



GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

CURSO ACADÉMICO 2015-2016

TRABAJO FIN DE GRADO

Mención en Finanzas

VALORACIÓN Y ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

BUSINESS ASSESSMENT AND ACQUISITION

ADRIANA ALLICA LÓPEZ

DRA. BELÉN DÍAZ DÍAZ

JULIO 2016

ÍNDICE

1. RESUMEN.....	2
2. INTRODUCCIÓN.....	4
3. COMPARATIVA OPERACIONES ANUNCIADAS, EFECTIVAS Y PRIMAS PAGADAS EN LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS EN LOS AÑOS 2009 Y 2015.	5
3.1. Operaciones anunciadas	6
3.2. Operaciones efectivas	10
3.3. Primas pagadas.....	20
4. VALORACIÓN EMPRESA SACYR, SA	36
5. ANALISIS OPA ENTRE MERLON PROPERTIES SOCIMI, SA Y TESTAINMUEBLES EN RENTA, SOCIMI, SA.....	41
6. CONCLUSIONES.....	46
7. BIBLIOGRAFÍA.....	47

1. RESUMEN

Las empresas constituyen una parte esencial y necesaria de las economías. Para alcanzar o lograr sus objetivos de crecimiento u expansión emplean lo que conocemos como adquisiciones y fusiones. Como los mercados donde operan son cambiantes, las empresas se tienen que adaptar. Al igual que el fin de dichas operaciones.

En 2008 con la caída de Lehman Brothers, se inició un gran periodo de depresión, las bolsas sufrieron grandes caídas y las empresas comenzaron a sopesar los efectos de esta inestabilidad.

Para conocer lo ocurrido en estos últimos años hemos realizado la primera parte de nuestro trabajo, en la que realizamos una comparativa entre los inicios de la crisis económica mundial, el año 2009, y un periodo post-crisis como puede ser el año 2015. Por lo general, ha existido una mejora de las economías en estos últimos años lo que ha provocado un aumento en el número de operaciones realizadas, y los sectores más castigados han sido los de la construcción y el inmobiliario que son en los que menos prima se paga por las operaciones.

En segundo lugar, hemos valorado si Sacyr SA, una empresa constructora, podría ser una buena opción para invertir en ella. Para el análisis hemos utilizado Flujos de Caja y el Wacc que hemos calculado y con los que hemos creado tres escenarios posibles, con un crecimiento moderado. El resultado del análisis ha concluido positivamente, es decir, en los tres escenarios la empresa está infravalorada, y por tanto, sería una buena opción de inversión.

Por último y no menos importante hemos analizado la Oferta Pública de Adquisición llevada a cabo por Merlin Properties, S.A para adquirir Testa Inmuebles en Renta SOCIMI, S.A. Esta OPA se realizó con un fin estratégico, y principalmente para aumentar cuota de mercado. Tras estudiarla, hemos observado que el mercado penalizó a ambas empresas tras realizar la OPA, penalizando en mayor magnitud a la empresa oferente.

Companies make a special and necessary part of the world economies.

To achieve its growth and expansion goals, businesses employ mergers and acquisitions. Markets where they operate are constantly changing. Companies have to adapt, and the same happens with M&A.

In 2008, when Lehman brothers fell, it began a world wide economic crisis, the world stock market suffered big falls and companies began to feel the effects of this instability.

This is the main reason for this project. Firstly, we analyzed the evolution of this operations. We have compared the beginning of this world wide crisis (2009) and post crisis period, as the year 2015. Besides of economies recovering in these last years, we have been able to conclude that the number of operations made (in general) has increased. We have also concluded that the sectors where the paid premiums have decreased the most have been construction and real estate.

Next, we have evaluated if Sacyr SA, a construction company, could be a good option to invest on. After analyzing its value with free cash flow methodology, we have created three possible scenarios, with different growth rates. The result we have obtained is that in the 3 scenarios, Sacyr is undervalued, so it is a really good option to invest. Last but not least, we have analyzed the acquisition between Merlin Properties, S.A and Testa Inmuebles en Renta SOCIMI, S.A.. The acquirer made this acquisition with the aim to grow. Finally, we can say that the market penalized both companies after doing the acquisition

2. INTRODUCCIÓN

Desde principios de siglo, el mundo de las adquisiciones y fusiones de empresas han constituido una de las maneras más recurrentes para ganar cuota de mercado y competitividad, es decir, se han empleado como instrumento de crecimiento empresarial (Zozaya, 2007).

También es cierto que, hasta el año 2008, la situación de los distintos factores determinativos para el desarrollo de este tipo de operaciones era positiva como la bonanza de las economías, los bajos tipos de interés y la evolución positiva de las bolsas, lo que todo ello propiciaba un aumento en la realización de este tipo de operaciones, tanto que, se llegó a alcanzar el mayor auge de realización de adquisiciones y fusiones registrado hasta el momento. Por otro lado, la apertura y la globalización ha reforzado la competencia a la que se enfrentan las empresas, teniendo que competir en costes, tamaño y capacidad tecnológica.

Hoy en día, las adquisiciones y fusiones de empresas, en muchos casos, se han convertido en una estrategia de supervivencia. Tras el desplome de los mercados en 2008 y la inestabilidad económica mundial, muchas empresas optan por realizar este tipo de operaciones para seguir subsistiendo (Zozaya, 2007).

Concretamente en España, entrar a formar parte en la Unión Europea ayudó al crecimiento económico del país y este facilitó la realización de este tipo de operaciones. Además, la existencia de un gran número de empresas, la falta de interés de los dueños de las PYMES y las nuevas condiciones fiscales favoreció la realización efectiva de adquisiciones y fusiones (Zozaya, 2007).

En los últimos dieciséis años las adquisiciones y fusiones se han convertido en una estrategia fundamental para el crecimiento empresarial, por ello con este proyecto se pretende analizar y estudiar con mayor profundidad este tipo de operaciones en una serie de zonas intentando abarcar un análisis a nivel mundial. El informe está dividido en tres grandes partes, en primer lugar, hemos comparado las operaciones anunciadas, efectivas y las primas pagadas en dos momentos diferentes, al inicio de la crisis económica mundial (año 2009) y en la actualidad (2015), en segundo lugar, hemos valorado la empresa Sacyr SA que cotiza en el Ibex 35. Y, por último, hemos analizado

la OPA llevada a cabo por Merlin Properties, S.A., para adquirir acciones de Testa Inmuebles en Renta SOCIMI, S.A.

3. COMPARATIVA OPERACIONES ANUNCIADAS, EFECTIVAS Y PRIMAS PAGADAS EN LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS EN LOS AÑOS 2009 Y 2015.

Tras años de estudio, se ha ido estudiado los diferentes motivos por los cuales las empresas llevan a cabo adquisiciones y/o fusiones. Hoy en día los propietarios de las empresas no suelen ser los gestores de las mismas, surgiendo así problemas a la hora de definir los objetivos principales. En general, los accionistas o dueños de una empresa desean maximizar el valor de sus acciones, mientras que los retos de los gestores pueden ser más variados, y maximizar el valor de la empresa es sólo uno de ellos, pudiéndoles resultar igual de importante el poder y el crecimiento que alcance la empresa o incluso su propia persona. (Zozaya, 2007)

Para alcanzar los siguientes objetivos las empresas llevan a cabo adquisiciones y/o fusiones entre ellas. Uno de los principales objetivos de una empresa es la creación de valor, para poder alcanzarlo existen diferentes estrategias a seguir, entre ellas, las adquisiciones o fusiones de empresas. Los principales motivos por los que se realizan este tipo de operaciones en la actualidad pueden dividirse en dos grupos. Un primer grupo formado por motivos más racionales como la búsqueda de sinergias operativas o financieras, economías de integración vertical, mejoras en la gestión o eliminación de ineficiencias, empleo de fondos extraordinarios de la empresa, y obtención de recursos complementarios al adquirir otras empresas. Y un segundo, formado de motivos más irracionales como obtención de un mayor poder de mercado, diversificación, menores costes de financiación o incluso, propios intereses de los directivos.

Como hemos dicho anteriormente en este proyecto hemos llevado a cabo una comparativa entre el año 2009 y 2015 en las siguientes zonas geográficas: América, África, Europa, Asia-Pacífico, la cual nos ha permitido analizar lo ocurrido en estos los últimos años con las adquisiciones y fusiones desarrolladas por las empresas.

Para realizar dicha comparativa, hemos utilizado datos del año 2009, en el que la situación económica mundial era bastante inestable, ya que la caída de los mercados mundiales era bastante reciente con la caída de Lehman Brothers en 2008, y datos del

año 2015, en el cual la situación económica ha mejorado en mayor o menor medida en las distintas zonas geográficas analizadas.

La comparativa está estructurada en tres partes, una primera parte en la que hemos analizado las operaciones anunciadas diferenciándolas por cantidad y en dólares, una segunda parte en la que hemos estudiado las operaciones realmente realizadas, operaciones efectivas, y una tercera parte en la que hemos comparado las primas pagadas en este tipo de operaciones en las diferentes áreas geográficas.

3.1. Operaciones anunciadas

	2015		2009	
	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>
América	2.517.835,60	12.753,00	921.679,90	11.776,00
África	80.107,20	1.253,00	49.288,80	1.010,00
Europa	907.480,40	14.786,00	580.985,40	13.825,00
Asia-Pacífico	1.142.542,30	11.250,00	232.502,60	10.386,00
Japón	99.601,90	2.271,00	104.890,50	2.484,00

Tabla 3.1.1 Operaciones anunciadas (Rogers, 2015)

Analizando los datos anteriores observamos que, en el año 2009, con la inestabilidad económica mundial existente, se anunciaban menos número de operaciones por las empresas en América, África, Europa y Asia-Pacífico que en 2015. Mientras en Japón es todo lo contrario, se anuncian más operaciones en 2009 que en 2015. Para visualizar mejor las diferencias entre ambos años hemos elaborado la siguiente tabla;

	Comparativa	
	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>
América	1.596.155,70	977,00
África	30.818,40	243,00
Europa	326.495,00	961,00
Asia-Pacífico	910.039,70	864,00
Japón	-5.288,60	-213,00

Tabla 3.1.1 Comparativa Operaciones Anunciadas

En América desde el año 2009 al año 2015 aumenta en 977 el volumen de operaciones anunciadas, lo que supone 1.596.155,70 dólares. En el caso de África el volumen de operaciones anunciadas, aumenta en 243, lo que supone 30.818,40 dólares. En Europa sufre un aumento en el número de operaciones anunciadas de 961, lo que implica monetariamente 326.495 dólares. Para Asia-Pacífico también aumenta el volumen de operaciones anunciadas en 864, lo que supone 910.039,7 dólares. Mientras que, en Japón, como hemos dicho anteriormente, el número de operaciones realizadas disminuye desde el año 2009 al 2015, representando una disminución monetaria de 5.288,6 dólares. Para una mejor visualización de las diferencias que acabamos de comentar, hemos elaborado los siguientes gráficos:

Nº OPERACIONES ANUNCIADAS

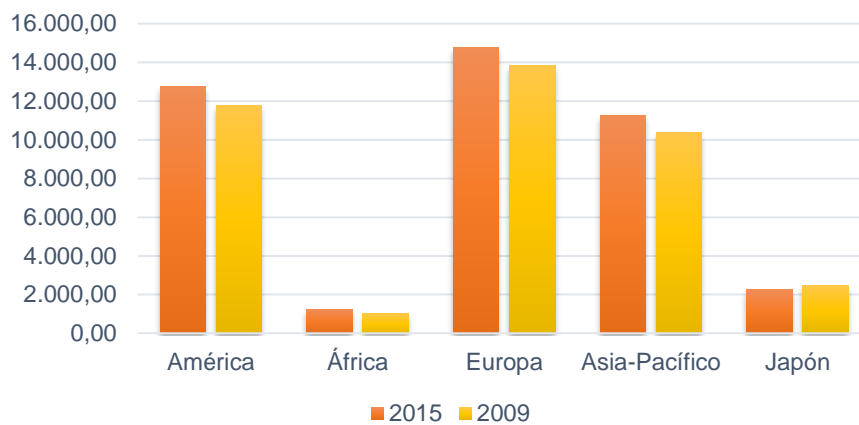


Gráfico 3.1.1 Comparativa número de operaciones anunciadas

OPERACIONES ANUNCIADAS (\$)

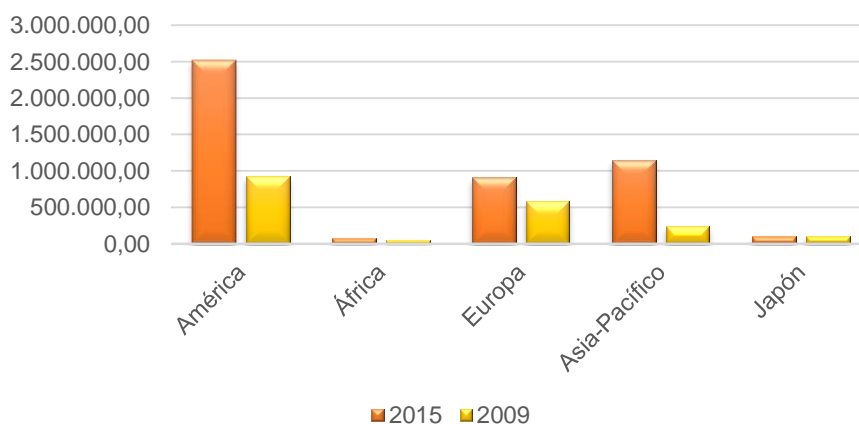


Gráfico 3.1.1 Comparativa operaciones anunciadas dólares

	Operaciones anunciadas			
	2015		2009	
	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>
América	53%	30%	49%	30%
África	2%	3%	3%	3%
Europa	19%	35%	31%	35%
Asia-Pacífico	24%	27%	12%	26%
Japón	2%	5%	6%	6%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabla 3.1.2 Porcentajes de operaciones anunciadas de cada zona geográfica en 2009 y 2015

Para obtener un resultado más detallado podemos concluir con que si analizamos las zonas geográficas solo respecto al **volumen de operaciones anunciadas**, observamos que tanto en 2009 como en 2015 es muy similar siendo Europa la que más número de operaciones anuncia seguida de América, Asia-Pacífico, Japón y África.

En cambio, si consideramos solo el **valor monetario** que representan esas operaciones anunciadas obtenemos que la proporción en la que aumenta Asia-Pacífico es igual a la que disminuye Europa, suponiendo un incremento en Asia-Pacífico de un 12% y una disminución del 12% en Europa, quedado así América, Asia-Pacífico, Europa, África y Japón. Estas últimas variaciones pueden deberse a tipos de cambio, o que las primas pagadas por las empresas son mayores en Asia-Pacífico que, en Europa, o simplemente el valor de este tipo de operaciones en Asia-Pacífico es mayor que en Europa.

Nº OPERACIONES ANUNCIADAS 2015

■ América ■ África ■ Europa ■ Asia-Pacífico ■ Japón

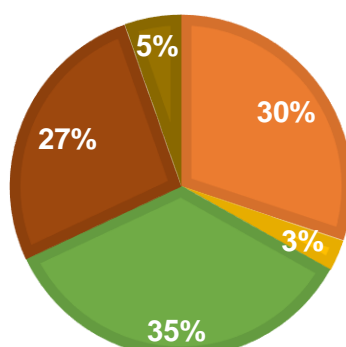


Gráfico 3.1.2 Proporción del número de operaciones anunciadas por cada zona geográfica en 2015

Nº OPERACIONES ANUNCIADAS 2009

América África Europa Asia-Pacífico Japón

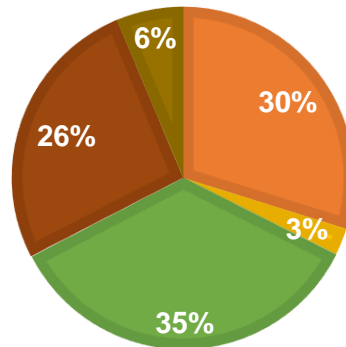
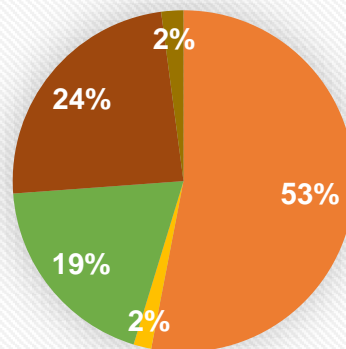


Gráfico 3.1.3 Proporción del número de operaciones anunciadas por cada zona geográfica en 2009

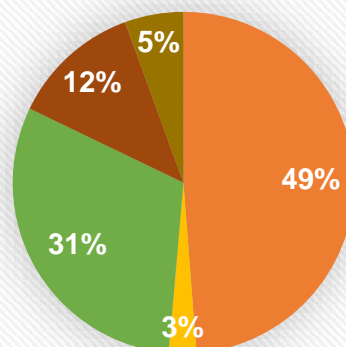
Operaciones Anunciadas 2015 (\$)



América África Europa Asia-Pacífico Japón

Gráfico 3.1.4 Proporción en dólares de las operaciones anunciadas en cada zona geográfica en 2015

Operaciones Anunciadas 2009 (\$)



América África Europa Asia-Pacífico Japón

Gráfico 3.1.5 Proporción en dólares de las operaciones anunciadas en cada zona geográfica en 2009

Para concluir con este capítulo podemos decir que América es la zona geográfica donde se ha producido un mayor aumento desde 2009 en el número de operaciones anunciadas, seguido de Europa, Asia-Pacífico, y África, mientras que en Japón no ha ido acorde con la recuperación económica, y ha disminuido.

3.2. Operaciones efectivas.

	2015		2009	
	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>
América	1.672.097,00	10.729,00	926.233,60	9.147,00
África	68.439,10	849,00	37.904,10	621,00
Europa	669.009,40	12.441,00	587.561,80	11.642,00
Asia-Pacífico	691.792,10	5.768,00	203.886,20	6.243,00
Japón	59.423,80	1.426,00	66.805,60	2.339,00

Tabla 3.2.1 Operaciones Efectivas (Rogers, 2015)

A continuación, analizamos la situación respecto a las operaciones realmente realizadas en el año 2009 y 2015. En general, es habitual que el número de operaciones efectivas sea inferior al número de operaciones anunciadas, puesto que no siempre tienen éxito este tipo de operaciones

El éxito de una fusión o compra, estará muy ligada a la correcta estructura de la oportunidad, teniendo en cuenta factores, tales como los recursos de las empresas, las restricciones legales y regulatorias, el entorno macroeconómico, etc. Es muy importante analizar la posición competitiva del comprador y la empresa objetivo, realizando una valoración objetiva de la operación, lo que requiere a menudo un buen asesoramiento de especialistas, y poseer un alto poder de negociación. Para que este tipo de operaciones se realicen con éxito, es necesario identificar y analizar las sinergias que se derivarán, además de tener presente los perfiles de organización y la cultura empresarial de ambas empresas, ya que su integración puede resultar muy difícil.

A medio plazo, el éxito dependerá del tamaño y alcance global de la empresa y de cómo se integren las empresas sin repercutir en el trabajo del día a día. Sin embargo, atender a todos estos argumentos es una condición necesaria pero no suficiente de éxito.

Una vez realizada la operación, el éxito final podría peligrar si se descuida la integración y planificación posteriores, es decir, si la empresa se centra demasiado en recortar costes y olvida los negocios habituales, si desatiende a clientes, proveedores y empleados por prestar más atención a la nueva estructura, si descuida la administración del personal o si pospone la toma de decisiones importantes por no existir una clara definición de responsabilidades post-fusión o por el surgimiento de conflictos internos.

Por otro lado, el fracaso de una adquisición o una fusión puede deberse a multitud de factores, como una investigación insuficiente de la empresa a adquirir-fusionar o de no entender suficientemente el negocio de la empresa comprada-adherida, o porque el motivo que promovió la operación no se basaba en alcanzar sinergias, sino en aprovechar el efectivo de la empresa, en imitar a otras empresas, en no quedarse atrás o en perseguir intereses personales (Zozaya, 2007).

A corto o medio plazo, los factores más influyentes en el fracaso empresarial están relacionados con la incapacidad de superar los retos prácticos, con la falta de comunicación permanente, clara y abierta, tanto interna como externa, con evidenciar poco respecto hacia la otra empresa, su gente, su metodología de trabajo o sus logros o con la dilación en proveer un liderazgo reconocido, visible y accesible (ACG/Thomson, 2006)

Si solo consideramos las operaciones efectivas, podemos decir que tanto en América, África y Europa el número de operaciones realmente realizadas por las empresas ha aumentado desde el año 2009 hasta el 2015. Mientras que en Asia-Pacífico y Japón han disminuido.

	Comparativa	
	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>
América	745.863,40	1.582,00
África	30.535,00	228,00
Europa	81.447,60	799,00
Asia-Pacífico	487.905,90	-475,00
Japón	-7.381,80	-913,00

Tabla 3.2.2 Comparativa operaciones efectivas entre 2009 y 2015

Concretamente las variaciones sufridas desde el año 2009 sería un aumento de 1.582 operaciones efectivas en América hasta el año 2015, lo que supondrían 745.863,4 de dólares, un aumento de 228 operaciones efectivas en África, representando unos 30.535 dólares y un aumento de 799 operaciones efectivas en Europa, que corresponden a unos 81.447,6 dólares. Mientras que en Asia-Pacífico supondría una disminución de 475 operaciones efectivas, entre 2009 y 2015 y una disminución de 913 operaciones efectivas en Japón. Estas variaciones producidas se observan en los siguientes gráficos;

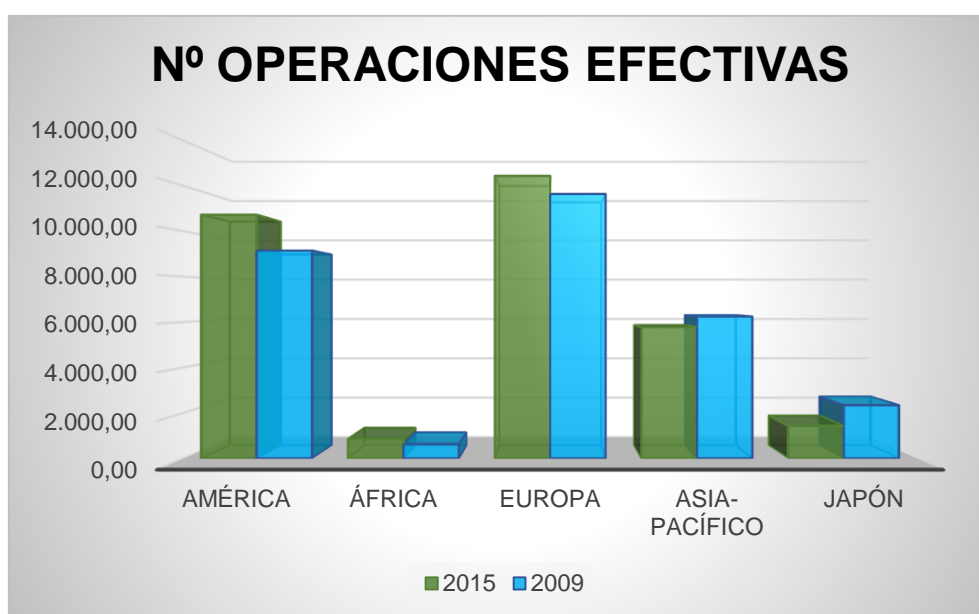


Gráfico 3.2.1 Comparativa número de operaciones efectivas

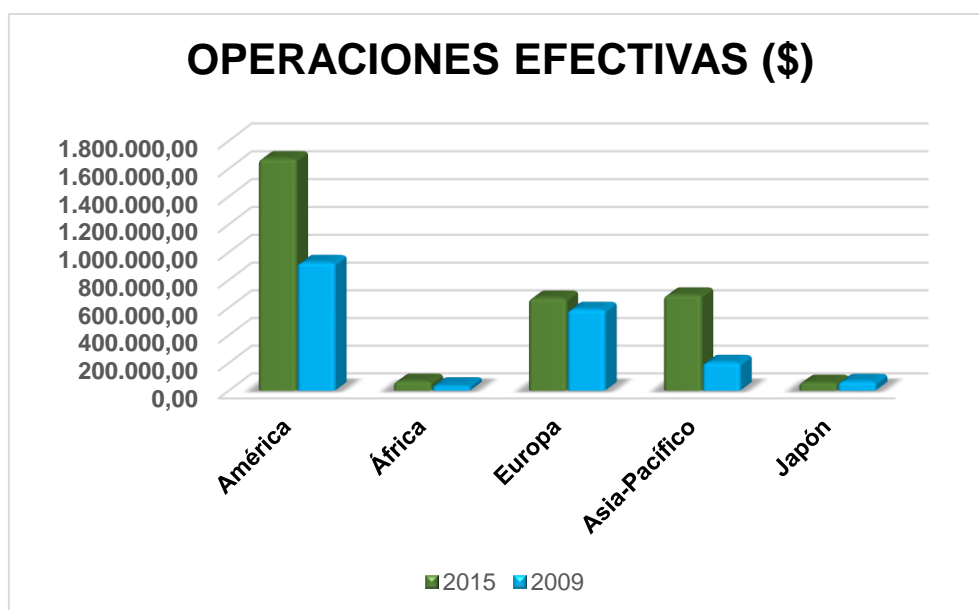


Gráfico 3.2.2 Comparativa operaciones efectivas dólares

	Operaciones efectivas			
	2015		2009	
	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>	<u>Dólares</u>	<u>Cantidad</u>
América	52,90%	34,37%	50,83%	30,50%
África	2,17%	2,72%	2,08%	2,07%
Europa	21,17%	39,86%	32,24%	38,82%
Asia-Pacífico	21,89%	18,48%	11,19%	20,82%
Japón	1,88%	4,57%	3,67%	7,80%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 3.2.3 Porcentajes de operaciones efectivas de cada zona geográfica en 2009 y 2015

Para detallar la comparación que acabamos de hacer hemos elaborado la tabla anterior en la que observamos la proporción que representa cada zona geográfica en los dos años que estamos comparando. Si analizamos las zonas geográficas solo respecto al **volumen de operaciones anunciadas**, observamos que tanto Europa, América y Asia-Pacífico aumentan desde 2009 hasta el 2015, siendo Europa la que más número de operaciones ha realizado, seguida de América y África. Mientras que en Asia-Pacífico y Japón se produce una disminución del número de operaciones realizadas desde el año 2009 al 2015.

Por el contrario, si consideramos solo el **valor monetario** que representan esas operaciones efectivas obtenemos que en todas las zonas geográficas el valor monetario de las operaciones aumenta, con la mejora de los mercados mundiales menos en el caso de Japón esto ocurre porque hay un descenso en el número de operaciones que se realiza en Japón.

Mientras en Asia-Pacífico el número de operaciones efectivas disminuye desde 2009 pero si lo consideramos en dólares el valor aumenta hasta 2015, esto puede deberse a tipos de cambio, o que las primas pagadas por las empresas en Asia-Pacífico son elevadas.

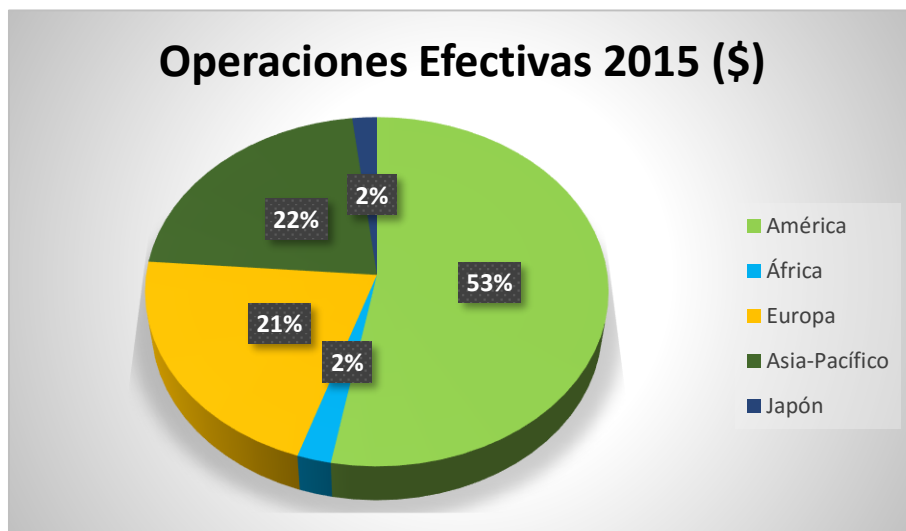


Gráfico 3.2.3 Proporción del número de operaciones realizadas por cada zona geográfica en 2015



Gráfico 3.2.4 Proporción del número de operaciones realizadas por cada zona geográfica en 2009

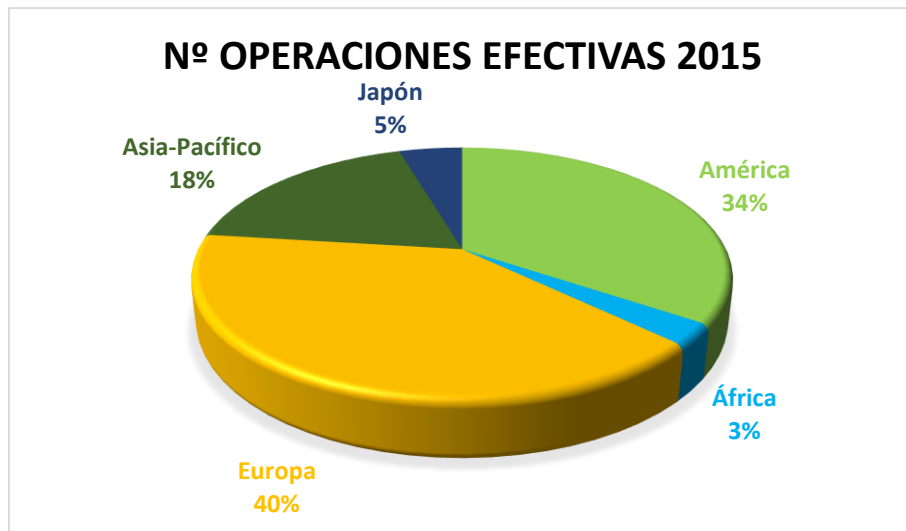


Gráfico 3.2.5 Proporción en dólares de las operaciones efectivas en cada zona geográfica en 2015



Gráfico 3.2.6 Proporción en dólares de las operaciones efectivas en cada zona geográfica en 2009

Podemos concluir diciendo que en América es donde se ha producido un mayor aumento desde 2009 en el número de operaciones realmente llevadas a cabo por las empresas, seguido de Europa y África, mientras que en Asia-Pacífico y Japón no han evolucionado acorde con la recuperación económica, y han disminuido el número de operaciones realizadas en ambas zonas.

Para realizar las fusiones o adquisiciones las empresas no solo deben estudiar o evaluar la situación la de la empresa objetivo, existen otros factores muy relevantes que analizar para decir o no si se realiza la operación, es decir, en un país donde la inestabilidad económica es muy grande, existe una normativa fiscal muy estricta, discrepancias socio

culturales, etc. podría dificultar la toma de decisión de realizar este tipo de operaciones. Para profundizar más en esta comparativa vamos a utilizar como dato macroeconómico el crecimiento anual de cada zona geográfica en ambos años, tanto en 2009 como en 2015, en el caso de Asia-Pacífico y África se ha realizado una media con una muestra de 17 países pertenecientes a dichas zonas.

	Número de Operaciones Efectivas		Comparativa	Crecimiento anual PIB		Comparativa
	2015	2009		2015	2009	
América	10.729	9.147	1.582	2,40%	-2,80%	5,20%
África	849	621	228	3,12%	3,24%	-0,12%
Europa	12.441	11.642	799	1,60%	-4,50%	6,10%
Asia-Pacífico	5.768	6.243	-475	4,46%	1,88%	2,58%
Japón	1.426	2.339	-913	0,50%	-5,50%	6,00%

Tabla 3.2.4 Crecimiento anual del PIB (Expansión, 2015) (Expansión, 2009)

Si consideramos el crecimiento económico de las zonas geográficas que hemos estado analizando, Europa es la que alcanza un crecimiento económico mayor desde 2009 hasta 2015, como hemos dicho anteriormente a mayor crecimiento económico, por lo general, motiva la realizar adquisiciones y/o fusiones. En segundo lugar, según el crecimiento económico seguiría Japón, América, Asia-Pacífico y África, pero si además consideramos el aumento del número de operaciones esta secuencia cambiaría pasando a ser América, Europa, África, Japón y Asia-Pacífico, quiere decir que el crecimiento económico no es el único factor que hay que analizar a la hora de realizar adquisiciones y fusiones.

Europa es la zona donde más variación en su crecimiento económico ha tenido, es decir, donde más ha aumentado y donde mayor número de operaciones se hacen efectivas tanto en 2009 como en 2015. Europa está formada por países con economías fuertes, además de la existencia de Unión Europea fortalece y proporciona seguridad, además el hecho de poseer la misma moneda facilita la realización de adquisiciones y/o fusiones.

En el caso de Japón, su crecimiento económico en estos años ha conseguido pasar de estar en negativo a positivo, pero aun así es bajo, pasando de tener un crecimiento negativo en 2009 de -5,5%, a tener 0,50% en 2015, este escaso crecimiento provocado en gran parte por la inestabilidad política del país, y los diversos cambios en el modelo

en el que basa la economía japonesa. Japón, tercera economía del mundo, está muy expuesto a la situación económica mundial, debido a su alta dependencia de las exportaciones. La economía ha experimentado recientemente episodios de recesión, debido al enfriamiento económico mundial, las catástrofes naturales que afectaron al país y, en 2014, debido al golpe del alza del IVA. En 2015, el crecimiento se mantuvo apagado (0,5%), estimulado por el comercio exterior y el consumo. En 2014, se acentuaron las dudas sobre las "abenomics", reformas económicas conducidas por el primer ministro Shinzo Abe, que incluían una reactivación presupuestaria, flexibilidad monetaria y reformas estructurales. El crecimiento siguió siendo débil, el riesgo de deflación se mantuvo y la deuda pública aún es elevada (superior a 245% del PIB). La consolidación presupuestaria sigue siendo un desafío esencial para el país, que desea que la deuda siga nuevamente un camino sostenible. Para ello, el gobierno llevo a cabo un plan de urgencia que fue anunciado en noviembre de 2015, en el que se previó un alza de 3% del salario mínimo, medidas de apoyo (como la extensión del acceso al seguro de cesantía y una ayuda a los jubilados) y la facilitación de procedimientos administrativos para incitar a las pymes a invertir. Además, se concluyó un acuerdo de principio en octubre con respecto al acuerdo transpacífico de libre comercio, cuya apuesta es armonizar las normas al reducir los derechos de aduanas y compensar la influencia cada vez mayor de China. El envejecimiento de la población y las tensiones políticas con China y Corea del Sur son una fuente de preocupaciones (Export Enterprises, 2016)

En cuanto a América, ocurre parecido, su crecimiento económico aumenta considerablemente pasando de ser negativo en 2009, con un -2,80% y en 2015 un 2,40%, aunque no es la zona con mayor crecimiento económico es donde más han aumentado el número de operaciones realizadas en estos años, esto se debe a que América posee zonas altamente ricas como puede ser Estados Unidos, Canadá, Méjico, etc, en las que los mercados son fuertes, proporcionando la empresa realizadora de M&A una gran estabilidad. Estados Unidos tiene la principal economía del mundo. Sin embargo, como consecuencia de la crisis financiera de 2009, el país cayó en la recesión más impactante desde los años 1930. Gracias a un plan de estímulo presupuestario y monetario de largo alcance, la economía se ha recuperado. En 2015, el crecimiento económico alcanzó 2,6%, impulsado por el consumo doméstico, bajas tasas de interés y una dinámica generación de empleo. Se espera que el país mantenga el mismo nivel de crecimiento en 2016, impulsado principalmente por el consumo, así como por la inversión en modernización corporativa.

En 2015 Estados Unidos experimentó un crecimiento fuerte y estable a pesar del invierno severo y de las huelgas a gran escala por parte de los estibadores. La Reserva Federal concluyó su política monetaria expansionista de 7 años aumentando las tasas de interés (por 0,25%). La deuda pública es alta, de alrededor del 105% del PIB, y se espera que continúe creciendo. La fortaleza del dólar y el débil crecimiento de las economías europeas y japonesa ha tenido un impacto negativo en las exportaciones, generando un creciente déficit comercial. El actual presidente, Barack Obama, quien está concluyendo su segundo mandato, no podrá participar de nuevo como candidato en estas elecciones, provocando esto una inestabilidad en el país. A nivel internacional, Estados Unidos se ha comprometido con la búsqueda de soluciones para los conflictos en Ucrania y el Medio Oriente, así como para la ralentización económica de sus principales socios comerciales.

La crisis financiera internacional provocó un aumento considerable del desempleo en los Estados Unidos, que ha disminuido a 5,3% en 2015. Sin embargo, esto no permite ver una baja de la tasa de participación en el mercado laboral, que fue del 62% a finales del 2015. Si se toman en cuenta a los trabajadores desanimados que dejaron el mercado laboral y los que se ven obligados a aceptar puestos en jornada parcial, la tasa de desempleo real sube a 10% (contra 8-10% antes de la crisis). Además, el crecimiento de los salarios ha sido bajo e insuficiente en los últimos años. Los niveles de desigualdad económica y social han aumentado desde los años 1980, alcanzando actualmente su punto más elevado desde hace un siglo. En 2014, el número de ciudadanos americanos que disponían de un bien inmobiliario alcanzó su nivel más bajo desde 1995 (Export Entreprises, 2016).

Asia-Pacífico es la que posee hoy en 2015 un Producto Interior Bruto (PIB) mayor que el resto de zonas, y desde el inicio de la crisis económica mundial ha permanecido con un crecimiento positivo, pero aun así no ha sido suficiente para motivar la realización de M&A, las cuales han disminuido en número desde 2009 hasta 2015, esto se ha visto influenciado, por un lado, por los conflictos bélicos presentes y pasados en oriente medio, como existente guerra en Siria iniciada en 2011 y, por otro lado, la problemática de la divisa China, es decir, China sigue un modelo de basado en la inversión que es la emisión de deuda, provocando una devaluación en la moneda China, aportando incertidumbre sobre su situación económica al resto del mundo. China es la segunda potencia económica del mundo, el primer exportador y el que posee las reservas de cambio más elevadas.

La recesión mundial de 2009 ha interrumpido el ritmo de crecimiento constante que había emprendido el país, y se han manifestado los límites de un crecimiento enfocado esencialmente en las exportaciones. Como consecuencia de la desaceleración económica mundial y la disminución del comercio, el crecimiento chino se desaceleró a menos de 7% en 2015, su nivel más bajo en 25 años. El crecimiento debiera seguir ralentizándose en 2016, debido a la morosidad del mercado inmobiliario y del sector de la construcción.

En 2015, la economía china prosiguió su ralentización y la imagen del gobierno se vio muy afectada por la catástrofe industrial de Tianjin y el crack bursátil de Shanghái. Las autoridades han adoptado reformas para reequilibrar el crecimiento en favor del consumo y los servicios, pero esto afecta las ganancias de las empresas, que sufren de exceso de capacidad y endeudamiento. A pesar de una flexibilización continua de la política monetaria y las medidas de reactivación presupuestaria, la inversión sigue siendo limitada. La calidad de los activos bancarios se degrada, y esta tendencia sigue siendo subestimada debido a la importancia de la banca en la sombra.

Durante el tercer plenario de los miembros del comité central del partido comunista (PCC) a fines de 2013, el PCC anunció su programa de reforma, este incluye: avances políticos como el cierre de los centros de trabajos forzados; una mayor independencia de las cortes de justicia a nivel local; la flexibilización de la política del hijo único; la reforma del "hukou", que regula la movilidad (o más bien la ausencia de movilidad) y el acceso a los servicios públicos por los ciudadanos; la reforma del acceso a bienes raíces para facilitar la venta de tierras agrícolas para los campesinos; la liberalización de las tasas de interés y la apertura progresiva de las transacciones financieras; y la reforma de las empresas de Estado. El antiguo interés por el crecimiento económico es reemplazado por preocupaciones sociales, como la degradación del medio ambiente, la corrupción o el aumento de las desigualdades. El quinto plenario del partido comunista, que se efectuó en octubre de 2015, puso fin a la política del hijo único, y reafirmó el deseo de las autoridades de reforzar el sistema de protección social.

Aún persisten numerosos desafíos relacionados con el problema del envejecimiento de la población, la reducción de la fuerza laboral, la falta de apertura del sistema político, la competitividad de una economía dependiente de gastos de inversión elevados y la expansión del crédito.

Todavía existen grandes diferencias entre los niveles de vida de la ciudad y el campo, entre las zonas urbanas de las costas de China y el interior y el oeste del país, así como

entre las clases medias urbanas y los olvidados por el crecimiento. Estas desigualdades preocupan cada vez a las autoridades chinas y a los inversores. Si bien la pobreza ha disminuido considerablemente en China, sigue afectando a casi el 10% de la población (esto es, más de 120 millones de personas), que vive con menos de 1 dólar al día (Export Entreprises, 2016).

En realidad, aunque África tenga un crecimiento positivo en ambos años es un país que en gran parte está en vía de desarrollo, los conflictos interétnicos, la inestabilidad política, entre otros, puede ser los motivos que lleven a considerar la realización o no de M&A en esta zona y no el crecimiento económico.

3.3. Primas pagadas.

Prima es aquella cantidad de dinero que se concede como suplemento de un pago principal a modo de incentivo. A continuación, analizaremos las primas medias pagadas en cada zona tanto en 2009 como en 2015, pero por falta de datos en 2009 solo hemos podido estudiar datos de ese momento, sin poderlos comparar con el anterior. En cambio, para el año 2015 hemos comparado las primas medias con las de 2014 y determinar en qué zonas estaban han aumentado y en cuáles no.

PRIMAS MEDIAS PAGADAS EN 2009					
MUNDIAL	AMERICAS	USA	EUROPA	ASÍA	JAPÓN
<u>2009</u>	<u>2009</u>	<u>2009</u>	<u>2009</u>	<u>2009</u>	<u>2009</u>
31,5	35	33	28	24,4	36,4

Tabla 3.3.1 Primas medias pagadas en 2009 (Rogers, 2010)

En 2009, la prima media de las Américas, USA y Japón se encontraba por encima de la prima media mundial que estaba en 31,5, mientras la de Europa y Asia se encontraba por debajo de esta. En el siguiente gráfico observamos que en Japón es donde más prima paga en sus operaciones siendo en las Américas la siguiente zona donde más prima se paga, después en USA, Europa y, por último, en Asia.

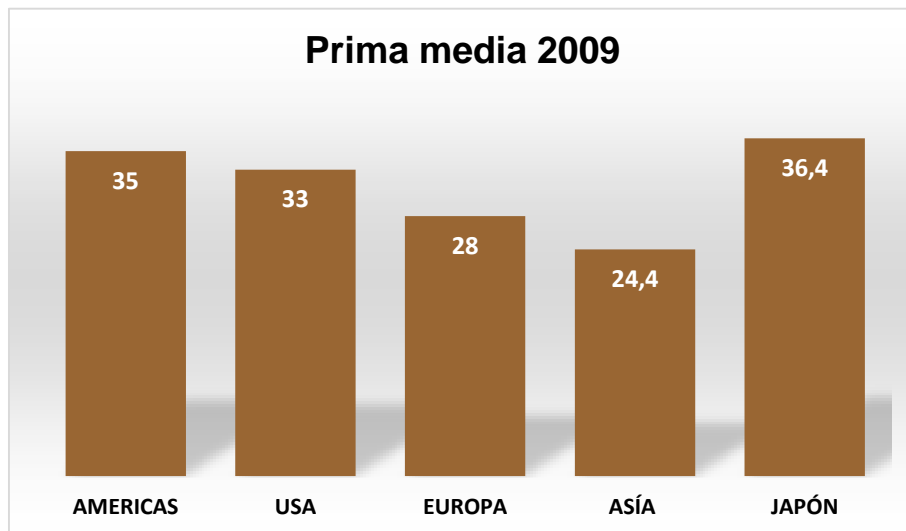


Gráfico 3.3.1 Prima media pagada en 2009

PRIMAS MEDIAS PAGADAS EN 2015											
MUNDIAL		AMERICAS		USA		EUROPA		ASÍA		JAPÓN	
2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
27,2	25,7	34,7	34	34,6	34,8	25,9	25,5	22,8	21,7	24,7	21,8

Tabla 3.3.2 Primas medias pagadas en 2015 (Rogers, 2015)

En 2015, obtenemos que tanto mundialmente, en las Américas, en Europa, Asia y Japón existe una prima media pagada alcista respecto al año anterior, mientras que en USA la prima media pagada en 2015 es bajista considerando la de 2014. Esto quiere decir que, en 2015 tanto en las Américas, Europa, Asia y Japón se está pagando más prima en M&A que, en 2014, y en USA se paga menos. En el siguiente gráfico observamos que la prima media mundial para 2015 es de 27,2 y que tanto en las Américas como en USA la prima media pagada en el año 2015 en ambas zonas es mayor que la mundial, mientras en Europa, Asia y Japón la prima media pagada está por debajo de la media mundial.

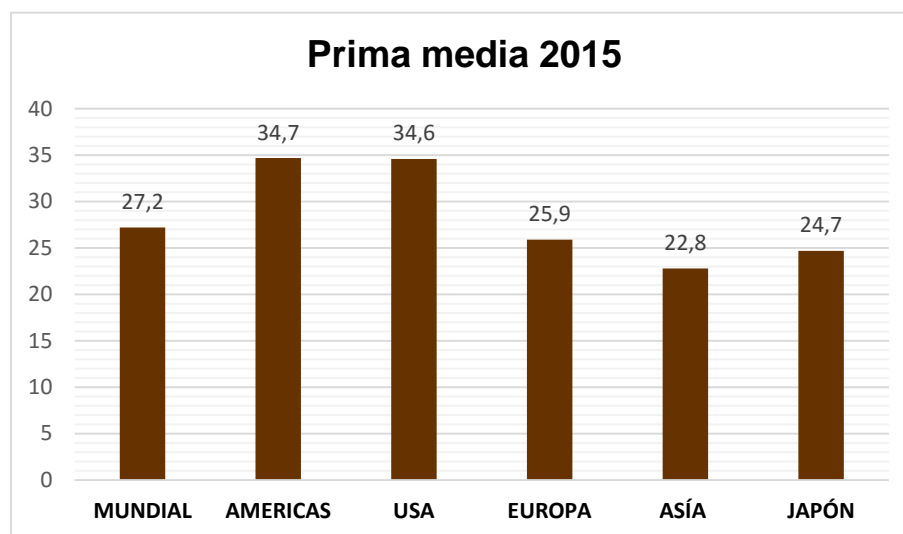


Gráfico 3.3.2 Prima media pagada en 2015

En las siguientes tablas distinguimos las primas pagadas en los diferentes sectores empresariales en las distintas zonas geográficas.

	PRIMAS PAGADAS 2009					
	MUNDIAL	AMERICAS	USA	EUROPA	ASÍA	JAPÓN
Consumidoras de bienes y servicios	33,9	29,4	29,8	31,5	31,4	38,2
Productos básicos de consumo	28,3	43,2	47,1	25,8	19,1	31,1
Energéticas	37	39,2	32,9	30,9	36,3	41,9
Financieras	23,6	21,2	20,4	24,6	20,2	31,2
Farmacéuticas	30,9	32,8	33,1	22,9	29,9	21,7
Tecnológicas	32,2	41,5	42,4	26,1	27,3	35,3
Industriales	31	46	50,1	28,8	18	40,4
Materiales	35,2	39,2	49,7	21,8	23,4	56,3
Medios de Comunicación	29,6	33	24,6	42,5	15,9	36,7
Inmobiliarias	30,7	32,6	38,2	27	30,6	24
Textiles	33,1	22,3	29,4	35	37,1	35,9
Telecomunicaciones	30,5	37,1	40,2	30,4	22,5	32,7
PRIMA MEDIA	31,5	35	33	28	24,4	36,4

Tabla 3.3.3 Primas pagadas en 2009 (Rogers, 2010)

En 2009 mundialmente se paga la mayor prima en empresas energéticas mientras que en las que menos prima se paga es en las empresas financieras, esto puede deberse a la mala situación de los bancos en 2009 a partir de caída de Lehman Brothers. En las Américas el sector en el que se paga una mayor prima es el de las telecomunicaciones con 37,1, y en el que menos el financiero con 21,2. En USA, las empresas industriales son las que reciben mayor prima (50,1), muy por encima de la media (29,4), cuando se realizan adquisiciones, y las empresas financieras las que menos con 20,4. La prima más alta pagada en Europa se encuentra en el sector de medios de comunicación y en empresas de materiales o materias primas son en las que menos prima se paga. En Asia las empresas textiles son las que reciben una mayor prima (37,1) puesto que es donde se quieren localizar las mayores multinacionales para fabricar sus tendrás, porque la mano de obra es mucho más barata y conseguir abaratar sus costes, mientras que en los medios de comunicación son los que menos primas reciben con 15,9. Por último, en Japón la mayor prima pagada es en empresas de materiales y la menor es en las farmacéuticas.

	PRIMAS PAGADAS 2015					
	MUNDIAL	AMERICAS	USA	EUROPA	ASÍA	JAPÓN
Consumidoras de bienes y servicios	28,6	26,4	23,3	37,8	24	23,2
Productos básicos de consumo	22,5	42	36,6	19,6	15,3	33,2
Energéticas	29,5	34,6	24	25,1	23,9	23,2
Financieras	28,3	32,5	34	26,4	24,5	28,9
Farmacéuticas	31,4	39,4	44,3	26	28,6	17,3
Tecnológicas	27,6	36,2	36,7	27,6	22,3	28,9
Industriales	26,8	33	35,7	34,5	20,9	22,8
Materiales	27,1	33,3	24,2	17,5	21,3	24,5
Medios de Comunicación	25,2	36,4	38,4	23	24,3	11,4
Inmobiliarias	22,5	17,6	17,4	18,7	29	16
Textiles	29,8	45,7	44,7	17,5	41,9	24,7
Telecomunicaciones	25	50,1	50,1	20,1	15,2	24,5
PRIMA MEDIA	27,2	34,7	34,6	25,9	22,8	24,7

Tabla 3.3.4 Primas pagadas en 2015 (Rogers, 2015)

En 2015, mundialmente la prima más alta se paga en adquisiciones de empresas farmacéuticas y la más baja en empresas de productos básicos y en inmobiliarias. En las Américas las empresas de Telecomunicaciones son las que reciben una mayor

prima, mientras que las inmobiliarias son las que menos. La mayor prima pagada en USA es en empresas industriales con 35,7 y la menor en inmobiliarias. En Europa al se paga una prima mayor al adquirir una empresa consumidora de bienes y servicios y en empresas de materias primas se pagará la prima más baja. Mientras en Asia las empresas textiles son aquellas por las que se paga más prima 41,9, y por las empresas de telecomunicaciones se paga la menor prima. Por último, en Japón se paga la mayor prima al adquirir una empresa que se dedica a productos básicos de consumo mientras que se paga la menor por empresas de medios de comunicación.

Tras analizar las primas pagadas en las diferentes zonas geográficas en los años 2009 y 2015, a continuación, realizamos una comparativa de ambos años.

	MUNDIAL		Diferencia
	<u>2015</u>	<u>2009</u>	
Consumidoras de bienes y servicios	28,6	33,9	-5,3
Productos básicos de consumo	22,5	28,3	-5,8
Energéticas	29,5	37	-7,5
Financieras	28,3	23,6	4,7
Farmacéuticas	31,4	30,9	0,5
Tecnológicas	27,6	32,2	-4,6
Industriales	26,8	31	-4,2
Materiales	27,1	35,2	-8,1
Medios de Comunicación	25,2	29,6	-4,4
Inmobiliarias	22,5	30,7	-8,2
Textiles	29,8	33,1	-3,3
Telecomunicaciones	25	30,5	-5,5
PRIMA MEDIA	27,2	31,5	-4,3

Tabla 3.3.5 Comparativa mundial de las primas pagadas en los años 2009 y 2015

Mundialmente considerando solo la prima máxima pagada observamos que ha disminuido desde el año 2009 hasta 2015, pasando de 35,2 a 31,4. En 2009 se paga en empresas del sector de materias primas con una prima de 35,2, mientras que en el año 2015 es en el sector farmacéutico en el que se paga la mayor, siendo esta de 31,4.

En el siguiente gráfico se observa perfectamente como las primas pagadas en los distintos sectores en disminuido desde el año 2009 hasta 2015, menos en el sector farmacéutico y financiero. Disminuyendo por tanto la prima media pagada siendo de 31,5 en 2009 y en 2010 de 27,2. El sector inmobiliario es uno de los más castigados

desde el inicio de la crisis económica mundial, debido al desplome de valor de los inmuebles, pasa de estarse pagando en 2009 una prima de 30,7, a pagarse en 2015 una prima de 22,5, es decir, disminuye en 8,2. Mientras que el sector más beneficiado de esta inestabilidad mundial, es el financiero donde su prima aumenta en 4,7 entre 2009 y 2015.

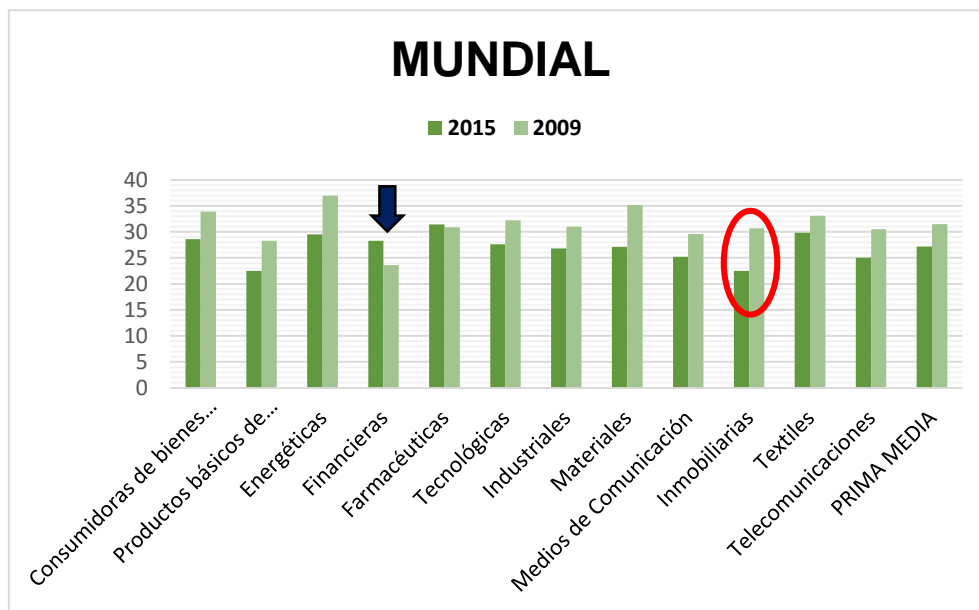


Gráfico 3.3.3 Comparativa mundial de las primas pagadas en los años 2009 y 2015

	AMERICAS		Diferencia
	<u>2015</u>	<u>2009</u>	
Consumidoras de bienes y servicios	26,4	29,4	-3
Productos básicos de consumo	42	43,2	-1,2
Energéticas	34,6	39,2	-4,6
Financieras	32,5	21,2	11,3
Farmacéuticas	39,4	32,8	6,6
Tecnológicas	36,2	41,5	-5,3
Industriales	33	46	-13
Materiales	33,3	39,2	-5,9
Medios de Comunicación	36,4	33	3,4
Inmobiliarias	17,6	32,6	-15
Textiles	45,7	22,3	23,4
Telecomunicaciones	50,1	37,1	13
PRIMA MEDIA	34,7	35	-0,3

Tabla 3.3.6 Comparativa de las primas pagadas en la Américas en los años 2009 y 2015

En las Américas la prima máxima pagada aumenta, de 46 en 2009 a 50,1 en 2015, además en 2009 se paga en empresas del sector industrial, mientras que en 2015 se hace en empresas de telecomunicaciones. Observamos que la prima media disminuye, siendo en 2009 de 35 y en 2015 de 34,7.

En el siguiente gráfico podemos analizar la evolución sufrida en las primas pagadas en ambos años. La situación no es muy distinta a la mundial, las inmobiliarias se ven afectadas en mayor medida, siendo el sector en el que más desciende la prima pagada, la única diferencia está en que en las Américas las primas pagadas en empresas textiles son las que han sufrido un mayor aumento, también teniendo un ascenso notable las empresas financieras y de telecomunicaciones.

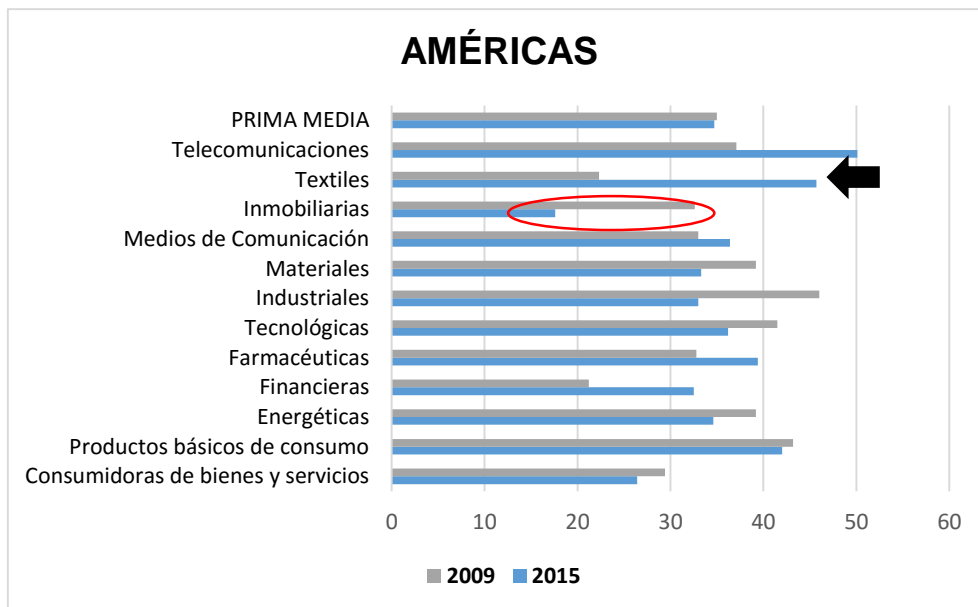


Gráfico 3.3.4 Comparativa de las primas pagadas en las Américas en los años 2009 y 2015

	USA		Diferencia
	<u>2015</u>	<u>2009</u>	
Consumidoras de bienes y servicios	23,3	29,8	-6,5
Productos básicos de consumo	36,6	47,1	-10,5
Energéticas	24	32,9	-8,9
Financieras	34	20,4	13,6
Farmacéuticas	44,3	33,1	11,2
Tecnológicas	36,7	42,4	-5,7
Industriales	35,7	50,1	-14,4
Materiales	24,2	49,7	-25,5
Medios de Comunicación	38,4	24,6	13,8
Inmobiliarias	17,4	38,2	-20,8
Textiles	44,7	29,4	15,3
Telecomunicaciones	50,1	40,2	9,9
PRIMA MEDIA	34,6	33	1,6

Tabla 3.3.7 Comparativa de las primas pagadas en USA en los años 2009 y 2015

En USA la prima máxima pagada no varía del año 2009 al 2015, siendo de 50,1, pero si cambia el sector en el que se paga, en 2009, se paga en empresas industriales, mientras que, en 2015 se hace en empresas textiles. En cuanto a la prima media aumenta entre estos dos años pasando de ser 33 en 2009, a 34,6 en 2015.

Los sectores que han obtenido un mayor aumento en la prima pagada han sido: textil, medios de comunicación y financiero, mientras la mayor disminución se ha focalizado en el sector de materias primas con un descenso de menos 25,5, aun así, como venimos diciendo el sector inmobiliario es uno de los más castigados en cuanto a prima pagada, con una disminución de 20,8.

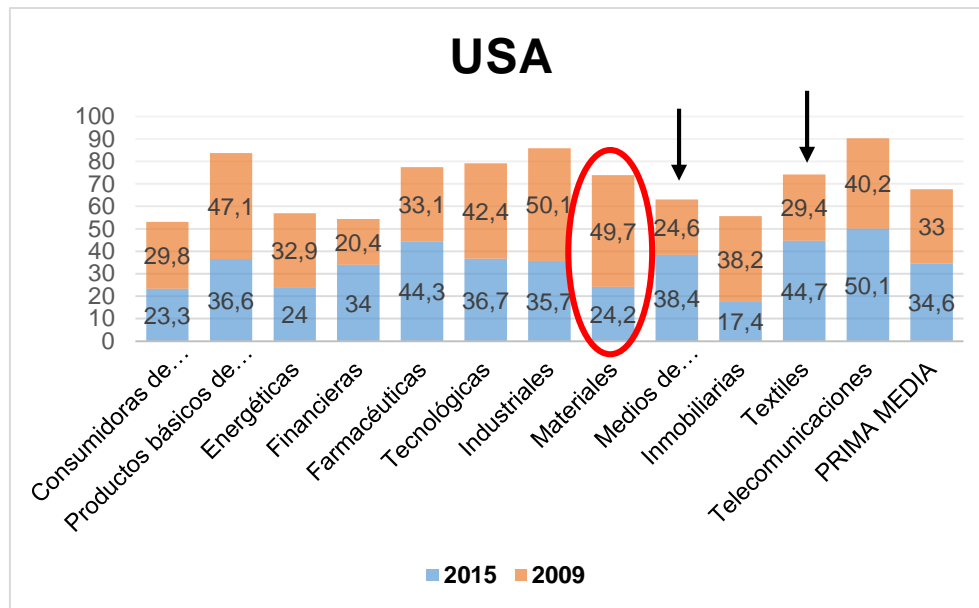


Gráfico 3.3.5 Comparativa de las primas pagadas en USA en los años 2009 y 2015

	EUROPA		Diferencia
	<u>2015</u>	<u>2009</u>	
Consumidoras de bienes y servicios	37,8	31,5	6,3
Productos básicos de consumo	19,6	25,8	-6,2
Energéticas	25,1	30,9	-5,8
Financieras	26,4	24,6	1,8
Farmacéuticas	26	22,9	3,1
Tecnológicas	27,6	26,1	1,5
Industriales	34,5	28,8	5,7
Materiales	17,5	21,8	-4,3
Medios de Comunicación	23	42,5	-19,5
Inmobiliarias	18,7	27	-8,3
Textiles	17,5	35	-17,5
Telecomunicaciones	20,1	30,4	-10,3
PRIMA MEDIA	25,9	28	-2,1

Tabla 3.3.8 Comparativa de las primas pagadas en Europa en los años 2009 y 2015

La prima máxima pagada en Europa en 2009 es en el sector de medios de comunicación, siendo de 42,5. Mientras en 2015, se paga en el sector Industrial, sufriendo una notable disminución entre ambos años.

Además, la prima media disminuye en 2,1 desde 2009 hasta 2015. En Europa el sector de medios de comunicación es uno de los más afectados, puesto que la prima pagada en empresas del sector estaba en 2009 como la máxima, mientras que en 2015 está por debajo de la media, es decir, ha disminuido en 19,5 dicha prima. En el gráfico observamos cuales son los sectores donde más desciende la prima pagada, pero mientras hay sectores en los que la prima pagada es menor, hay otro como las empresas consumidoras de bienes y servicios que aumenta.

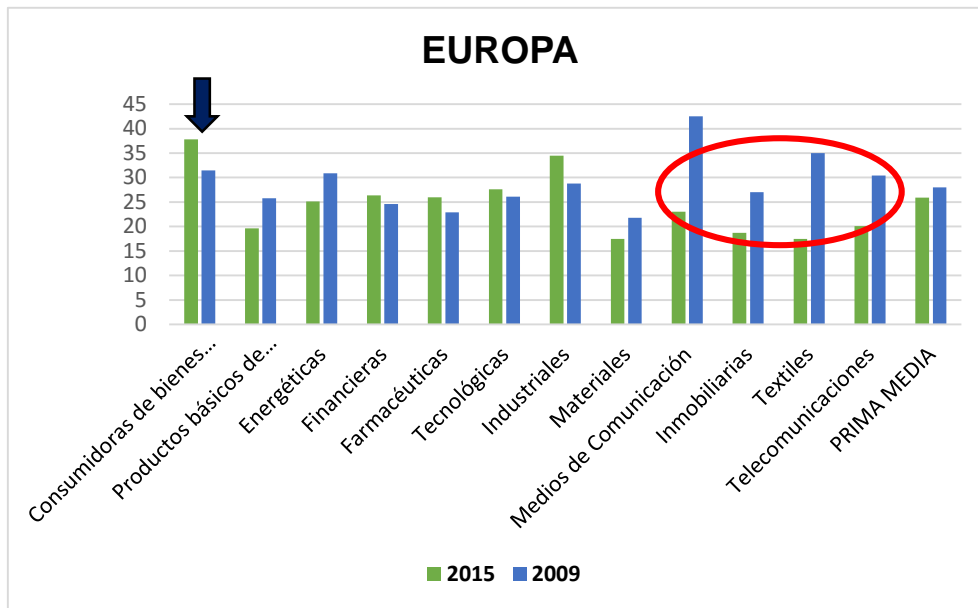


Gráfico 3.3.6 Comparativa de las primas pagadas en Europa en los años 2009 y 2015

	ASÍA		Diferencia
	<u>2015</u>	<u>2009</u>	
Consumidoras de bienes y servicios	24	31,4	-7,4
Productos básicos de consumo	15,3	19,1	-3,8
Energéticas	23,9	36,3	-12,4
Financieras	24,5	20,2	4,3
Farmacéuticas	28,6	29,9	-1,3
Tecnológicas	22,3	27,3	-5
Industriales	20,9	18	2,9
Materiales	21,3	23,4	-2,1
Medios de Comunicación	24,3	15,9	8,4
Inmobiliarias	29	30,6	-1,6
Textiles	41,9	37,1	4,8
Telecomunicaciones	15,2	22,5	-7,3
PRIMA MEDIA	22,8	24,4	-1,6

Tabla 3.3.8 Comparativa de las primas pagadas en Asia en los años 2009 y 2015

En Asia la prima máxima pagada aumenta en 4,8 y además se paga en el mismo sector en los dos años, en el sector textil, un sector muy fuerte para la economía china, principal exportador de ropa al resto del mundo. Observamos que la prima media disminuye en 1,6.

En el siguiente gráfico podemos analizar la evolución sufrida en las primas pagadas en ambos años. Los sectores en los que la prima pagada aumenta son pocos, como en empresas de medios de comunicación, textiles, financieras e industriales. Mientras que en el resto de sectores disminuye la prima paga, la bajada más significativa se da en el sector energético.

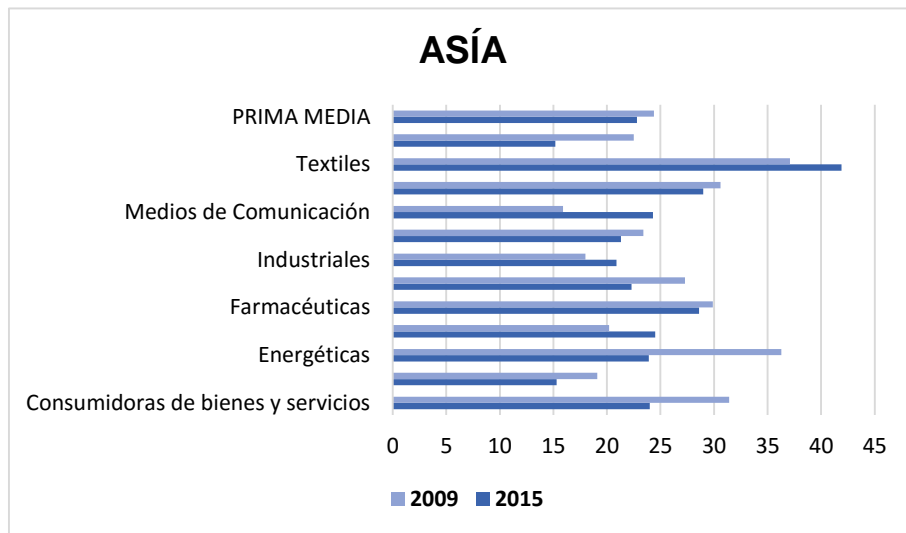


Gráfico 3.3.7 Comparativa de las primas pagadas en Asia en los años 2009 y 2015

	JAPÓN		Diferencia
	2015	2009	
Consumidoras de bienes y servicios	23,2	38,2	-15
Productos básicos de consumo	33,2	31,1	2,1
Energéticas	23,2	41,9	-18,7
Financieras	28,9	31,2	-2,3
Farmacéuticas	17,3	21,7	-4,4
Tecnológicas	28,9	35,3	-6,4
Industriales	22,8	40,4	-17,6
Materiales	24,5	56,3	-31,8
Medios de Comunicación	11,4	36,7	-25,3
Inmobiliarias	16	24	-8
Textiles	24,7	35,9	-11,2
Telecomunicaciones	24,5	32,7	-8,2
PRIMA MEDIA	24,7	36,4	-11,7

Tabla 3.3.9 Comparativa de las primas pagadas en Japón en los años 2009 y 2015

En Japón la prima media pagada disminuye en mayor medida que el resto de zonas analizadas, como hemos dicho anteriormente es un país en el que su economía está sufriendo muchos altibajos, es decir, es bastante inestable, provocados no solo por la crisis económica que afecta mundialmente sino también por las políticas establecidas por el gobierno, las catástrofes naturales ocurrida en este país en los últimos años, etc.

En 2009 la mayor prima pagada era en el sector de materias primas, comparándola con la de 2015 observamos que es el sector en el que más disminuye la prima con un descenso de 31,8, esto puede ser producido por los cambios de política económica realizados por el gobierno, es decir, Japón basa su economía principalmente en las exportaciones pero con los cambios políticos económicos promovió el consumo interno por ello en 2015 son las empresas de productos básicos de consumo las que reciben una mayor prima (33,2).

En el siguiente gráfico se observa perfectamente que el valor de las primas pagadas en cada uno de los sectores es menor en 2015 que en 2009, a excepción del sector de productos básicos de consumo.

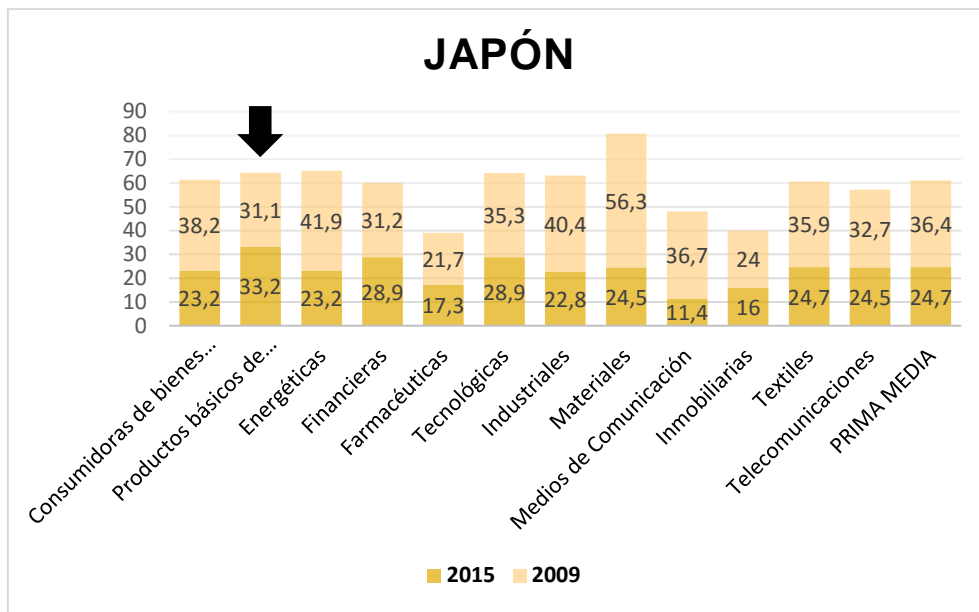


Gráfico 3.3.8 Comparativa de las primas pagadas en Asia en los años 2009 y 2015

Podemos concluir esta parte diciendo que, pese a tener economías globalizadas dependen de muchos factores externos y que no pueden ser controlados por las personas, es decir, que pese a estar sufriendo todas estas zonas geográficas el efecto de la crisis económica mundial cada una evoluciona de diferente manera, por ello las primas variaran de cantidad y de sector dependiendo de la zona en la que se encuentre la empresa que se quiera adquirir.

Una vez analizada la evolución de las operaciones de F&A realizadas, y habiendo llegado a la conclusión de que el sector construcción y el inmobiliario se encuentran en un proceso de reconversión, se procede a realizar dos tipos de análisis. En primer lugar, se valora la empresa Sacyr con el objetivo de determinar si es una buena candidata a ser opada por encontrarse infravalorada o si, por el contrario, se encuentra sobrevalorada. Y en segundo lugar, se analiza una operación particular dentro del sector inmobiliario, con el objetivo de determinar sus características más relevantes.

4. VALORACIÓN EMPRESA SACYR, SA

Mediante el método de descuentos de flujos de caja y con la información disponible en las cuentas anuales consolidadas, valoraremos la empresa constructora Sacyr SA para el año 2016.

Para comenzar dicha valoración partimos del resultado de explotación de la empresa, con el objetivo de calcular el Flujo de Caja Libre. Utilizamos el EBIT como punto de partida, ya que este resultado no está afectado por resultados extraordinarios que pueda obtener la empresa, sino que este resultado se debe a su actividad principal. El EBIT para el año 2016 de esta empresa nos ha salido de 147.821 miles de euros, lo que quiere decir que Sacyr obtiene un resultado positivo como producto del desarrollo de su actividad principal.

A partir del EBIT, lo que queremos calcular es un beneficio operativo después de impuestos, NOPAT. Hay que tener en cuenta que la tasa impositiva de Sacyr para el año 2016 ha sido del 28%. Por lo tanto, hemos obtenido un NOPAT de 184.001,18 miles de euros.

Calculado el NOPAT, le añadimos las amortizaciones contables (que han ascendido a 110.012 miles euros), ya que queremos eliminar su efecto en la cuenta de pérdidas y ganancias, para poder obtener así el flujo de caja libre bruto de 294.013 miles de euros.

Debemos tener en cuenta para nuestro análisis las inversiones de la empresa en capital circulante y activo fijo. En las inversiones en capital circulante, los clientes tardan más en pagar a la empresa por lo que necesitará más financiación. Por otro lado, la cuenta de existencias ha disminuido, lo que implica que Sacyr necesitará menos financiación. Además, la cuenta de proveedores ha aumentado lo que significa que necesitará menos financiación porque paga más tarde a sus proveedores. De esta forma obtenemos una variación del Fondo de Maniobra negativa de 113.258 miles de euros, lo que hará que el FCF aumente, lo que supone que Sacyr no tiene necesidades de financiación, además Sacyr posee suficiente efectivo como para cubrir sus deudas, lo que podría deberse a que tenga recursos ociosos.

Inversiones en Capital Circulante (FM, NOF)	2015	2014	Variación
Deudores	1.996.615,00	1.888.173,00	108.442,00
Existencias	196.661,00	386.356,00	-189.695,00
Proveedores	1.946.695,00	1.914.690,00	32.005,00
FM	246.581,00	359.839,00	-113.258,00
Variación en Capital Circulante	- 113.258,00		

Tabla 4.1 Cálculo de la variación del Capital Circulante

La inversión en activo fijo o CAPEX se puede dividir en el CAPEX de crecimiento, es decir, cuánto invierte la empresa en crecer, y en el CAPEX de mantenimiento que es la política de amortización que la empresa sigue para el inmovilizado. En lo que respecta al CAPEX de crecimiento, la empresa está invirtiendo en inmovilizado inmaterial y desinvirtiendo en inmovilizado material, pero considerando su variación conjuntamente se refleja que la empresa está invirtiendo en inmovilizado, ya que ha obtenido una variación de 419.190 miles de euros respecto al año anterior. Por otra parte, el CAPEX de mantenimiento disminuye, lo que supone que la inversión total en activo fijo sea positiva por importe de 529.202 miles de euros.

Inversiones en Activo Fijo	2015	2014	Variación
Inmovilizado inmaterial	1.658.669,00	1.220.588,00	438.081,00
Inmovilizado material	376.148,00	395.039,00	-18.891,00
Dotación amortizaciones Inmovilizado	110.012,00	78.691,00	31.321,00
Variación inmov + amortización del periodo	529.202,00		

Tabla 4.2 Cálculo de Capex de crecimiento y de mantenimiento

Como resultado de restar ambas inversiones del Cash Flow Operativo obtenemos un FCF negativo de 121.930 miles de euros, al ser negativo no se repartirá este flujo de caja en 2016.

	2015	2014
EBIT	147.821,00	193.776,00
(Impuestos)	-36.180,18	198.183,54
NOPAT	184.001,18	-4.407,54
Amortización	110.012,00	78.691,00
CFOperativo	294.013,18	74.283,46
(Inversiones en Capital Circulante)	-113.258,00	
(Inversiones en Activo Fijo)	529.202,00	
FCF	- 121.930,82	

Tabla 4.3 Cálculo del Free Cash Flow

A partir de este FCF calculamos el FCF en el largo plazo, teniendo en cuenta que la inversión en CAPEX de crecimiento tenderá a cero porque ninguna empresa puede crecer de manera indefinida ya que significaría que podría absorber a todas las demás empresas del mercado y formar un monopolio, por lo que el CAPEX total tiende a largo plazo al CAPEX de mantenimiento. Por otro lado, el fondo de maniobra también tenderá a cero, ya que las compras y ventas terminan por compensarse en el largo plazo. Una vez descontados todos los flujos de caja, teniendo en cuenta una tasa de crecimiento del 2%, obtenemos que el valor empresa para Sacyr a 31 de diciembre de 2016 es de 191.434,82 miles de euros.

Para poder descontar los flujos de caja procedemos a calcular la rentabilidad que exigen los accionistas y los acreedores a la empresa.

Para ello, determinamos primero el coste de las acciones (K_e) empleando el modelo CAPM.

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) = 7,02\%$$

Para el uso del modelo CAPM hemos tenido varios elementos en cuenta:

K_e	7.02%
Rentabilidad libre de riesgo (R_f)	1.52%
Beta ajustada	1.36
Prima por el riesgo del mercado ($R_m - R_f$)	4.05%

Tabla 3.4 Datos empleados para el cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas (k_e)

Para la rentabilidad libre de riesgo, hemos utilizado la rentabilidad que proporcionan las obligaciones emitidas a 10 años, es decir, el 1.52% en España. En cuanto a la beta de

Sacyr es de un 1,36, lo que implica que es un título agresivo. Y la prima por el riesgo de mercado que hemos obtenido en ambos mercados es del 4,08%, lo que implica que el rendimiento medio del mercado es un 4,08% mayor que los activos libres de riesgo.

El coste de la deuda (K_d) es del 40,28%, un coste de deuda extremadamente excesivo teniendo en cuenta los tipos del mercado, por ello hemos aplicado un tipo más moderado y acorde con los establecidos por las entidades bancaria este año, en este caso sería un coste de la deuda de un 8%. Esto no quiere decir que todos los préstamos y obligaciones se hayan dado a ese tipo, sino que se calcula el coste medio ponderado.

Para calcular el WACC, hemos tenido en cuenta el porcentaje de volumen de negocio de cada mercado:

$$WACC_{Medio} = K_e * \frac{Equity}{(Equity + Deuda)} + K_d * (1 - t) * \frac{Deuda}{(Equity + Deuda)} = 7,87\%$$

Analizando los resultados obtenidos, Sacyr está financiándose en mayor proporción con deuda un 86,63%, frente al 13,37% de fondos propios. Si comparamos el WACC, con la rentabilidad libre de riesgo en España observamos que la rentabilidad que pretende proporcionar Sacyr es mayor que la rentabilidad de los títulos libres de riesgo, por lo que en principio puede resultar una inversión atractiva para al inversor.

A continuación, hemos creado varios escenarios para obtener los distintos precios objetivo, para ello variamos el valor del WACC y el valor de la tasa de crecimiento (g), la cual hemos mantenido a una posición prudente y conservadora. Con estos distintos precios objetivos podemos saber si nuestra recomendación de comprar o vender es la misma en los distintos escenarios creados.

Para el **escenario más pesimista**, consideramos un valor de la rentabilidad exigida por los accionistas y acreedores de Sacyr de un 5% y una tasa de crecimiento del 2%. Teniendo en cuenta estos valores el valor de la acción de Sacyr sería de 0,75 euros por acción el 31 de diciembre de 2016.

En cambio, en un **escenario más optimista**, consideramos un WACC de un 7,87% y una tasa de crecimiento de un 2%. Teniendo en cuenta estos valores el valor de la acción a 31 de diciembre de 2016 sería de 11,82 euros por acción.

El precio objetivo de las acciones de Sacyr varía entre 10,53 hasta 13,41 euros por acción, dependiendo de los valores del WACC y de la tasa de crecimiento.

A la vista de los resultados obtenidos en estos escenarios podemos concluir que las acciones de Sacyr están infravaloradas, es decir, que están cotizando por bajo de su precio objetivo, siendo éste de 11,82 euros para las acciones de Sacyr a 31 de diciembre de 2016. Por lo tanto, nuestra recomendación sería **comprar** acciones de Sacyr ya que en todos los escenarios posibles el precio objetivo de la acción está por encima de la cotización en Bolsa (día 17 de junio de 2016, cotización de Sacyr 1,56 euros por acción).

5. ANALISIS OPA ENTRE MERLON PROPERTIES SOCIMI, SA Y TESTAINMUEBLES EN RENTA, SOCIMI, SA.



A continuación, vamos a analizar la OPA emitida por Merlin Properties SOCIMI, S.A. para adquirir Testa Inmuebles en Renta SOCIMI, S.A.

La empresa oferente, Merlin Properties SOCIMI, S.A., es una sociedad anónima española. Cuyo capital social asciende a 323.030.000 euros y está representada por 323.030.000 acciones, de un euro (1€) de valor nominal cada una de ellas, totalmente suscritas e íntegramente desembolsadas. Además, todas ellas se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia y se negocian a través del Sistema Interconexión Bursátil Español (SIBE).

La estructura accionarial de Merlin se divide de la siguiente manera:

Denominación social del accionista	Número de derechos de voto	% sobre el total de derechos de voto
Blackrock, INC	17.818.836	5.52
UBS Group AG	9.781.944	3.03
EJF Capital LLC	9.629.472	2.98
Magic Kingdom, S.L.	1.874.999	0.58
Consejo de Administración	294.961	0.09
Resto de acciones	283.629.788	87.80
TOTAL	323.030.000	100

Tabla 5.1. Estructura accionarial de la empresa Merlin

Merlin no posee acciones en autocartera.

Testa Inmuebles en Renta, SOCIMI, S.A., sociedad afectada, es una sociedad anónima española. Su capital social asciende a 30.793.543,67 euros y está representado por 153.967.718 acciones ordinarias, de veinte céntimos de euro (0,20€) de valor nominal cada una de ellas, totalmente suscritas e íntegramente desembolsadas. Dichas acciones de Testa se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona, negociándose a través del SIBE.

La división accionarial de Testa es la siguiente:

Denominación social del accionista	Número de derechos de voto	% sobre el total de derechos de voto
Merlin Properties	118.575.589	77.01%
Sacyr	34.810.520	22.61%
Total accionistas que han inmovilizado sus acciones	153.386.109	99.62%
Resto de accionistas	581.609	0.38%
TOTAL	153.967.718	100%

Tabla 5.2 Estructura accionarial de la empresa Testa

Testa no posee acciones en autocartera

La finalidad perseguida por la empresa Merlin con la adquisición del control de Testa consiste en la integración de Testa en su grupo para crear una de las carteras inmobiliarias de mayor tamaño de España.

Una vez haya sido liquidada la Oferta y Merlin haya adquirido la totalidad de las acciones de Testa propiedad de Sacyr, Merlin iniciará los trámites para llevar a cabo una fusión entre sus respectivas sociedades dominantes, en la que está previsto que Merlin sea la entidad resultante.

Como consecuencia de la adquisición de Testa, Merlin incorporará activos significativos a tres de sus segmentos primarios, oficinas, comercial y logística. La cartera de Testa, además, es complementaria de la de Merlin no solo en términos de clase y calidad de activos, sino también porque no hay solapamiento en términos de micro-localización.

Tendrá un efecto en la organización funcional de Merlin, debido a que integrará negocios y áreas geográficas en los que actualmente no tiene presencia ni estructura organizativa, así como en la actividad y estrategia de Testa.

Además, Merlin tiene previsto iniciar los trámites oportunos para fusionarse con Testa después de la adquisición de la totalidad de las participaciones de Sacyr en Testa.

También se llevarán a cabo aquellas modificaciones de los estatutos sociales que pudieran resultar de la posible fusión entre Merlin y Testa, sin que Merlin tenga una decisión, intervención o previsión en relación con dichas modificaciones.

Por último, Merlin incluirá a su equipo actual una plataforma complementaria con grandes capacidades internas de gestión inmobiliarias centradas en el arrendamiento, reforma, desarrollo y gestión de activos inmobiliarios.

Por el contrario, Merlin no prevé que la adquisición suponga cambios en la estructura, composición y funcionamiento de su Consejo de Administración y de las comisiones delegadas de éste, sin perjuicio de aquellas modificaciones que resulten de la fusión entre ambas empresas. Tampoco en la política de personal y en la previsión de distribución de un dividendo mínimo de 60 millones de euros, equivalente a 0,19 euros por acción, con cargo a los resultados del ejercicio 2015 que fue anunciada por la Junta General Ordinaria de Accionistas el 1 de abril de 2015.

La oferta tiene carácter obligatorio, se formula por el oferente y se dirige a todos los titulares de acciones de Testa, excluyendo del cómputo las que ya obran en poder de este y las que obran en poder de Sacyr, por Acuerdo de Inversión entre ambas sociedades. Y además es una OPA amistosa, y la Oferente ya poseía acciones de la sociedad objetivo, como hemos mostrado en la tabla de estructura accionarial de Testa, Merlin ya poseía 118.575.589 acciones, representativas de 77,01%.

Como indica el anuncio de esta OPA no tuvo ni competidores, ni modificaciones, ni prorroga al aplazamiento de aceptación. El siguiente gráfico representa el calendario establecido para la OPA.

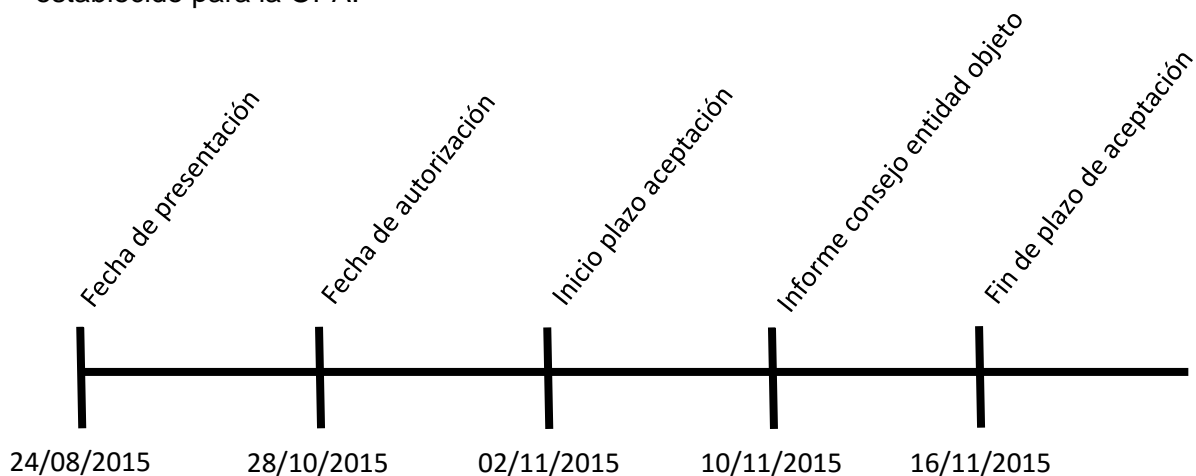


Gráfico 5.1 Plazos oficiales OPA entre Merlin y Testa

El capital social de Testa es de 30.793.543,67 euros, representado por 153.967.718 acciones ordinarias totalmente suscritas y desembolsadas, de un valor nominal de veinte céntimos de euro (0,20 €) cada una.

La Oferta se formula sobre la totalidad de las acciones en que se divide el capital social de Testa.

No obstante, han quedado inmovilizadas hasta la finalización de la Oferta un total de 153.386.109 acciones, representativas del 99,62% de las acciones y derechos de voto

en que se divide su capital social, de las que 118.575.589 acciones, representativos del 77,01%, obran en poder de Merlin, y 34.810.520 acciones, representativas del 22,61% obran en poder de Sacyr, todo ello establecido según el Acuerdo de Inversión entre ambas empresas.

En definitiva, como consecuencia de lo anterior, el número de acciones al que se extiende la Oferta de modo efectivo asciende a 581.609 acciones ordinarias de Testa, representativas de un 0,38% de su capital social. Por las que se establecen una contrapartida en efectivo, de 13,54 €/acción.

El resultado de la OPA fue positivo al ser aceptada por un número de 472.527 acciones, lo que representa un 81,24% de las acciones a las que se dirigió la oferta (581.609 acciones). Merlin se favoreció de la compra de estas acciones por un valor un poco menor al de mercado.

	Presentación	Comienzo de OPA	Final de OPA
Promedio prima	13,40	13,47	13,52
Porcentaje de Prima	-1,034%	-0,517%	-0,127%

Tabla 5.3 Prima pagada en la OPA ofertada por Merlin

Al pagar Merlin en efectivo, nos puede indicar que consideraba que la empresa Testa estaba infravalorada y por tanto quería poseer el mayor número de acciones de esta en su poder.

Al ser una OPA amistosa no se dan muchos mecanismos de defensa, como claro podríamos decir el Acuerdo de Inversión al que llegan Sacyr y la Oferente Merlin por el que se quedan inmovilizadas un total de 153.386.109 acciones hasta la finalización de la OPA

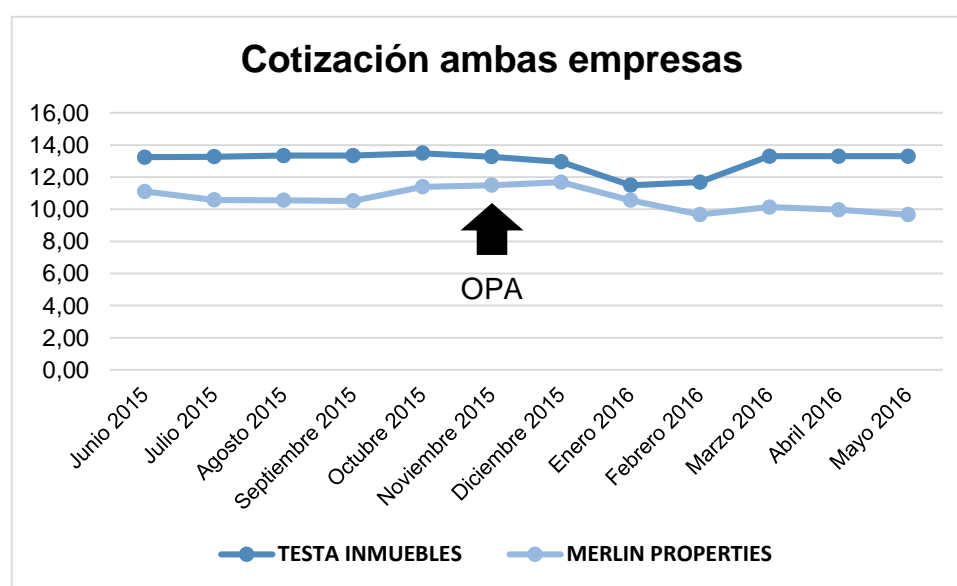


Gráfico 5.2 Cotizaciones de Testa y Merlin antes y después de realizar la OPA

Por lo general en el corto plazo, la cotización de la empresa adquirente (Merlin) bajaría, ya que el mercado le penaliza por el pago de la prima, en cambio, la empresa objetivo (Testa) subiría al recibir la prima pagada por el adquirente y por la existencia de una revalorización futura. A medio y largo plazo, la empresa adquirente subiría debido a la obtención de sinergias y la empresa objetivo pasaría a cotizar con el nombre de la adquirente.

En concreto en este caso, a corto plazo ya que es lo que podemos observar, las cotizaciones de ambas sociedades disminuyen después de hacerse efectiva la OPA, en el caso de Testa sea por no haber recibido una prima por acción, porque a partir de febrero de 2016 su cotización vuelve a subir y a permanecer más o menos en la cotización que venía teniendo desde hace un año. Mientras, el mercado penaliza a la sociedad Merlin, quizás por la falta de expectativas de crecimiento o por el posible anuncio de una fusión con Testa, esto último afectaría a ambas empresas.

6. CONCLUSIONES

Para concluir este proyecto, podemos decir que las adquisiciones y fusiones entre empresas sean ido adaptando a las circunstancias de las economías y de los mercados, cambiado o ampliando su modo de uso. Aun así, con la inestabilidad económica existente en el año 2009 se seguían llevando a cabo porque para muchas empresas fue el motivo de su supervivencia y para otras el motivo de poder seguir aumentando su cuota de mercado. Tras realizar esta comparativa hemos podido observar que, por lo general, el número de fusiones y adquisiciones ha aumentado desde 2009 hasta 2015 y que los sectores más castigados por la crisis económica mundial ha sido el sector inmobiliario y de la construcción.

En cuanto a la valoración realizada a Sacyr, el resultado ha sido positivo, es decir, situándonos en unas expectativas de crecimiento más moderadas hemos obtenido que tanto en un escenario bajista y alcista el precio objetivo es mayor que la cotización actual en el Ibex 35, lo que supone que es una empresa que está infravalorada y sería una buena candidata para adquirir participaciones de ella.

Pese a la situación actual de las empresas del sector de la construcción y el inmobiliario en España, en esta OPA hemos podido observar como las empresas más grandes adquieren las pequeñas, para ir ampliando su cuota de mercado. Además, gracias a su cotización, de antes y después de realizar la adquisición, hemos podido observar cómo ha reaccionado el mercado ante tal circunstancia, disminuyendo la cotización de empresas justo después de llevarse a cabo la adquisición, pero en el caso de la adquirida con la recuperación más rápida. La empresa oferente aún no ha conseguido alcanzar el precio objetivo que tenía antes de la operación.

7. BIBLIOGRAFÍA

Abellán, 2004. s.l.: s.n.

ACG/Thomson, 2006. *OnetoOne Capital Partners Informe Fusiones y Adquisiciones en la PYME*, s.l.: s.n.

Expansión, 2009. <http://www.datosmacro.com/pib?anio=2009>. [En línea]
[Último acceso: 2016].

Expansión, 2015. <http://www.datosmacro.com/pib?anio=2015>. [En línea]
[Último acceso: 2016].

Export Entreprises, S., 2016. <https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/japon/politica-y-economia?>. [En línea].

Rogers, R., 2010. *Mergers & Acquisitions Review*, s.l.: s.n.

Rogers, R., 2015. *Mergers & Acquisitions Review Financial Advisor*. s.l.:s.n.

Zozaya, N., 2007. *Las fusiones y adquisiciones*, s.l.: s.n.

<http://www.datosmacro.com/pib?anio=2015>

<http://www.datosmacro.com/pib?anio=2009>

<https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/japon/politica-y-economia?>

http://economia.elpais.com/economia/2016/02/15/actualidad/1455508576_278193.html

<https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/china/politica-y-economia>

<https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/estados-unidos/politica-y-economia>

http://www.testainmo.com/testa/leerFicheroGestor.do?clase=documento&name=ccaa_indiv_2016.pdf&location=&idioma=es

http://deoleo.com/?wpfb_dl=436

http://www.expansion.com/mercados/bolsa/recomendaciones/analisis-fundamental/d/deoleo_M.OLE.html

<http://www.datosmacro.com/bono/espana?dr=2013-12>

<http://www.datosmacro.com/deuda/espana/tesoro/obligaciones-10-anios>

<http://academica-e.unavarra.es/bitstream/handle/2454/20173/Go%C3%B1i%20Ozcoidi,%20C.%20TFG.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0110047919>

<http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/OPA.aspx?numreg=376>

http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/

http://www.bde.es/clientebanca/es/areas/Tipos_de_Interes/entidades/