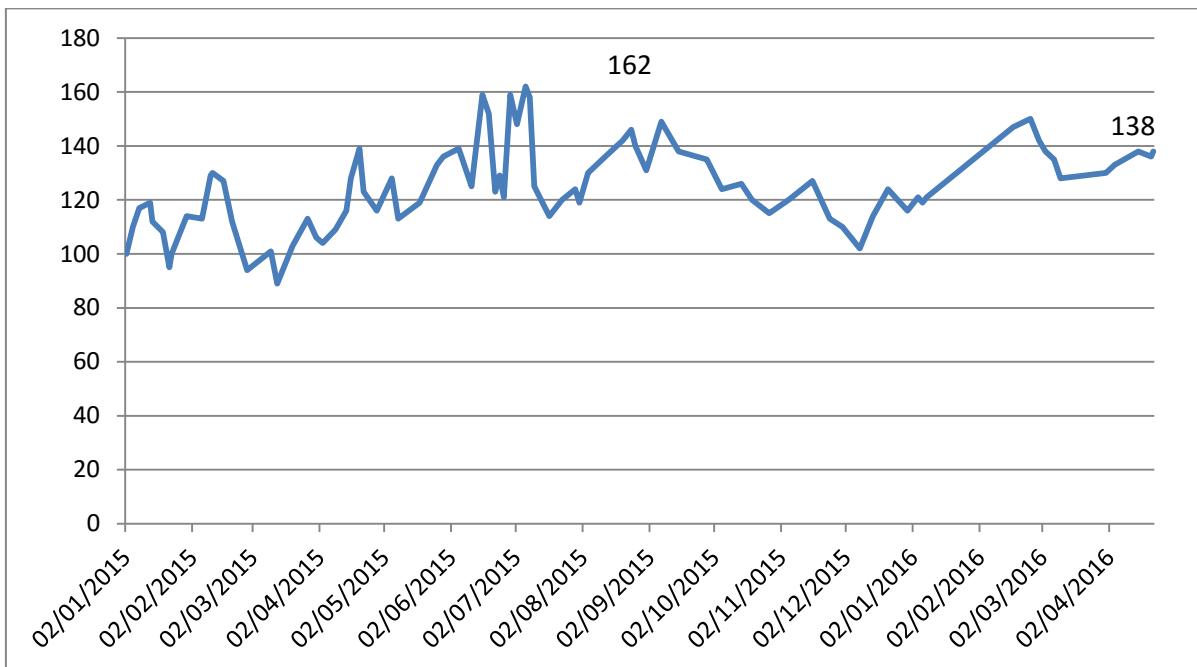
A continuación se mostrará la evolución de ocupados de forma gráfica desde el tercer trimestre del 2011 hasta el cuarto trimestre del año 2015. Como podemos observar en el Gráfico 5.3. la tasa de ocupados hasta el primer trimestre del 2014 es negativo, lo que produce que las operaciones de fusión y adquisición de empresas sea totalmente impensable. Pero este hecho empieza a cambiar a partir de abril del 2014 donde el porcentaje de parados empieza a disminuir progresivamente hasta el último trimestre del 2015 que sigue siendo positivo aunque un poco inferior al del trimestre anterior, hecho no excesivamente relevante ya que julio, agosto y septiembre son meses donde la tasa de paro suele descender debido al turismo en España. Este hecho es importante para nosotros ya que nos hace esperar una activación de las operaciones de fusión y adquisición por parte de las empresas.

Gráfico 5.4. Evolución del total de ocupados, en tasa anual

Fuente: Datos recogidos del INE (Notas de prensa)

Por otro lado, también debemos de tener en cuenta la prima de riesgo, que hasta el año 2012 ha estado aumentado (año que alcanzó su máximo con el valor 639) esto ha sido un factor clave para la disminución de las operaciones de fusión y adquisición realizadas por empresas españolas, ya que ha provocado el encarecimiento de la financiación. Sin embargo, desde entonces, la prima de riesgo ha ido descendiendo paulatinamente hasta llegar a la cifra 138 que había el 22 de abril de 2016, lo que puede producir en el mercado una reactivación de las fusiones y adquisiciones puesto que el coste de financiación será inferior al que ha habido durante los años de crisis.

Gráfico 5.5. Evolución de la Prima de Riesgo de España en comparación con Alemania



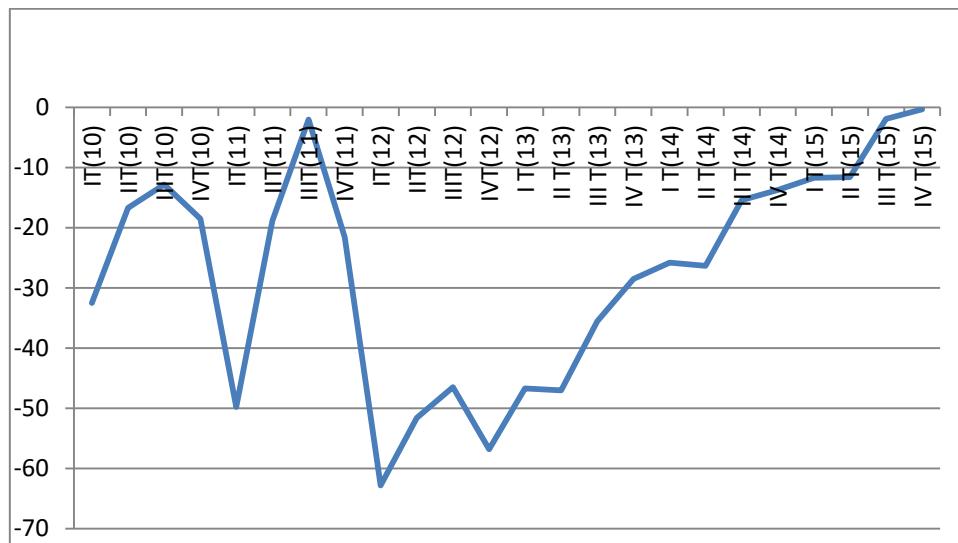
Fuente: [Datosmacro.com](http://www.datosmacro.com)

5.1.2. Reducida confianza de los empresarios

El Indicador de Confianza Empresarial (ICE) está elaborado por el INE y se ha empezado a publicar desde el año 2012 de forma trimestral. Su misión es analizar los establecimientos, con al menos un trabajador, distribuidos por regiones y está compuesto por tres variables: cifra de negocios, empleo e inversión.

Como se muestra en el Gráfico 5.6 la confianza de los empresarios va aumentando poco a poco, aunque sigue siendo negativa, alcanzando un valor de -0,3¹ en el cuarto trimestre del 2015, es decir, continuamos con una escasa confianza por parte de los empresarios pero pese a ello se prevé muy pronto una tendencia alcista por parte de los mismos, lo que supondría una reactivación de las fusiones y adquisiciones durante este año 2016.

¹ El ICE varía entre -100 y +100: valores positivos indican avances, mientras que datos negativos señalan retroceso de la actividad.

Gráfico 5.6. Evolución del Indicador de Confianza Empresarial

Fuente: Datos recogidos del INE (Notas de Prensa)

5.1.3. Situación mundial

A continuación se muestran los porcentajes de prima pagada durante los años 2014 y 2015 en los distintos países. Los valores en verde indican que la prima pagada ha aumentado con respecto al año anterior, y por el contrario los rojos muestran que la prima pagada ha descendido.

Tabla 5.7. Porcentaje de prima por término medio por países

PAÍSES	PORCENTAJE DE PRIMA PAGADA 2015	PORCENTAJE DE PRIMA PAGADA 2014
AMÉRICA	34,7	34,00
USA	34,6	34,80
CANADÁ	39,10	33,40
EUROPA ORIENTE MEDIO	25,50	24,50
ÁFRICA (EMEA)		
EUROPA	25,90	25,50
UK	34,10	36,10
JAPÓN	24,70	21,80

Fuente: Thomson Full Year 2015

Como podemos ver en la tabla 5.7 el porcentaje de prima pagada en la mayor parte de los países ha aumentado por lo que la confianza de los inversores durante el año 2015 ha tenido una trayectoria alcista, pero por el contrario en USA y UK ha sido opuesto, pagando menores porcentajes de prima.

6. MOTIVOS Y FACTORES QUE CONTRIBUYEN AL ÉXITO/FRACASO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

6.1 MOTIVOS ECONÓMICOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Como afirma Juan Mascareñas (2011) las empresas siempre han tendido a agruparse o separarse principalmente por motivos económicos. Ahora bien, cuando dos o más empresas se unen pueden perder la individualidad si lo hacen mediante una *fusión*, ya que consiste en un acuerdo mediante el cual las sociedades se comprometen a unir sus patrimonios formando una única sociedad.

Por otro lado existe otro método por el cual también podemos controlar la sociedad sin desprendernos de nuestro patrimonio, con el simple hecho de conseguir la mayoría de las acciones de la empresa vendedora, es decir *adquisición*.

El objetivo final de cualquier adquisición/fusión es la obtención de sinergias, es decir que el valor de la empresa combinada sea mayor que el valor de la empresa independiente (creación de valor), y de ello dependerá que la operación finalice en éxito o por el contrario sea un fracaso. Para ello debemos estar seguros de la existencia de una buena razón ya que la decisión va a afectar a todas las empresas que participen.

Dicho esto pasamos a valorar los motivos clave por los que comprar una empresa.

Tabla 6.1. Motivos por los que realizar una fusión o adquisición

MOTIVOS MÁS RENTABLES	MOTIVOS MÁS COMUNES
Creación de valor para el accionista	Perseguir el liderazgo del sector
Mejorar la gestión de la empresa adquirida	Obtener sinergias productivas
Aumentar la cuota de mercado	
Aumentar la rentabilidad	
Buscar productos y servicios complementarios	

Fuente: *Fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial “Néboa Zozaya”*

Al realizar las operaciones anteriormente citadas además de obtener beneficios estamos creando valor, el cual puede ser obtenido por las vías citadas a continuación:

- Economías de escala, es decir, cuando el coste unitario medio desciende al aumentar el volumen de producción.
- Economías de alcance, cuando el coste se reparte entre distintos productos.
- Mejora en la gestión, producido cuando se adquiere una empresa y los beneficios se ven incrementados ante una mejora en la gestión de la misma.
- Poder de mercado.

- Diversificación, mediante la adquisición de negocios no relacionados provocando una disminución del riesgo económico, o bien por la adquisición de títulos de otras empresas, formando parte de los accionistas y beneficiándose de los descuentos puesto que las primas no son utilizadas por empresas diversificadas.
- Empleo de fondos excedentes, invirtiendo su tesorería en la adquisición de otras empresas, beneficiándose del ataque de un “tiburón” que quiera aprovecharse de la liquidez.
- Otros.

6.2 FACTORES QUE CONTRIBUYEN AL ÉXITO

Podemos diferenciar de forma clara dos momentos, uno antes de la realización de la operación y otro tras la misma.

Por un lado antes de la operación la empresa adquiriente tendrá que establecer unos criterios de selección de las posibles empresas adquirientes, asegurándose de que la operación se ajusta a los objetivos de la empresa. Además tendrá que valorar las posibles sinergias y el modo en que se van a obtener. Otro factor que ha de estudiarse es el rango de precios que se va a estar dispuesto a pagar por la operación teniendo en cuenta que la empresa adquiriente no debe endeudarse demasiado. Todo ello tiene que hacerse mediante una comunicación controlada sin descuidar a los empleados, clientes y proveedores. En caso de que la operación no cumpla los requisitos deseados se debe abandonar la operación.

Por otro lado tras la operación se ha de formar un equipo con personas de las dos empresas para llevar a cabo un proceso de integración de forma rápida, a continuación hay que reorganizar ambas empresas puesto que ahora estamos ante una sola, teniendo en cuenta que posiblemente nos encontramos ante recursos obsoletos que habrá que eliminarlos y por último de debemos olvidar que cada empresa tendrá una cultura empresarial diferente que debemos unificar.

6.3 FACTORES QUE CONTRIBUYEN AL FRACASO

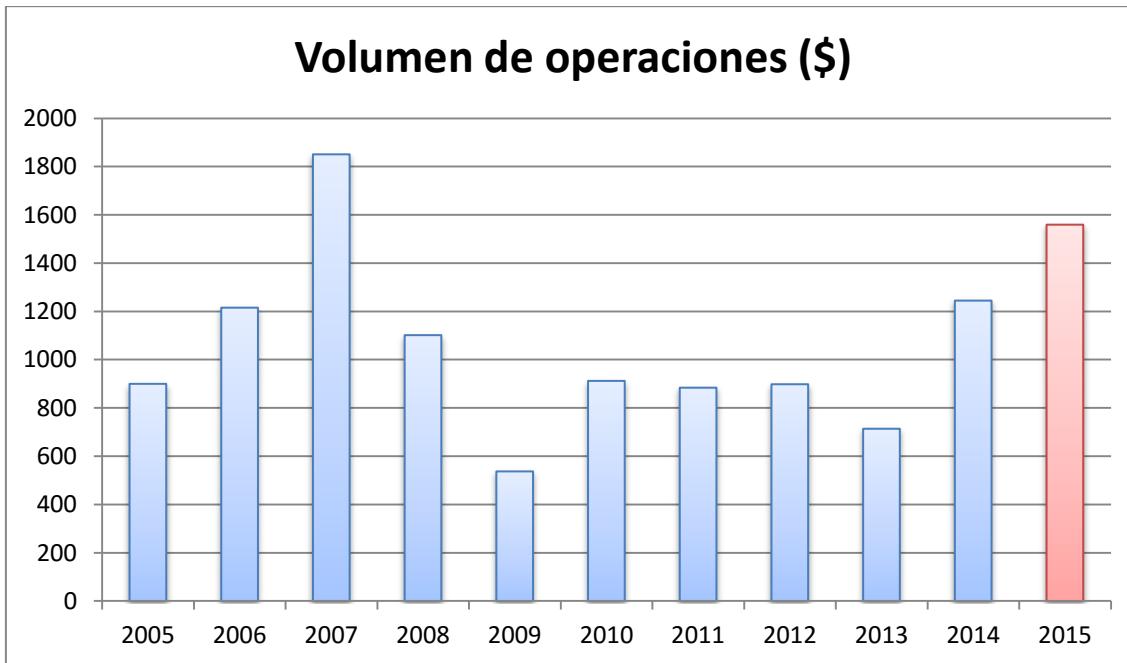
No todas las operaciones son exitosas, por eso debemos valorar también el motivo por el cual puede considerarse una operación como fracasada. Y esto puede venir determinado por la determinación de un precio inadecuado, o bien porque las sinergias han sido mal valoradas. Por otro lado puede no haberse entendido correctamente el negocio y esto puede dar lugar a un fracaso, la integración cultural entre ambas compañías puede provocar problemas y conllevar el resultado en algo erróneo. Otro elemento importante es que debemos valorar todos y cada uno de los agentes que afectan o pueden afectar a la operación, ya que si se nos pasa por alto alguno puede darnos lugar a un fracaso en la fusión y adquisición de la empresa.

7. EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES

7.1 EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES MEDIDO EN VOLUMEN

Posteriormente se muestra un análisis de la evolución que han sufrido las fusiones y adquisiciones de empresas desde el 2005 hasta finales del 2016, lo que nos permitirá ver de forma clara cómo ha influido la situación mundial a los empresarios a enfrentarse a estas operaciones de fusiones y adquisiciones.

Gráfico 7.1. Evolución de las fusiones y adquisiciones



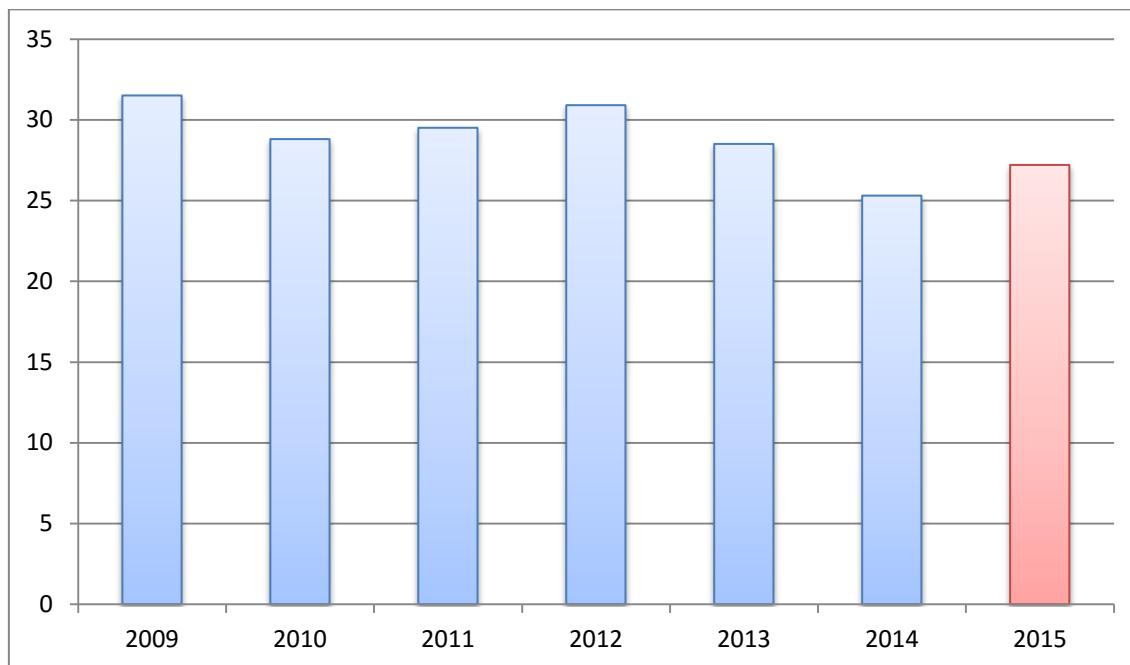
Fuente: Thomson Full Year 2015

Como se puede apreciar en el gráfico número 7.1, las operaciones sufren una tendencia alcista hasta el 2007, pero a partir del cual fue bajando de forma brusca durante los dos años posteriores hasta llegar a un 11.2% respecto al año anterior. A partir de este año tanto fusiones como adquisiciones oscilaron entre los 900\$ y 700\$, debido a la situación mundial de crisis. Afortunadamente a partir del año pasado se pudo notar una gran confianza en los inversores que hace que este hecho empuje a los empresarios a realizar operaciones y aumenten hasta un 37.5%. Además otro dato relevante que ayuda a elevar la confianza es que a finales del año 2015 se han hecho operaciones por valor de 1559.70\$, lo que me permite pensar que podemos estar ante otra tendencia alcista a partir del año 2014.

7.2. EVOLUCIÓN DE LA PRIMA PAGADA EN LAS OPERACIONES DE F&A

Otro factor que vamos a estudiar en las operaciones, como hemos visto anteriormente es el porcentaje de prima pagada, pero ahora el análisis será mundialmente.

Gráfico 7.2. Porcentaje de prima por término medio a nivel mundial



Fuente: Thomson Full Year 2015

Pues bien, como se aprecia en el gráfico número 7.2, el porcentaje de prima pagada a nivel mundial ha sido más o menos constante durante estos seis años anteriores, en los que cabría esperar que hubiese descendido, ya que como vimos en el análisis del porcentaje de prima pagada pero distribuida por países predominaban los países que habían reducido su confianza provocando una disminución en la prima pagada. Pues bien, no debemos olvidar que para que se lleve a cabo una fusión/adquisición no sólo entra en juego la capacidad del adquiriente, sino también el atractivo de la empresa a adquirir, ya que esto va a influir directamente en el objetivo que conlleva este tipo de operaciones que es maximizar el valor de la empresa.

Bien es cierto que el número de operaciones durante la crisis ha descendido de forma brusca pero es posible que las que se hayan hecho hayan tenido un valor importante para la empresa adquiriente ya que estaríamos ante una atractiva sociedad, de ahí que el porcentaje de prima pagada no haya descendido como en un principio podíamos pensar.

8. ANÁLISIS DE UNA OPERACIÓN DE COMPRA

Ahora pasaremos a hacer un estudio de una OPA (Oferta Pública de Adquisición) de Acciones de Jazztel formulada por Orange.

Una OPA tiene lugar cuando una empresa oferente (Orange) quiere adquirir acciones o valores de la sociedad afectada u opada (Jazztel), cuyo capital esté entero o en parte admitido a negociación en bolsa de valores, para de esta forma alcanzar, junto con lo que ya se poseía, una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad.

Orange anuncia el lanzamiento de una OPA por la totalidad de las acciones emitidas en la fecha de finalización del plazo de aceptación de Jazztel a un precio de 13€ por acción. Es el 30 de Octubre de 2014 cuando la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) acordó la admisión a trámite de la solicitud de autorización de la Oferta. La operación se financiará con dinero en metálico, lo que nos indica que los directivos son optimistas, porque cuanto más infravaloro la acción mayor coste de adquisición. Además, con este método, Jazztel evita tener que hacer una ampliación de capital que hace que afecte a la cotización de las acciones de forma negativa reduciendo el beneficio por acción. También busca el éxito por parte de los accionistas haciendo que éstos vendan y que la empresa pague en efectivo.

A pesar de que Orange no poseía acciones de Jazztel previo acuerdo a la Oferta la OPA fue un éxito y ha conseguido tener el 94.75% de las acciones de Jazztel.

Estamos ante una fusión horizontal, decimos que es una fusión puesto que se trata de una transacción donde ambas empresas se combinan y pierden su identidad. Y es horizontal ya que las dos empresas, tanto adquiriente como objetivo, pertenecen al sector de las telecomunicaciones.

Esto nos explica varias razones por las que se ha llevado a cabo la fusión de ambas empresas, una de ellas es que al pertenecer al mismo sector, uniéndose son mucho más potentes que separadas, y España es un mercado importante dentro del grupo de las telecomunicaciones después de Francia permitiendo que adopte Orange un importante valor estratégico en el mercado. Además ambas compañías crecieron en los últimos años tanto en cuota de mercado como en rentabilidad, llegando a ser líderes en un mercado muy competitivo. Otra ventaja es la obtención de sinergias por valor de 1.300 millones de euros que sin la fusión no hubiese sido posible.

Por tanto, con la unión de ambas empresas Orange puede conseguir el objetivo principal con sus clientes, que es la implantación de fibra óptica en 10 millones de hogares, que tampoco sería posible sin la operación de compra de Jazztel. Además con dicha operación se puede crear un operador convergente y de gran fortaleza.

Stéphane Richard (1961) nos afirma que era en aquel momento cuando era adecuada la compra, ya que la economía española había mejorado. El precio que se ofreció por la compra de Jazztel fue muy atractivo para los accionistas, puesto que representaba una prima sobre la cotización de Jazztel del 67% respecto al cierre de 2013.

Considero que estamos ante una OPA porque ha existido un acuerdo expreso entre la empresa oferente y la dirección de la empresa opada. En este caso ambas se ponen de acuerdo en precio y forma. Bien es cierto que la mayoría de las OPAS suelen ser amistosas, siempre bajo un acuerdo entre las partes pero ambas deben ceder ya que la confrontación solo genera “heridas” y gastos económicos muy elevados.

No se llevó a cabo ningún mecanismo de defensa por parte de Jazztel para evitar la OPA, como podemos ver en el folleto emitido por la CNMV Jazztel no emitió ningún tipo de dividendos durante el plazo de la OPA, reservas ni primas. De hecho Jazztel no satisfacía dividendos en ninguna ocasión y por el momento se mantendrá dicha política.

Podemos decir que esta propuesta se llevó a cabo con éxito mediante la emisión de una acción nueva de 0.80 euros de valor nominal por cada 4 títulos antiguos, emitiéndose con una prima de 9.71 euros por título.

Una vez conocida toda la información de ambas empresas pasamos a hacer un estudio teórico como analistas, donde nuestro objetivo es saber si el precio que se pagó por dicha operación se adecúa al precio objetivo o por el contrario está muy alejado. Para llegar al objetivo final se realizará una valoración por descuento de flujos de caja o Free Cash Flows (FCF). Para ello, comenzamos estimando el FCF de la empresa, para lo que vamos a partir del EBIT, ya que es el resultado de explotación. Para poder estimar el flujo de caja utilizamos los datos facilitados en la página de ²Jazztel.

1. Cálculo de la tasa impositiva a aplicar en el cálculo del NOPAT (Next Operating Profit After Taxes).

La tasa impositiva se calcula como el cociente entre la cifra de impuestos que figura en la cuenta de P&G de Jazztel a cierre de 2014 y el beneficio antes de impuestos.

Tabla 8.1. Cálculo de la tasa de impuestos

Impuestos	
t	10,20 / 39,80=25,63%

Fuente: "Inversores.bolsa.jazztel.com
Datos en millones de Euros

2. Cálculo del NOPAT.

El NOPAT es el beneficio operativo después de impuestos, que se calcula restando al resultado de explotación del 2014 el porcentaje de tasa impositiva sobre dicho resultado.

² Todos los datos sacados de la página de Jazztel están multiplicados por dos, ya que la información es de la mitad del año.

Tabla 8.2. Cálculo del NOPAT

EBIT	50,00
(Impuestos *EBIT)	(25,63% * 50,00)=(12,82)
NOPAT	37,19

Fuente: "Inversores.bolsajazztel.com

Datos en millones de Euros

3. Cálculo del FCF (Free Cash Flow)

Si a la cifra anterior le añadimos la amortización de Jazztel procedente del Balance de Situación del año 2014 estaríamos ante el Flujo de Caja Bruto u Operativo.

Tabla 8.3. Flujo de Caja Bruto

EBIT	50,00
(Impuestos *EBIT)	(25,63% * 50,00)=(12,82)
NOPAT	37,19
+Amortización	57,40
C.F. Operativo	94,59

Fuente: "Inversores.bolsajazztel.com

Datos en millones de Euros

4. Cálculo del NOF (Necesidades operativas de Fondos) y el CAPEX (inversión en activo fijo).

Para finalmente calcular el FCF (Free Cash Flow), se deben tener en cuenta las necesidades de inversión en circulante (NOF o Necesidades operativas de Fondos) y las necesidades de inversión en activo fijo (CAPEX), de manera que el flujo de caja resultante refleje el flujo de caja disponible para accionistas y acreedores.

Para el cálculo del NOF tendremos que ver la variación en el Balance de situación del 2014 y 2013 en las partidas de clientes, proveedores y existencias, y lo restaremos o sumaremos en función del aumento/disminución de un año a otro.

En relación al CAPEX, que es la suma del incremento durante los años 2013 y 2014 en dos partidas, una es la de expansión y la otra la de mantenimiento. Es decir, el incremento del activo fijo neto más la amortización del periodo, en este caso Jazztel en sus análisis económicos financieros nos aporta el dato del CAPEX directamente por lo que no necesitamos hacer ningún cálculo.

Tabla 8.4. Cálculo del NOF

(NOF)	
+ Clientes	0,070192
+ Existencias	(0,730)
-Proveedores	(0,112390)
	(0,772198)

Tabla 8.5. Cálculo del CAPEX

(CAPEX)	22,40
---------	-------

Fuente: "Inversores.bolsa.jazztel.com"

Datos en millones de Euros

5. Cálculo del FCF.

Una vez que hemos hallado el NOF y el CAPEX, ambos en este caso se los sumamos al CF Operativo, llegando finalmente a conocer la cantidad de FCF.

Tabla 8.6. Flujo de Caja Libre

EBIT	50,00
(Impuestos *EBIT)	(25,63% * 50,00)=(12,82)
NOPAT	37,19
+Amortización	57,40
C.F. Operativo	94,59
(NOF)	0,77
(CAPEX)	(48,30)
FCF	47,06

Fuente: "Inversores.bolsa.jazztel.com"

Datos en millones de Euros

A partir del esquema anterior obtenemos el Flujo de Caja Libre, es decir, los flujos de caja que producen los activos de la empresa. Éstos pueden ser repartidos entre los accionistas y los acreedores. Posteriormente se muestran los flujos de caja de forma gráfica en el tiempo.



6. Cálculo del WACC (Weighted Average Cost of Capital)

No debemos olvidar que nuestro objetivo final es saber el precio objetivo de Jazztel y compararlo con el que se pagó por dicha operación. Para ello debemos conocer previamente el valor de la empresa y el de las acciones. Debemos comenzar

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

por saber la remuneración exigida por los accionistas y acreedores financieros, ya que la rentabilidad será mayor en función del riesgo asignado a los Cash-flows.

La fórmula que utilizaremos para el cálculo del coste medio ponderado de capital es la que se muestra a continuación;

$$WACC = K_o = K_e \frac{FP}{FP+D} + Kd(1-t) \frac{D}{D+FP}$$

K_o, WACC: Coste de capital

K_e: Coste de los accionistas

Kd: Coste de la deuda

FP: Fondos Propios

D: Deuda

t: impuestos

A continuación vamos a realizar el cálculo de la rentabilidad de los accionistas, el coste medio ponderado y el coste de la deuda.

- Cálculo del coste de los accionistas

Calcularemos el K_e con la siguiente fórmula que se muestra a continuación;

$$K_e = R_f + \beta^*(R_m - R_f)$$

R_f: Rentabilidad de los activos libre de riesgo

R_m: Rentabilidad del mercado

B: Coeficiente de volatilidad

Tabla 8.7. Cálculo del rendimiento exigido por los accionistas

Ke	
R _f	1,76%
Beta	0.47
R _m	X

Fuente: "La bolsa de Madrid"

- Cálculo de la rentabilidad del mercado

Para poder obtener la rentabilidad del mercado nos fijamos en la rentabilidad del IBEX 35 con los datos facilitados en la Bolsa de Madrid.

Tabla 8.8. Cálculo de la rentabilidad del IBEX 35

Rentabilidad del IBEX 35	
AÑO	
1996	47,05
1997	44,46
1998	38,64
1999	20,08
2000	-20,54
2001	-6,06
2002	-26,50
2003	32,19
2004	21,09
2005	21,98
2006	36,04
2007	10,71
2008	-36,50
2009	38,27
2010	-12,93
2011	-7,75
2012	2,78
2013	21,41
2014	3,66
2015	-6,31
	6,14%

Fuente: "La bolsa.com"

Una vez obtenidos los datos anteriormente citados procedemos al cálculo, de tal manera que si hacemos la media de los últimos 15 años (desde el 2001 hasta 2015) subsanamos las cifras negativas y los valores que son excesivamente alto, dándonos lugar a la rentabilidad aproximada del mercado.

$$K_e = R_f + \beta^* (R_m - R_f)$$

$$K_e = 1,76\% + 0,47 * (6,14\% - 1,76\%) = 3,82\%$$

- Cálculo del coste de la deuda

El coste de la deuda se calcula como el cociente entre los gastos financieros y la deuda, por tanto nos ayudamos de la fuente citada al inicio del supuesto para conocer la deuda y los fondos propios. En relación a la información de los gastos financieros nos lo muestra la misma fuente pero del año 2014.

Tabla 8.9. Cálculo del coste de la deuda

Kd		
Gastos Financieros	26.979	
Deuda financiera	652.538	41,69%
	4,14%	
Fondos Propios	912.756	58,31%

Fuente: "Inversores.bolsa.jazztel.com
Datos en miles de Euros

Como podemos observar en la tabla anterior la empresa se está financiando en un 41,69% con deuda y un 58,31% con fondos propios. Esta valoración nos permite afirmar que Jazztel está equilibrada en cuanto a financiación, aunque debiera de intentar disminuir este porcentaje de financiación de deuda un poco más provocando un aumento en la financiación de fondos propios.

A continuación pasaremos al cálculo del coste medio ponderado (WACC) sustituyendo en la fórmula siguiente los datos anteriormente calculados.

$$WACC = K_o = K_e \frac{FP}{FP+D} + Kd(1-t) \frac{D}{D+FP}$$

$$K_e \frac{FP}{FP+D} = 3,82\% * 58,31\% = 2,227442$$

+

$$Kd(1-t) \frac{D}{D+FP} = 4,14\% * (1 - 25,63\%) * 41,69\% = 1,2836009$$

$$\underline{3,5110429 = 3,51 = WACC}$$

7. Cálculo del valor de la empresa.

A partir de la estimación del FCF y del WACC, calculamos el valor de la empresa mediante la actualización de los FCF de manera indefinida a un tipo de descuento igual al WACC, además vamos a suponer una tasa de crecimiento de los dividendos (g) que tenemos que calcular previamente de la siguiente manera:

$$g = ROE (1 - Pay out)$$

ROE: Rentabilidad Financiera

Pay Out: Dividendos/ Beneficio Neto

$$g = 0,16 * [1 - (0 / 76.000.000)] = 16\%$$

Los dividendos en este caso son 0 porque Jazztel no repartía dividendos antes de la OPA.

Una vez que sabemos cuál es la tasa de crecimiento de los dividendos calculamos el valor de empresa.

$$VE_0 = \frac{FCF_1}{WACC+g}$$

$$VE_0 = 47,06 / (3,51\% + 16\%) = 241,20 \text{ millones de €}$$

8. Cálculo del valor de las acciones.

Finalmente el valor de las acciones se calcula restando al valor de la empresa calculado anteriormente, menos la deuda financiera (Deuda menos tesorería) obtenida dicha información del balance de Jazztel del 2014.

$$\text{Valor de las Acciones} = VE - \text{Deuda Financiera Neta}$$

$$\text{Valor de las Acciones} = 241,20 - (0,460138) = 240,74 \text{ millones de €}$$

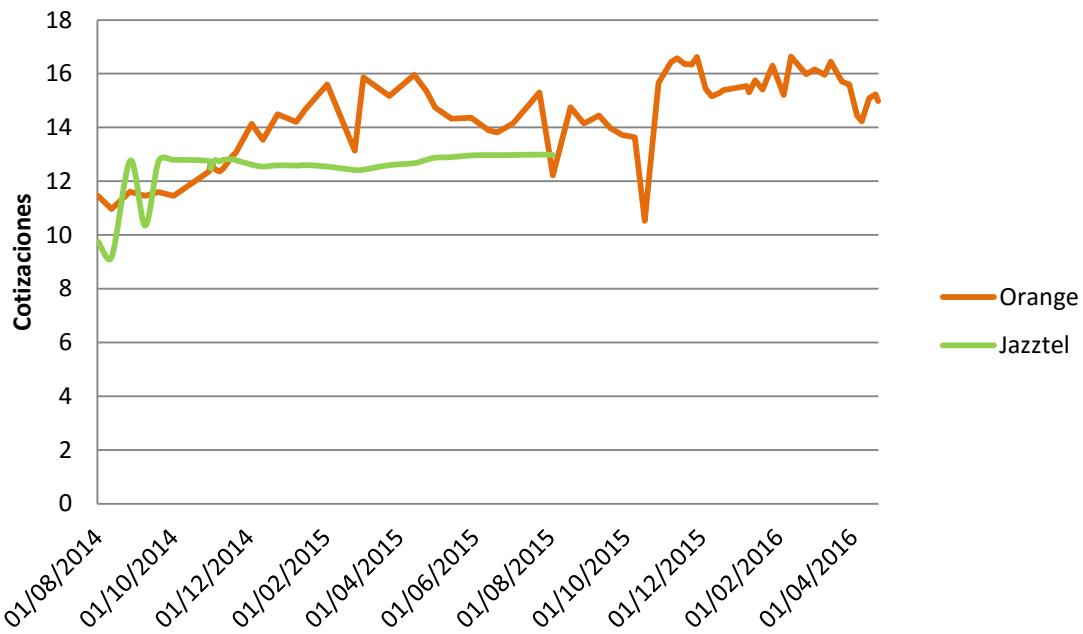
9. Cálculo del precio objetivo.

Por último, hallamos el precio objetivo de Jazztel como el cociente del valor de empresa entre el número de acciones de Jazztel. Para ello consultamos el folleto de la OPA facilitada en la página de la CNMV, allí nos muestra que la cantidad de acciones que poseía Jazztel era de 37.781.536.

$$P_o = \frac{VE}{Nº \text{Acciones}}$$

$$P_o = 240.740.000 / 37.781.536 = 6,37 \text{ €/acción}$$

El último precio cerrado de cotización de Jazztel el 18/08/2015 fue de 12.98€/acción, fecha en la que finalmente Orange se hace propietario en su totalidad de Jazztel. Como analista, yo considero que la acción debería de valer en el mercado 6,37€, es decir, considero que la acción está muy cara en el mercado, puesto que el precio de cotización es mayor que mi precio objetivo. Este análisis nos permite afirmar que la empresa está sobrevalorada en el mercado.

Gráfico 8.10. Cotizaciones de Orange y Jazztel

Como vemos en el gráfico antes del lanzamiento de la OPA Jazztel en ocasiones se sitúa por encima de Orange y partir de la aprobación de la misma podemos decir que Jazztel se mantiene constante hasta agosto que es el último dato de cotización, momento en que se produce la compra de Jazztel.

En relación a Orange en el momento de la aprobación de la OPA tiene una pequeña caída pero dentro de sus rangos habituales y a partir de dicha fecha empieza a subir progresivamente hasta el año 2015 donde tiene varios altibajos importantes, pero a pesar de esto actualmente está creciendo rápidamente.

Ambas actuaciones son las previstas en los lanzamientos de OPAS, lo habitual a c/p es que la empresa objetivo aumente su cotización y la adquiriente caiga. En este caso como Jazztel deja de cotizar su evolución no se puede valorar y percibir, pero sí que podemos ver que en Orange se produce el efecto esperado, en agosto cae de forma radical y no se recupera definitivamente hasta finales de año del 2015.

Por el contrario a l/p lo habitual es que la empresa adquiriente sea la que supere el precio de cotización de la objetivo, además sus acciones ganarán más valor ya que las acciones del comprador caerán menos que lo que suben en el momento de la compra las del vendedor. Como se ve en el gráfico, esto se cumple, ya que hasta el día de hoy 24/04/2016 la cotización de Orange se ha recuperado e incluso se venden más caras que el momento de la OPA.

9. CONCLUSIÓN

La situación económica en la que nos encontrábamos desde el 2007 aproximadamente hasta el momento actual ha provocado que las fusiones y adquisiciones de empresas no pasen por el mejor momento como estábamos acostumbrados.

Como bien hemos oído y leído en diversos medios de comunicación el PIB estuvo disminuyendo durante años, hecho que hemos podido confirmar con el estudio. Este indicador es fundamental para medir la riqueza de un país y por supuesto tiene un efecto de forma directa en la realización de las fusiones y adquisiciones de empresas. Como se pueden ver en los gráficos anteriormente desarrollados, este índice se ha ido incrementando a partir del año 2013 con expectativas crecientes hasta el 2017, año en el cual el PIB puede llegar a alcanzar la cifra del año 2008, momento cuyo indicador llegó a conseguir el mayor PIB antes de la crisis. El efecto que esto provoca en la sociedad es sin duda un crecimiento económico, lo que nos refleja una posible tendencia alcista que puede reactivar las operaciones de fusiones y adquisiciones. Pues bien, si se produce este aumento de la tasa del PIB produce una repercusión directa en la tasa de empleo de forma positiva, lo que haría aumentar el mercado con mayor número de sociedades que podrían optar a la posibilidad de una fusión y/o adquisición de las mismas.

Por otro lado tenemos otro factor que valorar positivamente, este es la prima de riesgo, ya que ha ido disminuyendo paulatinamente desde el 2014, provocando un efecto reductor en el coste de financiación de las empresas, y fomentando así la reavivación de las fusiones y adquisiciones.

Pues bien, las expectativas como se puede apreciar son alcistas, con esperanzas de una pronta reanimación de las fusiones y adquisiciones de empresas, pero de nada sirve esto si la confianza de los empresarios no es elevada. Hasta la fecha sigue siendo negativa pero cada vez menor, lo que nos da a entender que aunque no sea inmediata la reactivación de dichas operaciones, la recuperación está muy cerca.

Prueba de lo anterior es que hasta el año 2007 el volumen de operaciones fue bastante elevado y no ha vuelto a destacar hasta el 2014, año en el cual ha empezado de nuevo a aumentar con respecto a los años anteriores, pero eso no es todo, porque durante el pasado año 2015 el volumen de operaciones ha aumentado superando los valores de los años anteriores.

En definitiva, todos los estudios realizados anteriormente nos guían hacia la misma expectativa de futuro para dichas operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, esto es, la pronta reactivación, ya que el aumento de uno de los factores, principalmente el PIB, hace que tenga un efecto cadena en el resto de los indicadores y provoque un aumento en los que afectan de forma positiva y una disminución en los negativos.

10. BIBLIOGRAFÍA

- Comisión Nacional del Mercado de Valores.2015. Madrid: CNMV. [Consulta en Diciembre]. Disponible en:
<https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/ListaOPAS.aspx?nif=N0067816I>
- Diario Económico e información de mercados. 2016. Madrid: Expansión [Consulta Abril]. Disponible en: <http://www.datosmacro.com/primerriesgo/espana>
- Diario Económico e información de mercados. 2016. Madrid: Expansión [Consulta Diciembre]. Disponible en: <http://www.expansion.com/>
- Muñoz, R. 2014. Madrid: Elpais.com [Consulta Diciembre]. Disponible en: http://economia.elpais.com/economia/2014/10/11/actualidad/1413048898_242643.html
- Instituto Nacional de Estadística. 2014. Madrid: INE. INEbase, Encuesta de Población Activa 2014. [Consulta Abril]. Disponible en <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0314.pdf>
- Instituto Nacional de Estadística. 2015. Madrid: INE. INEbase, Encuesta de Población Activa 2015. [Consulta Abril]. Disponible en <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0415.pdf>
- Atozqui, A. 2015. Madrid: Invertia.com [Consulta Diciembre]. Disponible en: <http://www.invertia.com/noticias/orange-mercado-cree-oferta-jazztel-atractiva-3037134.htm>
- Jazztel.2014. [Consulta Diciembre]. Disponible en:
http://corporativo.jazztel.com/files/inversores/Resultados_Trimestrales/Resultados%20del%20Q2%20de%202014/Resultados%20del%20segundo%20trimestre%20de%202014.pdf
- Jazztel.2015. [Consulta Diciembre]. Disponible en:
http://corporativo.jazztel.com/files/inversores/Resultados_Trimestrales/Resultados%20del%20Q2%20de%202015/Resultados%20del%20segundo%20trimestre%20de%202015.pdf
- La Bolsa de Madrid. 2016. Madrid: La Bolsa de Madrid. [Consulta Abril]. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Portada/Portada.aspx>
- Mascareñas Pérez-Iñigo, Juan (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Madrid. Editorial del Economista.

NURIA REBOLLEDO PEÑA

- Rogers, R. (Full Year 2015). *Mergers & Acquisitions Review Reuters Financial Advisors.* Thomson Reuters. 2015. [EEUU]. Disponible en: [http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-\(E\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-(E).pdf)
- Zozaya González, Nevoa (Marzo 2007). *Fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial.* Madrid. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS