



UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA
Facultad de Economía, Empresa y Turismo



GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Fusiones y Adquisiciones en época de Crisis Financiera y su impacto sobre el Valor de Mercado de las Empresas y su Gobierno Corporativo (2010-2014): Análisis Empírico de las Operaciones de Combinación de Negocio en la Bolsa Española

Presentado por: Ramírez Jiménez Xiomara

Las Palmas de Gran Canaria, a 13 de julio de 2017

**Fusiones y Adquisiciones en época de Crisis Financiera y
su impacto sobre el Valor de Mercado de las Empresas y su Gobierno Corporativo
(2010-2014): Análisis Empírico de las Operaciones de Combinación de Negocio en la
Bolsa Española**

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1 Conceptos sobre las fusiones y adquisiciones	3
1.2 Consecuencias de la crisis financiera en la reestructuración empresarial: especial referencia a las empresas cotizadas	5
1.3 Marco Legislativo de las combinaciones de negocio en España	14
2. REVISIÓN DE LA LITERATURA PREVIA	17
2.1 Factores condicionantes de las operaciones de combinación de negocio	17
2.2 Las claves del éxito y del fracaso del proceso de combinación de negocio	20
2.3 Impacto de las combinaciones de negocios en los resultados empresariales	22
3. ANÁLISIS DEL EFECTO DE LOS PROCESOS DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN SOBRE EL VALOR DE MERCADO DE LAS EMPRESAS: Contrastación Empírica en las empresas cotizadas españolas	27
3.1 Muestra y Fuentes de Información: Fusiones y adquisiciones en la Bolsa Española (2010-2014)	27
3.2 Análisis de éxito o el fracaso de los procesos de F&As durante la crisis financiera	32
4. CONCLUSIONES	36
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	39

ÍNDICE DE FIGURAS

Ilustración 1. Importe de las operaciones en fusiones y adquisiciones en el mundo	1
Ilustración 2. Ranking de las mayores operaciones de combinación de negocio.....	2
Ilustración 3. Representación de la Capitalización Bursátil de la Bolsa Española por Sectores.....	7
Ilustración 4. Evolución de las medidas adoptadas en la reestructuración bancaria	14
Ilustración 5 y Ilustración 6. Variación del número de F&As realizadas y el importe de las adquisiciones (2006-2015)	28
Ilustración 7. Clasificación sectorial de las F&As realizadas (2010-2014)	31

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Distribución de la Capitalización Bursátil de la Bolsa Española por sectores	6
Tabla 2. Importancia relativa de la Capitalización Bursátil del subsector Bancos y Cajas.....	8
Tabla 3. Proceso de reestructuración del sistema financiero 2010-2015.	10
Tabla 4. Evolución de las medidas adoptadas en la reestructuración bancaria	14
Tabla 5. Cuadro resumen de las principales motivaciones para realizar F&As	19
Tabla 6. Resumen de las variables explicativas de las fusiones y adquisiciones	26
Tabla 7. F&As autorizadas y realizadas en el periodo 2006-2015	27
Tabla 8. Importe de las adquisiciones realizadas en el mercado bursátil español.....	28
Tabla 9. Empresas fusionadas en la Bolsa Española (2010-2014).....	29
Tabla 10. Adquisiciones realizadas en la Bolsa Española (2010-2014).....	30
Tabla 11. Tipos de OPAs realizadas en la Bolsa Española (2010-2014)	32
Tabla 12. Análisis de la Capitalización Bursátil de las OPAs antes y después de la adquisición (2010-2014).....	33
Tabla 13 Análisis de la Capitalización Bursátil antes y después de la fusión (2010-2014).....	35

ANEXOS

Anexo 1. Continuación de la Tabla 3: Proceso de reestructuración del sistema financiero 2009-2015.....	38
--	----

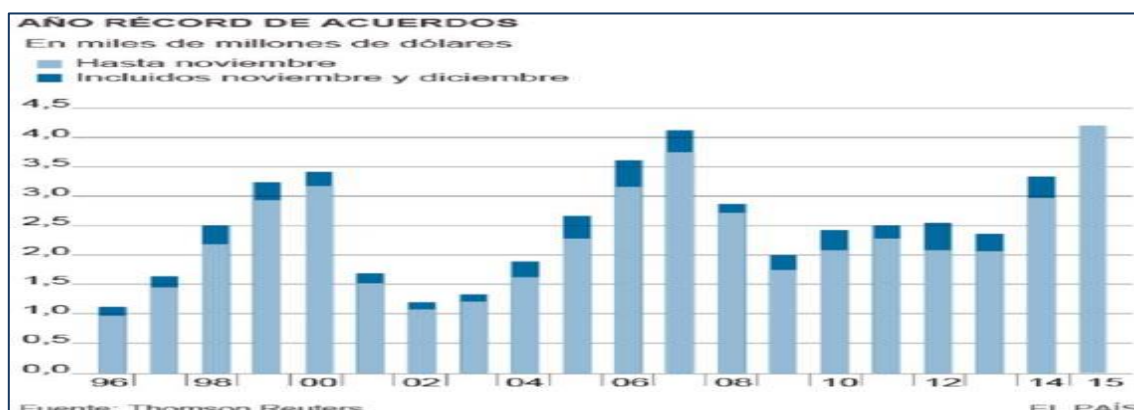
Fusiones y Adquisiciones en época de Crisis Financiera y su impacto sobre el Valor de Mercado de las Empresas y su Gobierno Corporativo (2010-2014): Análisis Empírico de las Operaciones de Combinación de Negocio en la Bolsa Española

1. INTRODUCCIÓN

En un mundo cada vez más complejo, las empresas deben buscar nuevas formas de ser más competitivas y eficientes para poder sobrevivir. Una de las estrategias fundamentales para conseguirlo y así aprovechar las oportunidades que ofrece la globalización de los mercados es a través de las fusiones y adquisiciones (en adelante, F&As). Sin embargo, son tan diferentes los entornos económicos, sociales, jurídicos y culturales en los que se desarrollan que podrían conducir al fracaso si no se realiza adecuadamente.

A lo largo de la historia se han producido numerosas operaciones de combinaciones de negocio y, en consecuencia, cuantiosos estudios. En la actualidad se ha convertido en uno de los temas más destacados, siendo el año 2015, bautizado por el periódico El País "La era de las megafusiones". Ese año se consiguió una cifra record en el mercado de fusiones y adquisiciones a nivel mundial, consiguiendo US\$4,2 billones más que ningún otro año de la historia. Tal como se observa, en la ilustración 1, según datos de Thomson Reuters:

Ilustración 1. Importe de las operaciones en fusiones y adquisiciones en el mundo



Fuente: El periódico El País (2015)¹

A continuación, en la Ilustración 2 se detalla las mayores operaciones de la historia, siendo el principal acuerdo realizado por Vodafone, en el año 1999. Un dato interesante es que el 60%

¹ El País (2015, diciembre 6). La era de las megafusiones. Recuperado el 26 de mayo de 2017, a partir de http://economia.elpais.com/economia/2015/12/03/actualidad/1449141107_405089.html

de las mayores combinaciones se realizaron en Estados Unidos, siendo este conocido en Llave (2015:30) como el país pionero en F&As. Con respecto al año 2015, se registraron cuatro entre las veinte mayores fusiones de la historia.

Ilustración 2. Ranking de las mayores operaciones de combinación de negocio

LAS MAYORES OPERACIONES DE LA HISTORIA						
Fecha	Empresa adquirida	País	Comprador	País	Valor (miles de millones \$)	Sector
14/11/99	Mannesmann	Alemania	Vodafone AirTouch	Reino Unido	202,8	Teleco.
23/11/15	Allergan	EE UU	Pfizer	EE UU	191,5	Salud
10/01/00	TimeWarner	EE UU	America Online	EE UU	181,6	Media
02/09/13	Verizon Wireless Inc	EE UU	Verizon Communications	EE UU	130,3	Teleco.
07/10/15	SABMiller	Reino Unido	Anheuser-Busch Inbev	Bélgica	120,8	Cerveza
18/03/08	Philip Morris Intl.	Suiza	Shareholders	Suiza	113,0	Tabaco
25/04/07	ABN-AMRO Holding NV	Holanda	RFS Holdings BV	Holanda	98,2	Finanzas
28/10/04	Shell Transport & Trading	Reino Unido	Royal Dutch Petroleum	Holanda	95,4	Energía
05/03/06	BellSouth Corp	EE UU	AT&T	EE UU	89,4	Teleco.
04/11/99	Warner-Lambert	EE UU	Pfizer	EE UU	88,8	Salud
01/12/98	Mobil Corp	EE UU	Exxon Corp	EE UU	85,1	Energía
08/04/15	BG Group PLC	Reino Unido	Royal Dutch Shell	Holanda	81,0	Energía
17/01/00	SmithKline Beecham PLC	Reino Unido	Glaxo Wellcome	Reino Unido	78,8	Salud
26/05/15	Time Warner Cable	EE UU	Charter Communications	EE UU	78,4	Media
25/02/06	Suez SA	Francia	Gaz de France	Francia	75,2	Energía
06/04/98	Citicorp	EE UU	Travelers Group	EE UU	72,6	Finanzas
08/07/01	AT&T Broadband & Internet Serv.	EE UU	Comcast Corp	EE UU	72,0	Media
28/07/98	GTE Corp	EE UU	Bell Atlantic Corp	EE UU	71,3	Teleco.
11/05/98	Ameritech Corp	EE UU	SBC Communications	EE UU	70,4	Teleco.
24/06/98	Tele-Communications	EE UU	AT&T	EE UU	69,9	Media

Fuente: Thomson Reuters

Fuente: El periódico El País¹ (2015)

Estos datos reflejan la importancia y el notable interés actual de los procesos de F&A tanto a nivel internacional como nacional. Por sus evidentes repercusiones económicas, la investigación académica las ha sometido a un profundo y sistemático estudio. Sin embargo, como se menciona en Colarte y Rodríguez (2006:294) y en Andrade et al (2001:117), existe una gran controversia sobre las ratios que deben utilizarse para la valoración de los resultados después de la fusión, debido a que la valoración está influida por multitud de variables, como el horizonte temporal, los efectos fiscales y la localización, entre otros. Como resultado, todavía no se ha obtenido una manera decisiva de realizar la estimación. Por todos estos motivos y los mencionados anteriormente es importante su estudio en profundidad.

El objetivo principal de este estudio es conocer el impacto de las combinaciones de negocio sobre el valor de la cotización de las empresas cotizadas españolas en época de crisis económico-financiera y realizar así un análisis empírico previo.

La metodología utilizada para alcanzar los objetivos propuestos es, en primer lugar, una revisión de la literatura previa para luego contrastar la información con los resultados obtenidos. Este análisis alcanza desde estudios más antiguos, como los realizados por Varaiya en el año 1988, hasta los realizados en la actualidad por Gutiérrez y Fernández en 2016. Una vez realizado el estudio bibliográfico, se realiza el análisis de las empresas cotizadas españolas, comprendidas en el período 2010 y 2014. Dicha muestra se extrae de los informes

anuales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) sobre los mercados de valores y su actuación.

Como se ha mencionado anteriormente, son cuantiosos los estudios sobre fusiones y adquisiciones, sin embargo, la mayoría han sido realizados en Estados Unidos y en menor proporción en Europa. Por el contrario, en España la mayoría de los estudios en época de crisis financiera se basan en la reestructuración bancaria y no en los resultados de las entidades no bancarias. Los resultados obtenidos en diferentes países no son comparables entre sí, como se menciona en Feito y Menéndez (2012:39) y en Campa y Hernando (2004:47), debido al entorno jurídico, social y económico de cada país, los cuales condicionan los resultados de las fusiones y adquisiciones. Por lo tanto, es un trabajo innovador porque la muestra seleccionada no es comparable con ningún otro estudio.

Hoy en día, todavía sigue siendo de gran controversia su efecto en los resultados obtenidos, y si crea o destruye valor para los accionistas. Para resolverlo, se analiza los resultados antes y después de la fusión para poder conocer la respuesta a este gran interrogante. Por ello y por todos los motivos mencionados anteriormente es un estudio de actualidad, novedoso y relevante.

1.1 Conceptos sobre las fusiones y adquisiciones

Hay tres métodos posibles para adquirir otra empresa, detallados por Llave (2015:28): la fusión de empresas o combinación de negocio, adquisición mediante la compra de una parte o total de las acciones de la entidad objetivo o la adquisición de sus principales activos. Los dos primeros métodos suelen generar confusiones por su gran parecido y es por ello que vamos a detallar las principales diferencias:

En primer lugar, como la define Sanfilippo (2004:7) *“la fusión es la unión de dos o más empresas, jurídicamente independientes, las cuales se comprometen juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad”*. Es decir, desaparecen las dos entidades y forman una nueva, o en el caso de fusión por absorción, una de las empresas compra el patrimonio de otra, desapareciendo así la sociedad absorbida. Pero en ambos casos los patrimonios de ambas sociedades se unen. Sin embargo, la adquisición *“es la compra de una empresa por parte de otra a través de la compra de sus activos o sus acciones”*, como resultado, los patrimonios de ambas empresas permanecen independientes.

El comprador adquiere las acciones de la otra empresa, pagando con tesorería, acciones u otros títulos emitidos por el comprador. Los accionistas de la empresa adquirida pueden ejercer su derecho a vender sus acciones si les interesa la oferta, o no venderlas en caso contrario. Según Santeiro (2014:13) esta es la principal diferencia entre la fusión y la adquisición.

En la fusión los directivos de las dos empresas alcanzan un acuerdo, sin que los accionistas puedan votar, aunque dicho acuerdo posteriormente tenga que ser confirmado por la Junta de Accionistas. Por el contrario, cuando lo que se lleva a cabo es una Oferta Pública de Adquisición (en adelante OPA), como se menciona en el trabajo realizado por Santeiro (2014:14), se trata de un acuerdo entre la dirección de la empresa compradora y los accionistas de la empresa adquirida, de ahí la mayor capacidad de decisión por parte de los accionistas en este tipo de operaciones.

En el caso de la OPA, lo que se busca es asegurar el control de la empresa adquirida sin englobarla dentro de la empresa compradora.

La forma de determinar el control de una sociedad sobre otra es a través de los derechos de voto. Para ello, el artículo 3 de las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas establece que *“Se debe tener en cuenta todos los derechos de voto, incluyendo los potenciales (opciones de compra de acciones), que sean convertibles o ejercitables, con independencia de la intención o capacidad financiera de la sociedad de ejecutarlos o convertirlos”*. Por lo tanto, si se posee más de la mitad de los votos, se puede concluir que se tiene el control de la empresa. Sin embargo, la mejor forma de definir cuándo una sociedad produce el control sobre otra entidad es expresada en la Norma de Registro y Valoración 19.1. del Plan General Contable *“Poder de dirigir las políticas financieras y de explotación de un negocio con la finalidad de obtener los beneficios económicos de sus actividades”*. Es decir, que para que exista control no basta con dirigir una de las dos políticas. Un ejemplo, sería el caso de la franquicia que dirige la política de explotación, pero no por ello la financiera.

Por último, hay que mencionar que existen diferentes tipos de OPAS. Según su finalidad y características, la CNMV² las clasifica de la siguiente forma:

²Comisión Nacional de Mercados de Valores (s.f). Orientación para el Inversor, tipos de OPAS. Recuperado 4 de Junio de 2017, a partir de <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx>

- Opa Obligatoria: es aquella que debe ser emitida el 100% de las acciones de la empresa por un precio equitativo y sin estar sujeta a ninguna condición.
- Opa Voluntaria: no están sujetas a requisitos legales en cuanto al número de acciones que debe emitir, ni debe exigir un precio equitativo. Por otra parte, el oferente puede establecer condiciones para que se efectúe la operación.
- Opa por toma de control: su finalidad es permitir a los accionistas de la sociedad opada vender sus acciones a un precio equitativo cuando la sociedad oferente tiene el control de la sociedad opada.
- Opa de exclusión: permite a los accionistas vender sus acciones antes de que la empresa deje de cotizar.
- Opa Amistosa: se produce cuando existe acuerdo entre los accionistas o Consejo de Administración de la sociedad opada y la sociedad oferente.
- Opa Hostil: se realiza cuando no se ha llegado a un acuerdo previo entre la sociedad oferente y la opada.

1.2 Consecuencias de la crisis financiera en la reestructuración empresarial: especial referencia a las empresas cotizadas

En situación de crisis económica, una de las posibles soluciones es la reestructuración empresarial. Esta solución, como se detalla en León (2013:81-82), ha sido utilizada desde la crisis que se produjo en las compañías de ferrocarril en Estados Unidos, debido a que se consigue una mayor rentabilidad y solvencia a través de la integración. Esta práctica es, de hecho, utilizada sobre todo por las grandes empresas. Por ejemplo, en España, según León (2013:75-76), la reestructuración fue una de las soluciones principales en el sistema financiero para combatir las consecuencias de la crisis económica acaecida en 2008. Sin embargo, en el resto de los sectores no ha sido muy utilizada.

En este trabajo nos hemos centrado en la reestructuración bancaria acaecida desde 2008 en España que mencionábamos anteriormente, y lo hemos decidido así por dos razones: por un lado, nos encontramos con la importancia relativa de este sector en el mercado bursátil y, por otro, el hecho de que ha sido en este sector en el que hemos detectado un número significativamente superior de procesos de F&As.

La mayoría de los casos se realizaron durante el período elegido para el estudio (2010-2014) y teniendo como causa principal la crisis económica. Además, se trata de la mayor reestructuración bancaria de la historia en España, lo que produjo, por ejemplo, que todas las Cajas de Ahorro existentes, exceptuando dos, sufrieran algún tipo de proceso de combinación de negocio.

La importancia relativa del sector Financiero se recoge en la Tabla 1. Los datos han sido extraídos del informe publicado por el BME (Grupo de Bolsas y Mercados Españoles, en adelante BME), en 2016. El importe del mismo viene expresado en millones de euros:

Tabla 1. Distribución de la Capitalización Bursátil de la Bolsa Española por sectores

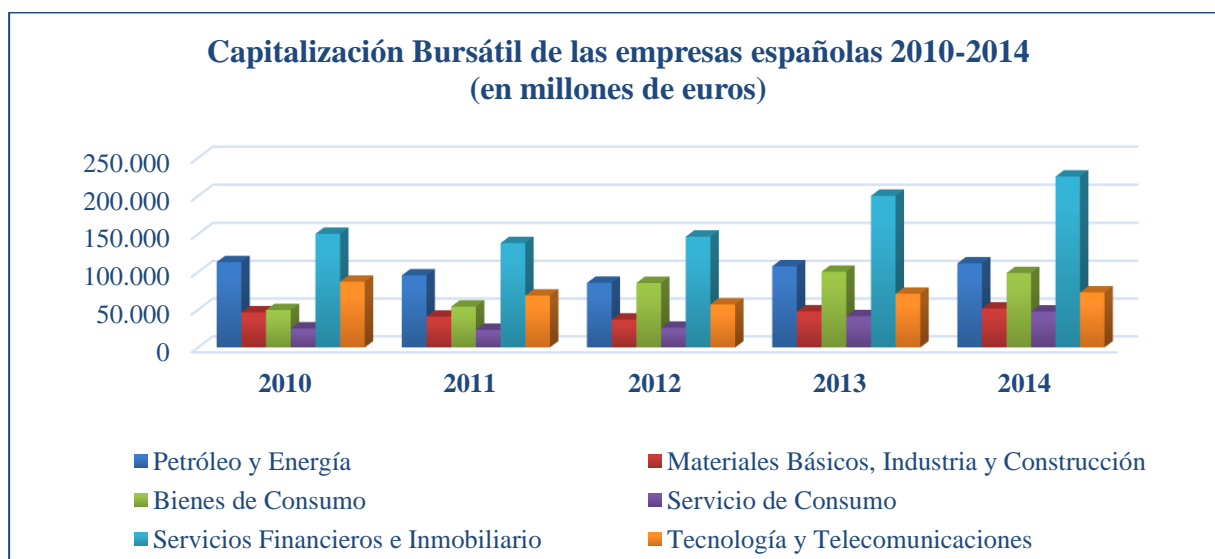
Sector/Año	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
Petróleo y Energía	112.910	24%	95.509	23%	85.520	20%	107.432	19%	111.382	18%
Materiales Básicos, Industria y Construcción	46.480	10%	40.803	10%	37.000	8%	47.821	8%	51.549	8%
Bienes de Consumo	49.570	11%	54.032	13%	85.345	20%	100.283	18%	98.510	16%
Servicio de Consumo	25.102	5%	23.258	6%	26.108	6%	41.336	7%	47.555	8%
Servicios Financieros e Inmobiliario	150.252	32%	138.075	33%	146.514	33%	200.102	35%	225.370	37%
Tecnología y Telecomunicaciones	87.009	18%	68.687	16%	56.955	13%	71.184	13%	72.822	12%
Importe total	471.323	100%	420.364	100%	437.442	100%	568.158	100%	607.189	100%

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del Informe de Estadísticas de los Mercados realizado por BME (2016).

En los cinco años estudiados se concluye que el sector de Servicios Financieros e Inmobiliario representa el mayor importe relativo de la capitalización bursátil con un 34% de media con respecto al resto de los sectores.

Con los datos expuestos en la Tabla 1, se realiza una representación de la evolución de la capitalización bursátil del mercado continuo de la bolsa española, distribuido por sectores, tal y como se expone en la Ilustración 3:

Ilustración 3. Representación de la Capitalización Bursátil de la Bolsa Española por Sectores



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del Informe de Estadísticas de los Mercados realizado por BME (2016).

En el año 2014, el sector de Servicios Financieros e Inmobiliarios alcanza el mayor porcentaje obtenido con respecto a los otros años de estudio, consiguiendo un importe 225.370 millones de euros. El sector de Petróleo y Energía ocupa el segundo lugar, con un importe medio de 102.551 millones de euros. Mientras que el sector con el menor valor de capitalización bursátil es el sector de Servicios de Consumo, consiguiendo este un importe medio de 32.672 millones de euros.

El sector de Servicio Financiero e Inmobiliario, como su nombre indica, no solo recoge los servicios de las entidades financieras, sino que también, abarca a las inmobiliarias y otro tipo de actividades. La bolsa de Madrid lo clasifica en los siguientes seis subsectores: Bancos y Cajas de Ahorro, Seguros, Cartera y Holding, Inmobiliaria y otros, Servicios de Inversión y SOCIMI (Sociedades Cotizadas de Inversión en Mercados Inmobiliarios). Es por ello que podría producirse la duda de que el alto porcentaje mencionado anteriormente se deba a la capitalización de otros subsectores que no son relativos a los bancos y las cajas. Como consecuencia, hemos realizado, para cada año de estudio, el porcentaje de participación del subsector de Bancos y Cajas de Ahorro en relación a la capitalización total del mercado bursátil español. Todo ello con el fin de comprobar su importancia en la bolsa española, la cual es recogida en la Tabla 2 y expresada en millones de euros.

Tabla 2. Importancia relativa de la Capitalización Bursátil del subsector Bancos y Cajas

Sector/Año	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
Capitalización Bursátil (total)	471.323		420.364		437.442		568.158		607.189	
Sector Servicios Financieros e Inmobiliario	150.252	32%	138.075	33%	146.514	33%	200.102	35%	225.370	37%
a) Subsector de Bancos y Cajas de Ahorro	118.156	25%	120.095	29%	128.586	29%	180.128	32%	201.318	33%
b) Resto del subsector Financiero e Inmobiliario	32.097	7%	17.981	4%	17.928	4%	19.974	4%	24.052	4%

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del Informe de Estadísticas de los Mercados realizado por BME (2010-2014).

Los resultados nos muestran que el subsector de Bancos y Cajas de Ahorro obtiene de media casi un 30% de la capitalización bursátil total, siendo el importe medio 149.656 millones de euros. También, se puede apreciar que el porcentaje de participación en la capitalización bursátil de este sector cada vez es mayor, consiguiendo del año 2010 al 2014 un aumento de 83.162 millones. Con estos importes tan elevados se demuestra el gran peso de dicho sector en el mercado español y se justifica la realización tan exhaustiva de la reestructuración bancaria, que será explicada en este epígrafe.

La crisis económica ha llevado a la reestructuración del sistema financiero mundial, convirtiéndose así en el sector más estudiado en relación a las fusiones y adquisiciones tal y como indica Achim (2015:128). Muchas de estas operaciones surgieron por la necesidad de obtener los recursos necesarios para financiar la falta de liquidez que se produjo en el inicio de la crisis financiera. Debido al papel fundamental que juega el sistema financiero en el mundo y a sus repercusiones en la sociedad, muchos de los investigadores analizan las consecuencias de dichas concentraciones en el mercado una vez consolidadas.

Una de las más interesantes teorías bancarias es la referida al tamaño, siendo esta variable significativa para la mayoría de los estudios. Una de las teorías frecuentes es la afirmación de que el aumento de tamaño de las entidades conlleva mayores niveles de eficiencia y rentabilidad, tal y como se expone en Palomo y Sanchís (2010:303). Sin embargo, han surgido las siguientes interrogantes, a raíz de la crisis financiera: “Demasiado grande para tener éxito” Montgomery et al (2014:101), o “¿Demasiado grande para fusionarse?” de Polemis y Paleologos (2014:1). O por el contrario “Demasiado grande para fracasar”, tal y como se detalla en Achim (2015:128).

Una de las posibles respuestas a este gran interrogante la responde Sanfilippo (2004:150) explicando que “los costes medios del sistema financiero son en forma de U aplanada”

Como consecuencia, al aumentar el tamaño solo podría verse beneficiadas las entidades de menor dimensión, convirtiéndose así en más atractivas para adquirir. Con los resultados de Palomo y Sanchís (2010:315) sobre las Cajas Rurales españolas en el año 2000 al 2009, también se llega a esa conclusión, ya que obtienen mayor rentabilidad y eficiencia las Cajas rurales de menor tamaño, mientras que las más grandes, aunque son más activas, obtienen resultados inferiores tanto en la rentabilidad económica como en la financiera. De Feito y Menéndez (2011:52) y Calvo (2003:308) también se desprenden unos resultados parecidos, añadiendo a las medianas empresas.

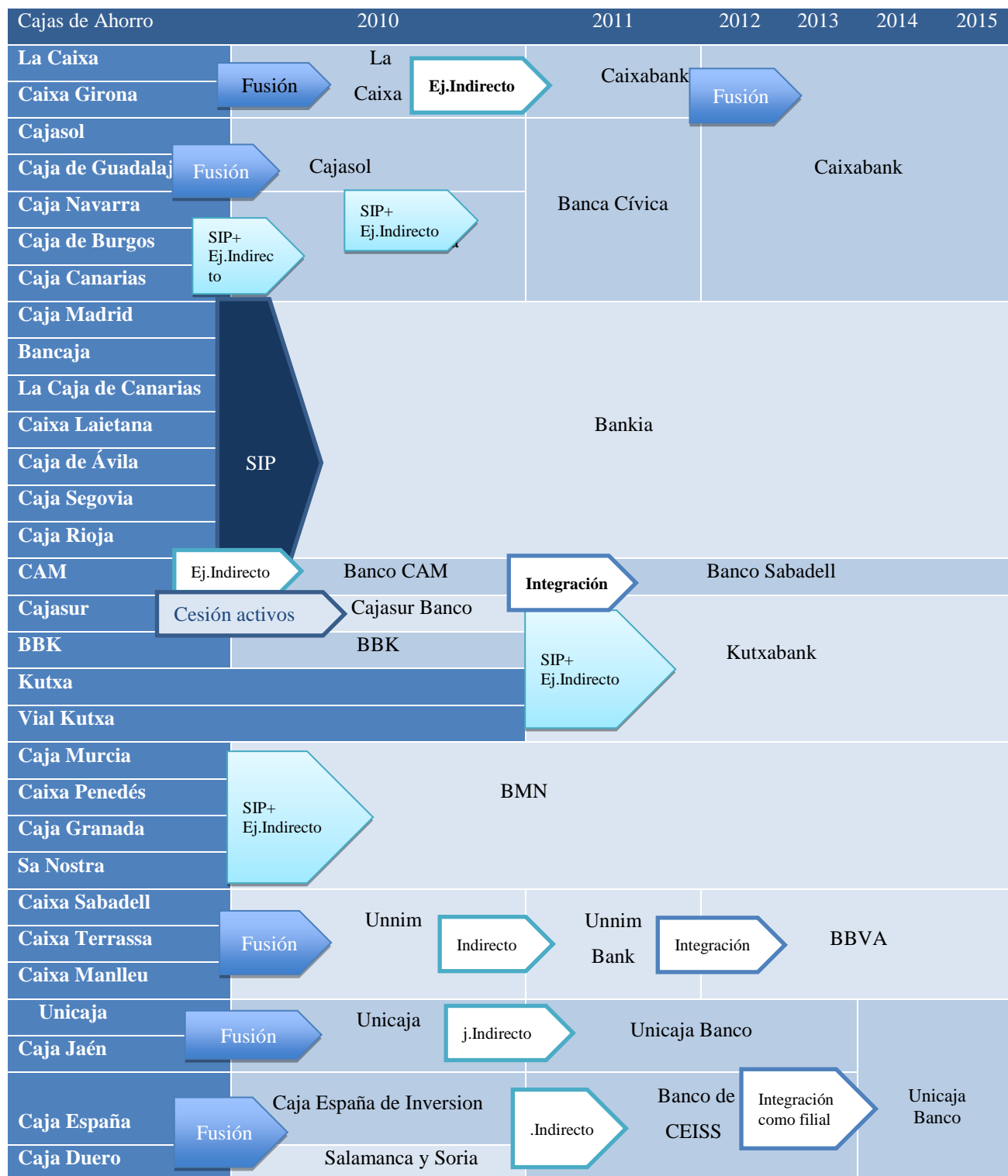
En relación a los resultados de algunos países estudiados, por ejemplo, en el estudio Montgomery et al (2014:101) en Japón, la consolidación bancaria consiguió mayor cuota de mercado, sin embargo, la rentabilidad de los beneficios se mantuvo en la misma línea. Por el contrario, Altunbas y Marqués (2008:216) en su estudio de los bancos europeos, sostienen que tras la fusión los bancos obtienen rendimientos positivos. En la investigación de Campa y Hernando (2006:13) se afirma que las empresas adquirientes después de dos años de la operación, obtienen de media mejores rentabilidades, no apreciándose diferencias entre las nacionales y las extranjeras. Por el contrario, Altunbas y Marqués (2008:216) si obtiene diferencias entre ambas.

Los bancos públicos y privados según Achim (2015:129) adquieren los mismos resultados, exceptuando si un banco público está forzado a comprar otro banco que se encuentra perjudicado. Como efecto de esta operación sus resultados se verán afectados.

En España, las Cajas de Ahorros cumplen con una función esencial en nuestro sistema económico, financiero y social. Es por ello una figura indispensable en nuestro estado de bienestar. No obstante, la crisis económica financiera acaecida en 2008, como se detalla en el informe de Fundación de Cajas de Ahorros (en adelante, FUNCAS) (2015:24), unido a problemas propios de las cajas, los cuales fueron descritos por varios autores como, por ejemplo, Gullón (2014:46) destaca el fuerte crecimiento del crédito hipotecario, debido principalmente al sector de la construcción y promoción inmobiliaria y al crecimiento de la deuda externa. Pardo (2013:9) añade otro problema más: la deuda subordinada y las participaciones preferentes cada vez obtenían mayor peso en los recursos propios de las cajas. Como resultado, provocaron el declive de la mayoría de las cajas de ahorros en España, dando lugar a la mayor reestructuración del sistema bancario español.

En la Tabla 3 podemos observar los diferentes procesos acontecidos en el sistema financiero en el período 2010-2015:

Tabla 3. Proceso de reestructuración del sistema financiero 2010-2015.



Fuente: Elaboración propia, a partir del anuario estadístico de CECA 2015.

Según un informe elaborado por la CECA (Confederación española de Cajas de Ahorro, en adelante CECA) en 2015 *“De un total de 45 Cajas de Ahorros (a comienzos de 2010), 43 han participado o se encuentran participando en algún proceso de consolidación, lo que en volumen de activos totales medios representa el 99,9% del Sector de Cajas de Ahorro. El Sector ha pasado de contar con 45 entidades, con un tamaño medio de 29.440 millones de euros (en diciembre de 2009) a estar formado por 11 entidades o grupos de entidades, con un volumen medio de activos de 91.509 millones (septiembre de 2014)”*.

Como resultado se concluye que, en cinco años, todas las entidades menos Caixa Ontinyent y Colonya Caixa Pollenca han realizado algún tipo de combinación de negocio. En FUNCAS (2015:139) se detalla este nuevo escenario, donde han desaparecido prácticamente las cajas de ahorros y han dado lugar grandes grupos bancarios, en cuyo accionariado se encuentran integradas las fundaciones bancarias y algunas ordinarias, (en el caso de las segundas, hasta el diez por ciento de participación), quienes deberán encargarse de la realización de la Obra Social y Cultural de las antiguas cajas de ahorros, así como la gestión de su participación como accionistas en la entidad bancaria participada, a partir de su transformación.

Numerosas de estas operaciones corporativas, como afirman Palomo et al (2010:292), se han mostrado como herramientas de supervivencia (fusiones oportunistas) y nada tienen que ver con las habituales negociaciones que persiguen la creación de valor.

Esta integración fue impulsada por el Real Decreto-Ley 9/2009, conocido como *“Ley Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria”* (en adelante, FROB), con una dotación inicial de 9.000 millones de €, y se han materializado a través de la creación de un mecanismo al que se le ha denominado *“Sistemas Institucionales de Protección”* (En adelante, SIP), surgido a raíz del Real Decreto-Ley 11/2010 del 9 de abril como solución para combatir las consecuencias de la crisis financiera.

Aríztegui (2010:1) define los SIP *“acuerdos contractuales que buscan garantizar la solvencia y liquidez suficientes y a reducir la capacidad instalada para evitar la quiebra de las entidades de crédito cuando resultase necesario”*. Esa es la condición necesaria para que el FROB acceda a conceder recursos públicos a las entidades. Popularmente se les conoce como *“fusiones frías”* porque, como sostiene Aríztegui (2010:3) aunque formen un grupo consolidado de cajas de ahorros, cuya gestión pasa a estar manos de una entidad, siguen manteniendo su independencia jurídica, comercial y territorial.

En el caso de la solvencia, según el Real Decreto-Ley 11/2010 de 9 de abril, están obligados a alcanzar un mínimo del 40%, y una vez en el SIP, deberá permanecer al menos 10 años y no podrá incumplirse a no ser que el Banco de España apruebe la escisión tras analizar los resultados. También impulsó nuevas formas corporativas que permiten a las cajas de ahorro el ejercicio de la actividad bancaria a través de un banco, facilitando de este modo el acceso a los mercados. Por último, impulsa la profesionalización de sus órganos de gobierno. Todas estas medidas se realizaron con el objetivo de que las entidades resultantes consiguieran ser más eficientes y competitivas tal y como se expone en Palomo et al (2011:188).

Sin embargo, los resultados no fueron los esperados, como se detalla en Galve (2013:19), predominó los intereses políticos de las autonomías, se formaron fusiones inviables, los SIP resultaron complejos e inestables, duplicaron los órganos de gobierno y la mayoría fueron formados por políticos. A estos problemas se le añade la situación de crisis que continuaba, los precios de las viviendas cayendo y la morosidad aumentando.

Se elaboró un segundo reforzamiento del FROB, con el Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, el cual establece nuevo coeficiente de capital principal: 8% sobre activos ponderados por riesgo (10% para las entidades de mayor riesgo). Otra de las medidas exigidas es un plan de recapitalización para las entidades que recurran al FROB.

El proceso de reestructuración se daba por finalizado con éxito en 2011, según el Informe de Estabilidad Financiera (2011:29) emitido por el Banco de España, *el cual` ha permitido el saneamiento de los balances, la integración de las entidades, la mejora de la gobernanza y la transformación de las cajas de ahorro a bancos`*. Sin embargo, la tensión creció en los mercados financieros internacionales, los cuales continuaban cerrando la financiación mayorista.

Con el objetivo de recuperar la confianza de los mercados financieros se crea el Real Decreto-ley 2/2012, que establece un plan de saneamiento del sector financiero, siendo esta la segunda reforma de las Cajas de Ahorros que *``contempla requerimientos de provisiones y capital adicionales para cubrir el deterioro en los balances bancarios ocasionado por los activos en situación de riesgo vinculados a la actividad de promoción inmobiliaria. ``*

Por último, la nueva Ley 26/2013 de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias (en adelante, LCAFB), que impone la transformación de aquellas en fundaciones de carácter bancario u ordinario en función del grado de participación y control que mantengan

sobre la entidad de crédito de la que sean accionistas, traspasando toda su actividad financiera a ésta.

Una fundación bancaria, según el artículo 32 de la LCAFB, es *“aquella que mantiene una participación en una entidad de crédito que alcance, de forma directa o indirecta, al menos 10% del capital o de los derechos de voto de la entidad, o que le permita nombrar o destituir a algún miembro de su órgano de administración .Su finalidad será de carácter social y su actividad principal estará dirigida a la atención y desarrollo de la Obra Social y a la adecuada gestión de su participación en una entidad de crédito”*. Sin embargo, la fundación ordinaria es la surgida por la transformación de las cajas de ahorro que no alcanzaron los requisitos mencionados.

Las fundaciones ordinarias se registrarán por lo dispuesto en la Ley 50/2002 de 26 de diciembre de Fundaciones, en cuyo artículo 2 las define como *“organizaciones constituidas sin fin de lucro que, por voluntad de sus creadores, tienen afectado de modo duradero su patrimonio a la realización de fines de interés general. Se registrarán por la voluntad del fundador, por sus Estatutos y, en todo caso, por la Ley”*.

La relación entre el tipo de gobierno de las Cajas de Ahorro y los Bancos, fue estudiada por Sanfilippo (2004:145) y por Climent y Pavia (2014:38) en España, de los cuales se desprenden que las rentabilidades de las Cajas de Ahorro son inferiores tanto en la rentabilidad económica como en la financiera, obteniendo 23.42% y un 32.96% menor que los bancos. En ellos se menciona que el motivo de dicha diferencia puede deberse a la composición del tipo de gobierno de cada una. Se prevé, por tanto, un aumento en las rentabilidades de las nuevas fundaciones bancarias surgidas por los procesos de fusión de las antiguas Cajas de Ahorro.

Según un informe realizado por FUNCAS (2015:16), a la vista de esta regulación, las nuevas fundaciones *“deben cumplir los principios de transparencia, buen gobierno, seguimiento y evaluación del impacto sobre la sociedad, o bien, medidas de innovación para alcanzar una mayor adaptabilidad al nuevo entorno”*. Además, como se explica en Palomo y Sanchis (2010:16-17), se pretende conseguir mejores resultados en la rentabilidad, solvencia y productividad de las entidades resultantes. Para alcanzar dicho objetivo, además de todas las medidas mencionadas anteriormente, se redujo el exceso de capacidad del sector con el despido de empleados, cierres de oficinas y de cajeros, las cuales son recogidas en la Tabla 4:

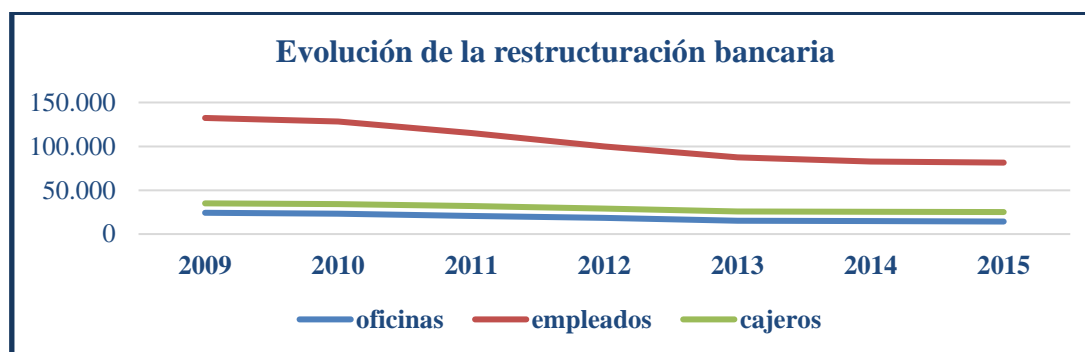
Tabla 4. Evolución de las medidas adoptadas en la reestructuración bancaria

Medidas	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Variación	%
Oficinas	24.252	23.253	20.719	18.409	15.306	14.663	14.270	-9.982	-41%
Empleados	132.340	128.165	115.101	99.670	87.392	82.664	81.431	-50.909	-38%
Cajeros	35.013	34.306	31.941	28.905	25.594	25.262	25.082	-9.931	-28%

Elaboración propia a partir de los datos del informe anual CECA

Como se puede observar, la medida más afectada son los empleados disminuyendo 50.909 personas, y el cierre de oficinas con 9.982, desde el año 2009 a 2015. A continuación, en la Ilustración 4, podemos apreciar la evolución producida desde el periodo 2009 hasta el 2015, de las medidas mencionadas anteriormente:

Ilustración 4. Evolución de las medidas adoptadas en la reestructuración bancaria



Fuente: Elaboración propia a través de los datos de CECA 2015.

Todos estos recortes unidos a las medidas mencionadas anteriormente fueron realizados para aumentar la eficiencia y la rentabilidad del sistema financiero. Sin embargo, en la investigación realizada por Gutiérrez et al (2016:106-107), nos muestra que fue un éxito relativo, ya que no todos alcanzaron los objetivos perseguidos en relación a solvencia, eficiencia técnica, gasto en obra social y brecha financiera. Por ejemplo, tan solo cinco entidades consiguieron aumentar su solvencia.

1.3 Marco Legislativo de las combinaciones de negocio en España

El marco jurídico español y europeo ha ido impulsando una serie de normativas y leyes para la regulación de las F&A. Han de destacarse siguientes hitos legales por orden cronológico:

- La Ley 76/1980, de 26 de diciembre, es anterior a la entrada de España en la Unión Europea, la cual proporcionó incentivos fiscales para impulsar la concentración empresarial de las sociedades anónimas.
- La Directiva comunitaria 90/434/CEE introducida en 1990, realizó unas normas más equitativas para dichas combinaciones con respecto a la competencia, para que sean más productivas y más competitivas tanto en el ámbito nacional como internacional.
- La Directiva 2005/56/CE facilita las fusiones transfronterizas entre sociedades de capital de la Unión Europea (UE). Sin embargo, la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, fue más allá y eliminó el requisito de exigir un informe de los administradores sobre los procesos de fusión en los casos de absorción de sociedad participada del 90% cuando se trate de una operación transfronteriza. Estas medidas se pueden contemplar en el Informe Anual de la CNMV (2014:338). A pesar de todas las reformas que impulsó la Ley 3/2009, Vives y Tapia (2013:5) en su estudio la describen como otra ley fallida, debido a la inseguridad jurídica que generó las contradicciones entre lo establecido en la norma y en los registros mercantiles. Junto a esa Ley, como consecuencia, surgió la Directiva 2009/109/CE que modifica el requisito del artículo 15.2 de Directiva mencionada anteriormente, en relación a la obligación de la información y documentación, con el objetivo de agilizar estas operaciones.
- Otro aspecto novedoso con la Ley 3/2009 es el artículo 35, relativo a la fusión por compra apalancada. Este tipo de compra ha sido muy utilizado en España y es explicada en una conferencia por el notario Álvarez Seguismundo³. Consiste en que una empresa se endeuda para conseguir otra empresa. La empresa objetivo termina financiando a la compradora. Esta operación se denomina en inglés como *Leveraged Buy Out*, sin embargo, a lo largo del tiempo han existido dudas sobre su licitud en la financiación. A parte de este problema, una gran parte del tipo de estas operaciones terminan en concurso de acreedores. Para solucionarlo, el artículo 35 que nos detalla Álvarez Seguismundo³ ha establecido la intervención de un experto independiente que informe no solo sobre la razonabilidad del proyecto de forma financiera, sino también un juicio real sobre el pago y de la posible

³El Notario del Siglo XXI (14 de enero de 2017). Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. Recuperado el 7 de junio de 2017, a partir de <http://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30?id=1245:fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>.

existencia de una financiación no permitida. Todo ello con el fin de reducir el riesgo de que la operación fracase.

➤ La Directiva Comunitaria 2006/48/CE y su posterior desarrollo a través de la Circular 3/2008, de 10 de junio de 2008, del Banco de España. Surgió para solventar los problemas ocasionados por la crisis en España. Dicha Circular fue modificada por la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión de las entidades de crédito y a las empresas de inversión.

➤ La Directiva 2007/63/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, con respecto al informe del experto independiente con que deben contar estas operaciones, que es una de las principales garantías de su validez, pueda exonerarse por acuerdo unánime de todos los socios por la que se modifican las Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo respecto al requisito de presentación de un informe de un perito independiente en caso de fusión o escisión de sociedades.

➤ La Directiva 2011/35/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril de 2011, mejora las anteriores Directivas referentes a las combinaciones de negocios de las sociedades anónimas con el fin de proteger los intereses de los socios y los terceros. Esta Directiva se encuentra en el Informe Anual de la CMNV (2011:325)

➤ El Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, actualmente vigente, en el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en relación a las entidades de crédito sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. Se trata, por lo tanto, de una medida que busca garantizar la estabilidad del sistema financiero, la cual fue explicada anteriormente junto a la reestructuración bancaria.

➤ Ley 1/2012, de 22 de junio, introduce como novedad la voluntariedad de publicar el proyecto común de fusión en el registro mercantil, siempre que se contemple en la página web de la sociedad. Además, se simplifica los requisitos *“ en el caso de escisión por constitución de nuevas sociedades, si las acciones, participaciones o cuotas de cada una de las nuevas sociedades se atribuyen a los socios de la sociedad que se escinde proporcionalmente a los derechos que tenían en el capital de ésta, no serán necesarios el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión ni el informe de expertos independientes, así como tampoco el balance de escisión”*.»

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA PREVIA

2.1 Factores condicionantes de las operaciones de combinación de negocio

La propia teoría económica y diversos estudios, como son los de: Chatterjee (1986:120-122) Gullón (2014:16-21), Llave (2015:29), Zozaya (2007:6), Manzano y Redondo (1992:183-185), Abellán (2004:19-21), señalan que, junto a la creación de valor para los propietarios y los accionistas, las principales motivaciones que empujan a que las empresas comiencen procesos de concentración a través de operaciones de adquisiciones o fusiones son:

- Sinergias productivas o reducción de costes, a través de economías de escala y de alcance, mejor competitividad en precios tanto para comprar como para vender, por ejemplo, consiguiendo mejor precio a través de mayor volumen de compra o reduciendo los costes unitarios de producción.
- Sinergias financieras, para recurrir a deuda externa con menor coste, como, por ejemplo, menor coste de capital, o una mayor capacidad de apalancamiento de la deuda tras la fusión. Otro de los motivos destacables son las razones fiscales, puesto que se soporta mayor carga fiscal, siendo empresas independientes que conjuntas. Como comparte Devos et al (2009:1184), *“si la empresa ha obtenido pérdidas durante ejercicios anteriores, le permitirá ahorrar en el pago de impuestos a la entidad adquirente o resultante de este tipo de operaciones, aprovechando los créditos fiscales que la entidad adquirida tenga en su balance”*.
- Diversificación, en el informe de Zozaya (2007:6), nos revela que desde las décadas de los 60 hasta la actualidad, muchas empresas utilizan las F&A como instrumento de diversificación industrial y geográfica. Las empresas se fusionaron con empresas de otros países y sectores, aumentando sus beneficios a través de mayores sinergias financieras y económicas. Existen dos argumentos que justifican la diversificación de una empresa: el deseo de reducir el riesgo del accionista y aprovechar las oportunidades de otros sectores con mayor potencial. En la investigación realizada por Osorio (2009:118) nos encontramos a 16 autores que lo apoyan, pero existe otra corriente que no se muestran conformes con ello y que justifican que la complejidad soportada es superior a los beneficios. Por otro lado, Feito y Menéndez (2012:39), Berger (1995:59) y Ezzamel (1998:1284) debaten que la diversificación genere valor para la empresa.

- Poder de la cuota de mercado, incrementando la cuota de mercado, como nos enseña Aurelio García del Barrio⁴, profesor del Instituto de Estudios Bursátiles (IEB). *“La compra de otra empresa es una de las formas más recurrentes para ganar tamaño y eliminar competidores”*.

- Obtención de tecnología y componente humano, estamos en una época en las que las empresas, para poder sobrevivir necesitan estar continuamente innovando y adaptándose. Sin embargo, algunas de ellas no pueden permitírselo, por lo que terminan recurriendo a la combinación de negocio, puesto que de esta forma consiguen nueva tecnología o a las personas con el conocimiento adecuado, las cuales le transmiten el *Know how* Manzano y Redondo (1992:185) y Llave (2015: 29) nos describen este factor.

- Otro factor importante y más reciente es el componente humano: la ambición. *“En el tema del M&A hay un factor personal determinante. Si yo presido una empresa que vende 100.000 millones soy más importante que si solo vendo 50.000 millones. No hay que olvidar que los sueldos de los directivos varían en función del tamaño de la empresa, no de la rentabilidad de ésta”*, sugiere Miguel Ángel Ariño, profesor del IESE.

En una encuesta realizada por Campa (2004:15), con el objetivo de saber cuáles son los principales motivos para este tipo de decisiones, obtuvo los siguientes resultados: la razón fundamental es el incremento de la cuota de mercado, con un 30%. En segundo lugar, con un 25% es el acceso a nuevos mercados y el tercer motivo con un 10% la búsqueda de incrementar el tamaño necesario para conseguir economías de escala.

La intensidad con que cada uno de estos factores afecta a la decisión de vender, adquirir o fusionar una empresa es recogido en un estudio emitido por la Dirección General de la política Pyme (s.f:7), *“los cuales dependerán de las propias características de cada empresa, es decir, de su tamaño, edad, tipo de organización y rasgos personales del empresario”*.

En la tabla 5 se realiza un resumen con las principales motivaciones para realizar una fusión o una adquisición, cada variable relacionada con los autores que la menciona.

⁴Universia Knowledge@Wharton (2005, septiembre 14). ¿Por qué fracasan tantas fusiones?. Recuperado 11 de abril de 2017, a partir de <http://www.knowledgeatwharton.com.es/article/por-que-fracasan-tantas-fusiones/>.

Tabla 5. Cuadro resumen de las principales motivaciones para realizar F&As

Principales motivaciones de las F&As	Autores
Sinergias productivas	Chatterjee (1986: 120), Bergman et al (2003:5), Llave (2015: 29), Zozaya (2007:6), Manzano y Redondo (1992:184), Devos et al (2009:1183), Campa (2004:15), Abellán (2004:19), Gullón (2014:16), Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008:4), Saavedra et al (2012:24)
Sinergias financieras	Chatterjee (1986: 121), Llave (2015: 29), Zozaya (2007:6), Devos et al (2009:1184), Abellán (2004:19), Gullón (2014:16), Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008:4)
Diversificación	Chatterjee (1986: 122), Zozaya (2007:6), Manzano y Redondo (1992:184), Osorio (2009:118), Feito y Menéndez (2012:39), Berger (1995:59), Ezzamel (1998:1284), Abellán (2004:19), Gullón (2014:21), Saavedra et al (2012:24)
Cuota de mercado	Achim (2015:123), Llave (2015: 29), Manzano y Redondo (1992:183), Devos et al (2009:1184), García Aurelio (2005), Campa (2004:15), Abellán (2004:21), Gullón (2014:18), Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008:4), Saavedra et al (2012:24)
Obtención de tecnología y humano	Llave (2015: 29), Manzano y Redondo (1992:185), Abellán (2004:21)
Factor personal del gerente	Llave (2015: 29), Zozaya (2007:6), Manzano y Redondo (1992:186), Ariño Miguel Angel (2015), Abellán (2004:19), Gullón (2014:21)

Fuente: Realización propia, a partir de la bibliografía utilizada.

No solo existen motivos específicos a nivel empresarial, sino también hay factores macroeconómicos o sectoriales que favorecen este tipo de operaciones como, por ejemplo, el entorno económico, político e institucional de cada país. Los condicionantes macroeconómicos analizados por Polemis & Paleologos (2014:4) y Campa (2004:14-15) y Gullón (2014:22-23) son los siguientes:

- Las oleadas de F&A suelen coincidir con las etapas de expansión económica. Durante los booms económicos, las reservas de efectivo de las empresas suelen ser altos, y la financiación de la deuda está más disponible que durante las recesiones. Sin embargo, la bonanza económica no es una razón suficiente para las F&A.
- Subida de la bolsa, los países con mayor capitalización bursátil como se anuncia en Campa (2004:15) son los que consiguen mayor número de F&As. Esto es así porque incrementa el número de empresas sobrevaloradas por los accionistas, el optimismo y la confianza del mercado.
- Unos tipos de interés bajos fomentan las adquisiciones de deuda para financiar las operaciones de compra, la globalización aumenta la competencia y fomenta las F&A.

- Las decisiones políticas como, por ejemplo, la creación de áreas de libre comercio, las desregulaciones de los mercados, la eliminación de las restricciones sobre propiedad internacional de las empresas, la cual ha fomentado las operaciones transnacionales.
- El desarrollo tecnológico obliga a las empresas a ser más competitivas y favorece la adquisición de empresas tecnológicas por parte de otras menos avanzadas tecnológicamente que las necesitan para crecer o sobrevivir.
- La existencia de un mercado de valores líquido y un marco regulatorio más propicio facilita la realización de estas transacciones.

Además de todos los motivos expuestos anteriormente, Ignacio Faus, socio responsable de Deal Advisory en KPMG⁵, expone que actualmente se dan los condicionantes favorables para las fusiones debido a los siguientes motivos: *“la evolución positiva de las Bolsas, que eleva el valor de las empresas y la caída de los tipos de interés facilita mayores niveles de endeudamiento para adquirir otras compañías”*, explica. Otro de los motivos que podría estar relacionado es el llamado *secular stagnation*, es decir, la posibilidad de que estemos en una etapa larga de crecimientos económicos menores a la media histórica y tipos de intereses bajos. En este entorno el tamaño es clave para lograr crecimiento en los beneficios: *“La economía mundial se ha recuperado, pero ya no hablamos de tasas del 5% sino más moderadas. En este escenario una gran fusión, gracias a las sinergias que se obtienen, puede ser una propuesta de valor para los accionistas”*.

2.2 Las claves del éxito y del fracaso del proceso de combinación de negocio

Tras haber analizado los factores que favorecen a las F&As, ahora vamos a centrarnos en las causas que pueden conducir sus resultados al éxito o, por el contrario, al fracaso. Aunque no se ha definido las causas exactas, porque como se ha mencionado anteriormente cada tipo de combinación de negocio es un proceso único, si hay varios factores que influyen significativamente en sus resultados finales.

En primer lugar, se entiende como fracaso cuando el valor de la compañía resultante del proceso es inferior al precio de compra. Entre las principales razones citadas por Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008:6) para la explicación de estos fracasos, nos comentan las siguientes: el rechazo de la cultura entre las compañías, la mala implementación del plan y la

⁵ El País (2015, diciembre 6). La era de las megafusiones. Recuperado el 26 de mayo de 2017, a partir de http://economia.elpais.com/economia/2015/12/03/actualidad/1449141107_405089.html

resistencia al cambio, la poca información sobre las compañías al momento de fusionarse, el hecho de no disponer de un planificado y claro plan post-fusión, el haber sobreestimado las sinergias, la falta de un eficiente *due dilligence*, la sobreestimación del comportamiento del mercado y el alto grado de optimismo sobre el negocio. Por otro lado, Zozaya (2007:9) también obtiene dichos resultados, y añade otro factor más a los ya comentados. Este factor es el interés personal del gestor cuando no están en línea con los objetivos de la empresa.

Las razones citadas anteriormente son apoyadas por Sikora¹ en 2005, pero resalta como factor clave la comunicación con los clientes. Recurre al ejemplo de dos compañías de Silicon Valley, las cuales tenían a IBM como principal cliente. Sin embargo, al no comunicarle su decisión, lo perdieron.

Otro de los motivos son las importantes primas que se están pagando para cerrar las operaciones. Al ser tan elevadas, a pesar de las sinergias y de las economías de escala que generan, pueden conducir al fracaso. *“En la historia empresarial hay sonoros fracasos. Ahí están los ejemplos de AOL y Time Warner o Daimler y Chrysler. Cuando los gestores presentan las adquisiciones son demasiado optimistas. El proceso de integración lleva mucho tiempo, hay cargos duplicados y poca colaboración entre las distintas partes”* explica Miguel Ángel Ariño² profesor del IESE, el cual comparte la misma idea de Harbir Singh¹. Los investigadores sitúan entre el 50% y el 80% la tasa de fracasos, nos explica Holthausen¹

En línea con estos estudios, uno de los estudios destacados es el realizado por Díaz et al (2008:83): *“El éxito de una operación se basa no sólo en las ganancias futuras que se esperan alcanzar (derivadas de economías de escala o alcance, la diversificación, el incremento del poder de mercado, etc.) sino también en la capacidad para completar la operación a un precio que no sea superior a dichas ganancias.”* En la muestra de Cuervo 1999, el cual es citado por Díaz et al (2008:83), se observó que la prima pagada en las adquisiciones hostiles realizadas en el mercado español provocó que un 75% de las mismas fracasase. En el mercado estadounidense, Varaiya (1988:216) obtuvo unos resultados similares.

Las reacciones del mercado ante el anuncio de la operación es un indicador que se debe tener en cuenta, debido a que, si la cotización disminuye ante el anuncio de la operación, esto indica que el mercado está valorando negativamente dicha operación. Holthausen y Sikora¹ sostienen que este indicador suele guardar una relación directa con los resultados de la operación.

Por el contrario, para alcanzar el éxito, según Espiñeira Sheldon y Asociados (2008:6), la clave es, principalmente, la comunicación permanente, tanto interna como externa, detallándose lo que se quiere alcanzar con dicho proceso, es decir, la visión futura. Al trasladar la claridad a las dudas que surgen y haciendo partícipes a los integrantes será mucho más fácil conseguir el éxito.

2.3 Impacto de las combinaciones de negocios en los resultados empresariales

Han surgido cuantiosos estudios en la literatura financiera sobre el impacto de las combinaciones de negocio. Sin embargo, debido a todas las variables que intervienen en las operaciones, sigue siendo de gran controversia los resultados de dichos procesos. El problema radica en que cada empresa tiene su propia cultura organizativa, sus propias estrategias y estructura financiera, siendo de esta forma tantas las variables que intervienen en cada entidad que resulta muy complicado comparar las consecuencias de distintas combinaciones. Es más, lo que resulta negativo para una empresa, para otra puede generar rendimientos positivos, por lo que cada proceso debe ser analizado como un proceso único. Además, es importante destacar que el entorno político, cultural y social en la que se encuentra cada empresa influye significativamente en sus resultados.

Desde la teoría económica y financiera, un proceso de F&A debe perseguir la creación de riqueza para el accionista a través de la maximización del valor de la empresa. Este hecho sucederá, acorde con Llave (2015:28-29) y Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008:6), cuando el valor de mercado de la empresa resultante sea mayor que el valor de mercado de las dos sociedades independientemente consideradas. Es decir, el precio de compra es inferior al valor actual de las compañías asociadas a la operación.

Desde el ámbito contable, se han generado estudios sobre la sinergia que provocan las F&A, como, por ejemplo, Lambrecht (2004:58) y Billet (2004:5-7). El crecimiento que proviene de dicho proceso, resulta de una mayor rentabilidad económico-financiera. Estos beneficios incrementan el interés de los accionistas por acceder a economías de escala a corto plazo, con seguridad y menor inversión

Por el contrario, el estudio realizado por Colarte y Rodríguez (2006:295) obtiene como resultado un fortalecimiento de la estructura financiera, consiguiendo un mayor endeudamiento a largo plazo. Sin embargo, decrecen las ventas y no mejora ni la rentabilidad ni la productividad, sumándose así a la visión negativa sobre las fusiones de empresas.

En línea a estos resultados no favorables, se encuentran los autores King y Dalton (2004:198) y Ghosh (2001:176).

A todas esas variables se añade el problema de que al ser un proceso tan complejo las consecuencias no se observan hasta el medio o largo plazo, por lo que todo esto ocasiona una gran dificultad para obtener conclusiones claras. No obstante, una de las más utilizadas es la selección de los beneficios obtenidos por los accionistas de la sociedad. Campa (2004:15;16). Estos estudios, como se detalla en Díaz et al (2008:84), examinan el rendimiento anormal obtenido por los accionistas alrededor del anuncio de la operación en función de los flujos de caja futuros descontados que se esperan obtener de ellas. Por lo tanto, los estudios sirven para valorar las expectativas de los mercados financieros sobre el rendimiento futuro. Sin embargo, una de las variables fundamentales y que no ha sido muy utilizada es la prima pagada en la operación, Sanfilippo (2004:148) también apoya dicha hipótesis.

Por el contrario, Saavedra et al (2012:23) nos revela que el estudio del rendimiento del mercado para la valoración de este tipo de operaciones no es una medida suficiente, y propone las medidas de Valor Económico Agregado (EVA) y Flujo de Efectivo Disponible (FED), por sus siglas en inglés.

La mayoría de los estudios empíricos, como son los realizados por Campa (2004;16), Abellán (2004:36), Andrade et al (2001:117), sostienen que las fusiones generan valor para los accionistas de la empresa objetivo, pero, en general, no generan valor para los accionistas de la empresa compradora. Díaz et al (2008:85) justifica dichos resultados, porque la empresa adquirida recibe el pago de una prima elevada de la empresa adquiriente. Otros de los motivos que se expone en Campa (2004;16) es que las acciones de las empresas adquirientes tienden a bajar ante el anuncio de una fusión. Por ejemplo, un estudio citado por dicho autor y realizado por KPMG en el mercado europeo de 2001 a 2003, resulta que sólo el 31% de las operaciones incrementan valor para el accionista, mientras que el resto o no generó o destruyeron valor. Este resultado se ha dado en la mayoría de las investigaciones realizadas en los estudios sobre dicho tema, aunque esta pérdida de valor para el accionista no es simétrica para todas las empresas. Moeller et al (2003:23) sugiere que las compras hechas por empresas pequeñas suelen ser más rentables, y también aquellas realizadas en épocas de recesión económica.

En relación a los estudios favorables de las F&As, fue el realizado por Feito-Ruiz y Menéndez-Requejo (2011:58) los cuales consiguieron rendimientos extraordinarios alrededor

de 1,41%, en torno al anuncio de la fusión o adquisición, tanto para los socios de la adquirida como de la adquirente.

Una de las variables más influyentes en el éxito de la fusión, en términos de la rentabilidad para los accionistas, es el sector y la nacionalidad de las empresas involucradas. Autores como Becher (2000:212), Achim (2015:123-124), Campa (2004:15) comparten esta idea. Si se analiza en el trabajo realizado por Campa y Hernando (2004:70) los rendimientos de las empresas en sectores no regulados son mayores en media, entre un 5% y un 12%, que cuando se trata de fusiones en sectores regulados. Si realizamos la misma comparación entre empresas nacionales la diferencia, solo sería entre un 1% y 2%. En línea con estos estudios, Feito y Menéndez (2012:39) obtienen como resultado que las empresas prefieren llevar a cabo adquisiciones en negocios no relacionados cuando pertenecen a países con un débil entorno jurídico e institucional, debido al coste los mercados externos, los problemas de agencia y de la información asimétrica puede variar según el país. Sin embargo, cuando se trata de un país con un fuerte entorno legal e institucional influye negativamente en la valoración del accionista.

En relación al sistema financiero, los resultados generales obtenidos son más optimistas, por ejemplo, el estudio de Becher (2000:189) obtiene rendimientos positivos, sobre todo para la empresa objetivo. Esta diferencia se basa en el importe que debe pagar la entidad compradora para conseguirla, la cual puede sobrepasar las ganancias. Beltratti y Paladino (2013:5403) en su estudio de fusiones bancarias europeas en tiempo de crisis financiera, en el momento del anuncio, el resultado es cero. Sin embargo, después de la operación genera riqueza tanto para la adquirente como para la adquirida. Altunbas y Marqués (2008:216) exponen que, cuando la estrategia es consistente tanto en la eficiencia como en los depósitos se obtienen rendimientos favorables tanto para las empresas nacionales como para las extranjeras. Otro autor con resultados similares son Barros et al (2014:389) el cual extrae también consecuencias positivas después de la fusión, porque obtienen mayores beneficios y son más eficientes, lo que se traduce en precios más competitivos para sus clientes, aunque estos beneficios solo se generó para las empresas, porque para los hogares los reduce.

Por el contrario, Campa y Hernando (2006:13), en ese mismo sector alrededor del anuncio, muestran una influencia negativa para los accionistas de la empresa adquirente y positiva para la empresa objetivo, mientras que después de la operación los resultados son no significativos. En Díaz et al (2008:83) obtiene rendimientos negativos tanto en la entidad

adquirente como en la entidad resultante de la operación, añadiendo que podría ser una señal de elevada sobrevaloración el pago con acciones unido a una elevada prima. Mientras que en las investigaciones de Becher (2000-212) se concluye que el método de pago o el número de ofertas por fusión no influyen en la variación de los rendimientos a lo largo del tiempo.

Por último, también es interesante resaltar las reacciones de los accionistas adquirentes que dependen de multitud de variables, las cuales se exponen en Feito y Menéndez (2011:52). Por ejemplo, los accionistas prefieren adquirir entidades que no cotizan en bolsa y, preferiblemente, de menor tamaño en relación a la empresa compradora, la forma de pago realizada en esta operación es valorada positivamente si es en efectivo, siendo la razón de esta preferencia debido a que el pago con acciones puede ser señal de sobrevaloración, como se explicó anteriormente en Díaz et al (2008:83). Además, se obtienen mejores resultados pagando en efectivo, tal y como expone en Kaplan (2006:14) y en Polemis y Paleologos (2014:3)

En la tabla 6 podemos ver un resumen de las principales variables estudiadas de las F&As, la fuente utilizada para la realización de esta tabla es la bibliografía utilizada en este estudio.

Tabla 6. Resumen de las variables explicativas de las fusiones y adquisiciones

Autores	Objetivo	Fecha	País	Muestra	Variables estudiadas	
Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo(2011)	Analizar la decisión de la diversificación en Fusiones y Adquisiciones.	2002-2007	Europa	715 operaciones	Sistema legal e institucional es débil (+)	Sistema legal e institucional es fuerte (-)
Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo,(2012)	Analizar cómo valoran los accionistas el anuncio de una fusión-adquisición.	2002-2007	Europa	447 operaciones	Empresa adquiriente (+) y adquirida (+)	En el momento del anuncio de la fusión y días posteriores
Colarte y Rodríguez (2006)	Evalúa desde el punto de vista económico-financiero los resultados de las fusiones,	1989-1998	España	30 fusionadas y 30 no fusionadas	Resultado de las fusiones (-) sinergia financiera (+)	Eficiencia y productividad (-), Cuota de mercado (+)
Achim, S. A. (2015).	Actualizar los enfoques de las Fusiones y adquisiciones	2010-2014	Varios	206 estudios	La mayoría de las investigaciones se realizan en los países más desarrollados	Poder de mercado (+), beneficios y rentabilidad (=)
Montgomery et al(2014)	Estudio de las consecuencias de la consolidación bancaria y su tamaño.	1996-2009	Japón	1818 observaciones	Eficiencia de los beneficios (=)	Cuota de mercado (+)
Polemis y Paleologo (2014)	Estudio del sector bancario en EEUU	1987-2013	EEUU	ND	Expectativas positivas del mercado (+) Incremento de la bolsa (+)	Flujos de efectivos (+) Tamaño (+)
Altunbaş, Y., & Marqués, D. (2008).	Estudio sobre el rendimiento de los bancos europeos	1992-2001	Europa	207 nacionales y 55 transnacionales	Ingresos diversificados (+)	En promedio rendimientos después de fusionarse (+)
Campa., J.M (2004)	Examinar las compraventas internacionales entre empresas europeas	2001-2003	Europa	ND	empresa objetivo (+)	empresa compradora(-)
Campa y Hernando (2004)	Analiza el valor generado a los accionistas por el anuncio de fusiones y adquisiciones de empresas en la Unión Europea	1998-2000	Europa	244 operaciones	Sectores no regulados (+) y regulados(-) Empresa objetivo (+), empresa adquiriente (=) o (-)	Tras el anuncio de la fusión
Díaz, B., Sanfilippo Azofra, S., & López Gutiérrez, C. (2008).	Contrastar la influencia de la prima pagada sobre el valor que generan (F&As) b	1995-2004	Europa	42 operaciones	Prima de emisión (-) tanto para la adquiriente como la resultante	
Becher, D. A. (2000)	Examina los efectos de valoración de fusiones bancarias	1980-1997	EEUU	558 fusiones bancarias	Fusiones bancarias (+). Años 90 para las F&As(+)	objetivo y resultante (+)
Beltratti, A., & Paladino, G. (2013)	Examina las fusiones bancarias en tiempo de crisis financiera	2007-2010	Europa	139 Operaciones	Momento del anuncio (0)	Después de la operación adquirida y la adquiriente (+)
Campa y Hernando (2006)	Medir la evolución de las fusiones bancarias y el grado de integración	1998-2002	Europa	66 fusiones	Empresa compradora (-), alrededor de la fecha del anuncio	rentabilidad (+), más de dos años transcurridos
Andrade G, Mitchell M y Stafford E (2001)	Estudiar si las F&As crean o destruyen valor para los accionistas	1973-1998	EEUU	ND	objetivo (+)	Alrededor de la fecha de anuncio y posteriormente

Fuente: Elaboración propia, a partir de la bibliografía consultada

3. ANÁLISIS DEL EFECTO DE LOS PROCESOS DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN SOBRE EL VALOR DE MERCADO DE LAS EMPRESAS: Contrastación Empírica en las empresas cotizadas españolas

3.1 Muestra y Fuentes de Información: Fusiones y adquisiciones en la Bolsa Española (2010-2014)

El principal estudio de este trabajo es analizar las consecuencias de los procesos de fusión y adquisición en España y, sobre todo, conocer su impacto sobre el valor de la cotización de las empresas. Con el objetivo de averiguar las entidades que han realizado dichos procesos, en el período 2010 hasta el 2014, se ha recurrido a los Informes Anuales realizados por la Comisión Nacional de Mercados de Valores sobre el mercado de valores y su actuación y también consultas a registros oficiales de los hechos relevantes de la CNMV⁶.

En este estudio los resultados de las fusiones y adquisiciones se van analizar por separado, con el fin de averiguar si las fusiones obtienen mejores resultados que las adquisiciones, ya que la fusión implica unir el patrimonio de las dos empresas, sin embargo, en la adquisición continúan independientes. Por esta razón se piensa que la fusión puede generar mejores resultados que la adquisición.

Antes de comenzar con dicha muestra, se detalla el número de adquisiciones producidas en la Bolsa Española, así como de su importe expresados en millones de euros, desde el periodo 2006 hasta 2015, para poder evaluar su evolución tal y como se contempla en la tabla 7.

Tabla 7. F&As autorizadas y realizadas en el periodo 2006-2015

Fusiones y adquisiciones en la Bolsa Española	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Número realizadas	14	16	6	5	4	4	4	8	8	8

Realización propia, a partir de los datos de la CNMV 2006-2015.

El número de operaciones como se puede contemplar en la Tabla 7 no es muy significativo, por ello, vamos a detallar el importe efectuado en las adquisiciones, y así poder apreciar la importancia que conlleva estos acuerdos, no tanto por el número que se realiza, sino por el importe tan elevado que conllevan. A continuación, en la tabla 8 se detalla el importe efectuado en millones de euros.

⁶CNMV - Hechos relevantes. (s. f.). Recuperado 2 de julio de 2017, a partir de <https://www.cnmv.es/Portal/HR/BusquedaHR.aspx>

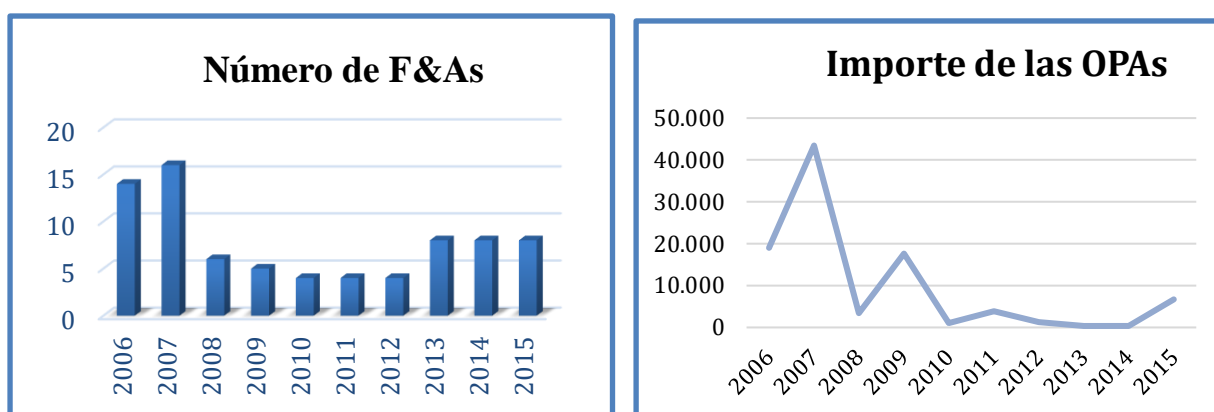
Tabla 8. Importe de las adquisiciones realizadas en el mercado bursátil español

Fusiones y adquisiciones en la Bolsa Española	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Importe potencial	18.997	43.179	3.319	7.201	1.040	3.873	1.282	351	216	4.394
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición	18.997	43.455	3.442	17.605	1.040	3.873	1.306	351	382	6.705

Realización propia, a partir de los datos de la CNMV 2006-2015.

A partir de los datos detallados en la tabla 7 y 8, se realiza una evolución tanto del número de fusiones y adquisiciones realizadas como el importe pagado por las adquisiciones. Todo esto con el fin de valorar si la Crisis Financiera afectó a dichos procesos, los cuales se observan en la ilustración 5 y en la ilustración 6.

Ilustración 5 y Ilustración 6. Variación del número de F&As realizadas y el importe de las adquisiciones (2006-2015)



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos de la tabla 7 y 8

En las gráficas se observa que el mayor número de operaciones y con mayor importe corresponde al año 2007. En ese año se realizaron 16 procesos en la bolsa española, sumando un importe de 43.455 millones de euros. Con la llegada de la crisis económica, en 2008, es notable su impacto en las operaciones, porque a partir de ahí se refleja un descenso importante en el número de estas hasta el año 2013, donde se observa una mejoría y luego permanece constante.

Como consecuencia, están en línea con los resultados obtenidos por otros autores, los cuales explican que la crisis económica es una variable macroeconómica que afecta negativamente al número de procesos de combinaciones de negocio.

En el año 2015, en España no coincide con el mayor importe de la historia como en Europa, pero se alcanzó 6.705 millones con tan solo 8 operaciones. Este importe nos indica que las empresas empiezan a recobrar la confianza en los mercados y en la recuperación económica.

Las operaciones realizadas, desde el año 2010 hasta el 2014, suman, un total de 28 procesos, cinco de los cuales son fusiones y 23 adquisiciones, por lo tanto, la muestra obtenida es de 56 empresas. Sin embargo, tendremos que eliminar de la muestra las empresas que no cotizan en el mercado español y los procesos destinados a la exclusión de de la Bolsa. Finalmente, solo podemos analizar 8 de las adquisiciones y 5 procesos de fusiones para poder centrarnos en las consecuencias de las cotizadas españolas.

Las fusiones realizadas en el mercado bursátil español se detallan en la Tabla 9, así como del tipo de fusión y el año realizada.

Tabla 9. Empresas fusionadas en la Bolsa Española (2010-2014)

Fecha	Entidad	Entidad	Tipo de fusión
2011	Iberdrola (absorbente)	Iberdrola Renovables (absorbida)	Fusión por absorción
2012	Banco Sabadell (Absorbente)	Banco CAM (Absorbida)	Fusión por absorción
2013	Banco Santander (Absorbente)	Banco Español de Crédito (Banesto) (Absorbida)	Fusión por absorción
2013	Caixabank (Absorbente)	Banco de Valencia (Absorbida)	Fusión por absorción
2014	Natraceutical	Laboratorio REIG JOFRE	Fusión

Fuente: Realización propia, a partir de los datos de la CNMV (2010-2014).

En la Tabla 10 se detallan las distintas operaciones de adquisiciones de, realizadas en la Bolsa Española, así como del tipo de Oferta Pública de Adquisición y la fecha en la que se efectúan.

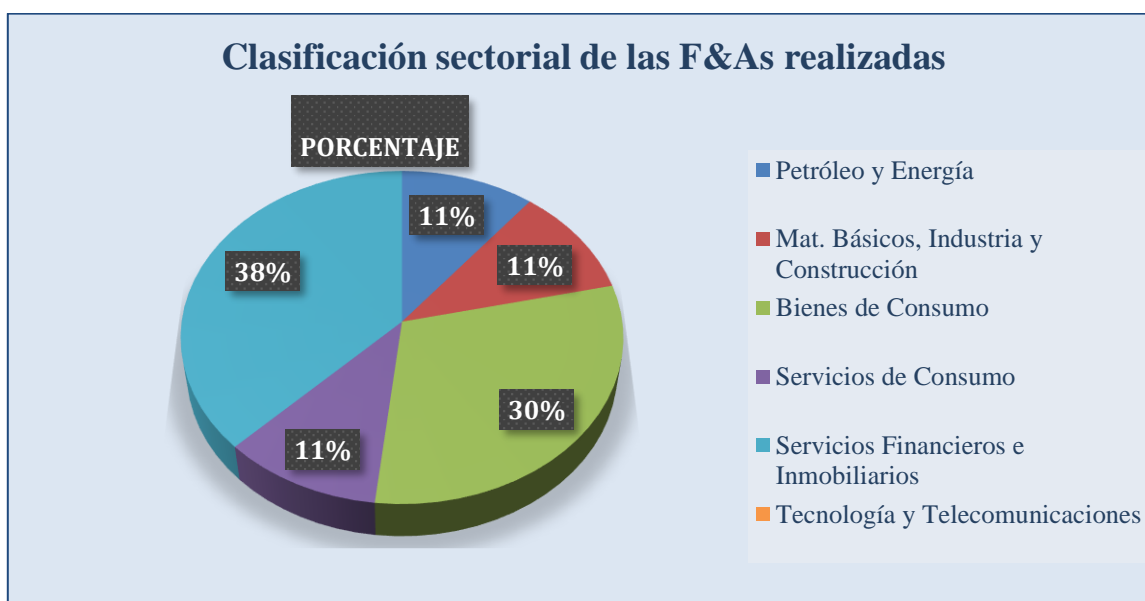
Tabla 10. Adquisiciones realizadas en la Bolsa Española (2010-2014)

Compañía Adquirida	Compañía Adquiriente	Finalidad	Fecha
Sociedad de Aguas de Barcelona	Sociedad de Aguas de Barcelona	Opa obligatoria por exclusión	06/05/2010
Mecalux	Mecalux	Opa obligatoria por exclusión	14/06/2010
Companyia d'Aigües de Sabadell	Sociedad de Aguas de Barcelona.	Opa voluntaria por toma de control	14/10/2010
BancoGuipuzcoano	Banco de Sabadell	Opa voluntaria por toma de control	14/10/2010
Befesa Medio Ambiente	Proyectos de Inversiones Medioambientales	Opa obligatoria por exclusión	06/07/2011
Compañía Española de Petróleos	International Petroleum Investment Company	Opa voluntaria por toma de control	06/07/2011
Rústicas	Inversiones Mobiliarias y Desarrollo	Opa obligatoria por exclusión	28/12/2011
Banco Pastor	Banco Popular Español	Opa Voluntaria por canje para la toma de control	18/01/2012
Funespaña	Mapfre Familiar Compañía de Seguros y Reaseguros	Opa voluntaria por toma de control	27/03/2012
Fersa Energías Renovables	Greentech Energy Systems	Opa voluntaria para toma de control	10/07/2012
Vueling Airlines	Veloz Holdco	Opa voluntaria para reforzar control	27/02/2013
Metrovacesa	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco de Sabadell, Banco Popular, Banco Santander	OPA de exclusión	18/04/2013
Corporación Dermoestética	Pabellón Paladio	OPA de exclusión	09/05/2013
Companyia d'Aigües de Sabadell	Sociedad General de Aguas de Barcelona	Opa voluntaria para tomar control	12/06/2013
Vueling Airlines	Veloz Holdco	OPA de exclusión	16/07/2013
Duro Felguera	Duro Felguera	Opa voluntaria parcial sobre acciones propia	24/07/2013
Inmolevante	Inmolevante	OPA de exclusión	10/04/2014
Campofrío Food Group	Sigma Alimentos y WH Group Ltd. a través de Sigma & WH Food Europe	Opa obligatoria por toma de control directa y sobrevenida	21/05/2014
Companyia d'Aigües de Sabadell	Companyia d'Aigües de Sabadell	OPA de exclusión	23/06/2014
Dogi International Fabrics	Businessgate	Opa obligatoria por toma de control	23/07/2014
Ahorro Familiar	Lindisfarne Investments	OPA de exclusión	23/07/2014
Deoleo	Ole Investments	Opa voluntaria para tomar el control	25/11/2014
Grupo Tavex	A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações	OPA de exclusión	16/12/2014

Fuente: Elaboración propia, a partir del Informe Anual de la CNMV (2010-2014).

En primer lugar, vamos a clasificar cada una de las organizaciones, según al sector que pertenecen, para ello, se ha recurrido a la clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid, la cual los agrupa en seis sectores. El resultado podemos apreciarlo en la Ilustración 7.

Ilustración 7. Clasificación sectorial de las F&As realizadas (2010-2014)



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos de la Bolsa de Madrid y de los Informes de la CMNV.

En el periodo analizado obtenemos que el sector de Servicios Financieros e Inmobiliarios es el más destacado con un 38% formado por 21 entidades. En segundo lugar sería el sector de Bienes de Consumo que también tiene una importante participación en estos procesos. Hay que señalar que de las 17 sociedades englobadas en este sector, 6 fueron destinadas a la exclusión de la bolsa, mientras que en el Sector Financiero e Inmobiliario fueron 9 las entidades que tuvieron motivos de exclusión. Por el contrario, en el sector de Tecnología y Telecomunicaciones no se ha desarrollado ninguna operación.

En relación a los motivos anteriormente estudiados, uno de ellos es la diversificación de las empresas. Sin embargo, de todos los procesos descritos en este estudio tan solo se realizó dos adquisiciones no relacionadas. La compra fue realizada por Businessgate, S.L.U, sector Financiero e Inmobiliario hacia Dogi International Fabrics, S.A clasificada en el sector de bienes de consumo, y la otra adquisición fue ejecutada por Mapfre compañía de seguros y reaseguros, S.A perteneciente al sector Financiero e Inmobiliario hacia Funespaña, S.A, la cual se encuentra en el Servicio de Consumo.

En segundo lugar, vamos analizar los tipos de OPAs realizadas. En nuestra muestra hemos encontrado tres tipos: por exclusión de la bolsa, por toma de control, o por la compra de sus propias acciones. Los cuales son evaluados en la Tabla 11.

Tabla 11. Tipos de OPAs realizadas en la Bolsa Española (2010-2014)

Tipo de OPA realizada	Número de operaciones	Porcentaje
Exclusión de la Bolsa	11	48%
Por toma de Control	11	48%
Compra de acciones propia	1	4%
Total	23	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la CMNV (2010-2014).

A partir de los datos expuestos, el tipo de OPA realizada para la exclusión de la Bolsa obtiene un 48%, el mismo peso que para la toma de control. Este puede diferenciarse en dos tipos: voluntarias o obligatorias, obteniendo tan solo dos obligatorias y el resto voluntarias. En cuanto a la Opa realizada para la compra de sus propias acciones, solo fue realizada por la empresa Duro Felguera, S.A.

Hay que señalar que 3 de los procesos por toma de control al final se realizan para poder excluirse de la bolsa. Finalmente, podemos concluir que en ese periodo de tiempo solo podemos analizar 8 de las adquisiciones y 5 fusiones, ya que nuestro ámbito de investigación es el estudio de las cotizadas.

3.2 Análisis de éxito o el fracaso de los procesos de F&As durante la crisis financiera

Nuestra línea principal de investigación es conocer si los procesos de combinación de negocio consiguen incrementar el valor de las empresas participadas, o si por lo contrario lo destruye. Para ello tenemos que analizar la capitalización bursátil de las empresas, este valor se obtiene de multiplicar el número de acciones en el mercado que posee la empresa por su precio de cotización.

Una vez conseguido, se analiza los resultados antes y después del proceso, si la capitalización bursátil de la entidad obtenida es mayor, que la suma de la capitalización de ambas empresas antes de la operación, se concluye que se está creando valor. Así, podemos valorar si los procesos acaecidos en época de crisis financiera han resultado un éxito o un fracaso.

En la Tabla 12 se detalla las entidades adquiridas y adquirientes junto a su capitalización bursátil, antes y después de la operación, la capitalización bursátil viene expresada en miles de euros.

Tabla 12. Análisis de la Capitalización Bursátil de las OPAs antes y después de la adquisición (2010-2014)

Fecha	Empresas	Ex-ante	Ex-post	Diferencia	Resultado
2010	Banco Guipuzcoano (adquirida)	889.604	521.054	-368.550	-1.811.893
	Banco de Sabadell (adquiriente)	4.650.000	3.727.711	-922.289	
	Total	5.539.604			
2011	Compañía Española de Petróleos (adquirida)	4.891.270	7.486.747	2.595.477	2.595.477
	International Petroleum Investment Company (adquiriente)		No cotiza		
	4.891.270				
2012	Banco Pastor (adquirida)	908.593	954.977	46.384	-1.129.946
	Banco Popular Español (adquiriente)	5.770.699	5.549.346	-221.353	
	Total	6.679.292			
	Funespaña (adquirida)	99.178	99.894	716	-2.969.278
	Mapfre Familiar Compañía de Seguros y Reaseguros (adquiriente)	7.560.300	4.690.200	-2.870.100	
	Total	7.659.478			
	Fersa Energías Renovables (adquirida)	50.401	47.601	-2.800	-111.828
	Greentech Energy Systems (adquiriente)	205.708	144.281	-61.427	
Total	256.109				
2014	Campofrío Food Group (adquirida)	705.324	706.346	1.022	1.022
	WH Group Limited (adquiriente)	ND	7.955.769		
	Total				
	Dogi International Fabrics (adquirida)	42.072	45.625	3.553	3.553
	Businessgate (adquiriente)		No cotiza		
	Total				
	Deoleo (adquirida)	438.778	433.000	-5.778	-5.778
	Ole Investments (adquiriente)		No cotiza		
Total					

Fuente: Elaboración propia, a partir de la base de datos de Sabi y de la Bolsa de Madrid.

En primer lugar hay que señalar, que no se detallan los datos de International Petroleum Investment Company, WH Group Limited, Businessgate y Ole Investments, debido a que no cotizan en el mercado español, sin embargo, todas adquirieron una empresa cotizada en la Bolsa Española. Por lo tanto, si podemos averiguar si las adquiridas obtuvieron una mayor capitalización gracias a esa compra.

De la muestra analizada se puede concluir que los resultados no son muy favorables, ya que solo tres de las operaciones generaron valor para los accionistas de la empresa resultante. Este dato nos demuestra que el mercado valoró positivamente las adquisiciones de Compañía

Española de Petróleo, Campofrío Food Group y Dogi International Fabrics. Por lo tanto, estas empresas valen más que antes de ser adquiridas.

Por el contrario, cinco de las operaciones destruyeron valor para los accionistas de la empresa resultante, lo que nos indica que el mercado valoró negativamente estas operaciones, aunque deberíamos tener en cuenta a la hora de analizar los resultados, que estas operaciones tuvieron lugar, después de la crisis económica y esta pudo afectar negativamente a los inversores.

Si tenemos en cuenta solo las entidades adquiridas nos revela que la mayoría generaron rendimientos positivos para sus accionistas, sin embargo, todas las adquirientes cotizadas españolas redujeron su valor de mercado. Estos resultados son similares a los autores estudiados anteriormente.

La mayoría de las compras fueron realizadas por empresas de mayor tamaño en relación a la empresa objetivo, la única adquisición que fue realizada por una empresa de menor tamaño es la compra de Businessgate hacia Dogi International Fabrics, la cual resultó positiva.

No hemos obtenidos unos resultados favorables de este tipo de operaciones, ahora vamos a compararlos con los resultados de las fusiones y así poder averiguar que tipo de operación crea más valor para las empresas cotizada tabla 13 se detallan los resultados de las fusiones expresados en miles de euros.

Tabla 13 Análisis de la Capitalización Bursátil antes y después de la fusión (2010-2014)

Fecha	Empresas	Ex-ante	Ex-post	Diferencia	Resultado
2011	Iberdrola Renovables (absorbida)	11.219.116	7.569.524	-3.649.592	-14.384.556
	Iberdrola (absorbente)	31.630.800	28.465.360	-3.165.440	
		42.849.916			
2012	Banco CAM (Absorbida)	67.000	67.000	0	1.696.790
	Banco Sabadell (Absorbente)	4.081.330	5.845.120	1.763.790	
		4.148.330			
2013	Banco Español de Crédito (Banesto) (Absorbida)	2.443.660	2.410.666	-32.994	8.332.384
	Banco Santander (Absorbente)	62.959.190	73.735.234	10.776.044	
		65.402.850			
	Banco de Valencia (Absorbida)	362.507	4.599.045	4.236.538	7.028.878
	Caixabank (Absorbente)	11.383.020	18.774.405	7.391.385	
	11.745.527				
2014	Natraceutical	94.340	60.480	-33.860	-128.198
	Laboratorio REIG JOFRE	94.341	60.483	-33.858	
		188.681			

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos de la CNMV (2010-2014).

En las fusiones se ha realizado el mismo procedimiento que en las adquisiciones, sin embargo, hemos obtenido unos mejores resultados en este tipo de combinación de negocio, ya que el 60% de las fusiones realizadas crearon valor para sus accionistas. También, se aprecia en los resultados de las fusionadas un impacto mucho mayor que en las adquisiciones, por ejemplo, la absorción realizada por el Banco Santander hacia el banco Banesto generó un incremento de su valor de mercado en 8.332.384 miles euros. Mientras, que en las adquisiciones, la mayor creación de valor fue la conseguida por CEPSA con un 2.595.477 miles de euros.

Un dato interesante, es que todas las fusiones bancarias analizadas generaron unos rendimientos positivos, mientras que las adquisiciones pertenecientes al sector financiero destruyeron valor para sus accionistas.

4. CONCLUSIONES

Las combinaciones de negocios es un tema muy destacado en la actualidad y cada vez cobra mayor importancia. Sin embargo, apesar de las cuantiosas investigaciones sobre este tema, sigue existiendo muchos interrogantes que no se han logrado resolver, debido a la enorme complejidad que conlleva cada proceso.

El marco legislativo para las F&As llegó con un notable retraso a España, porque hasta el año 2009 no se elaboró una gran reforma sobre las modificaciones estructurales. Esta ley se realizó con el objetivo de satisfacer la inseguridad jurídica que generaba este tipo de proceso en relación a la normativa en España. Sin embargo, los resultados no fueron los esperados y unos años más tardes, se desarrollaron otras leyes para satisfacer las demandas jurídicas sobre las combinaciones de negocios.

La mayoría de la bibliografía consultada ha resultado ser más favorable a las fusiones bancarias que al resto de los sectores, esto puede deberse a que la mayoría de los estudios sobre las fusiones bancarias son analizadas después de una crisis financiera pudiendo afectar a los resultados obtenidos.

En relación a la reestructuración bancaria, hay que destacar que la mayoría de las Cajas de Ahorro no cotizaban en la bolsa. Sin embargo, con los procesos de fusiones y adquisiciones que sufrieron, prácticamente todas han terminado siendo parte de una fundación bancaria o de un banco que si cotiza en bolsa.

Una variable destacada y que no se ha podido analizar en este trabajo es el método de pago, numerosos autores defienden que el método de pago en efectivo es más valorado por las empresas fusionadas que el pago mediante acciones. Otra variable importante es la prima pagada en las operaciones, la cual influye negativamente en los resultados de la empresa adquiriente, siendo detallada por muchos autores como una de las posibles causas de porque las empresas obtienen resultados desfavorables, esto es debido a la sobrevaloración de los directivos o accionistas de las sociedades adquirientes sobre la adquirida.

En nuestra investigación podemos concluir que la crisis financiera afecta negativamente al volumen de operaciones en la bolsa española. Este resultado es acorde con los estudios mencionados anteriormente, los cuales exponían que es un factor negativo macroeconómico para los procesos de F&As.

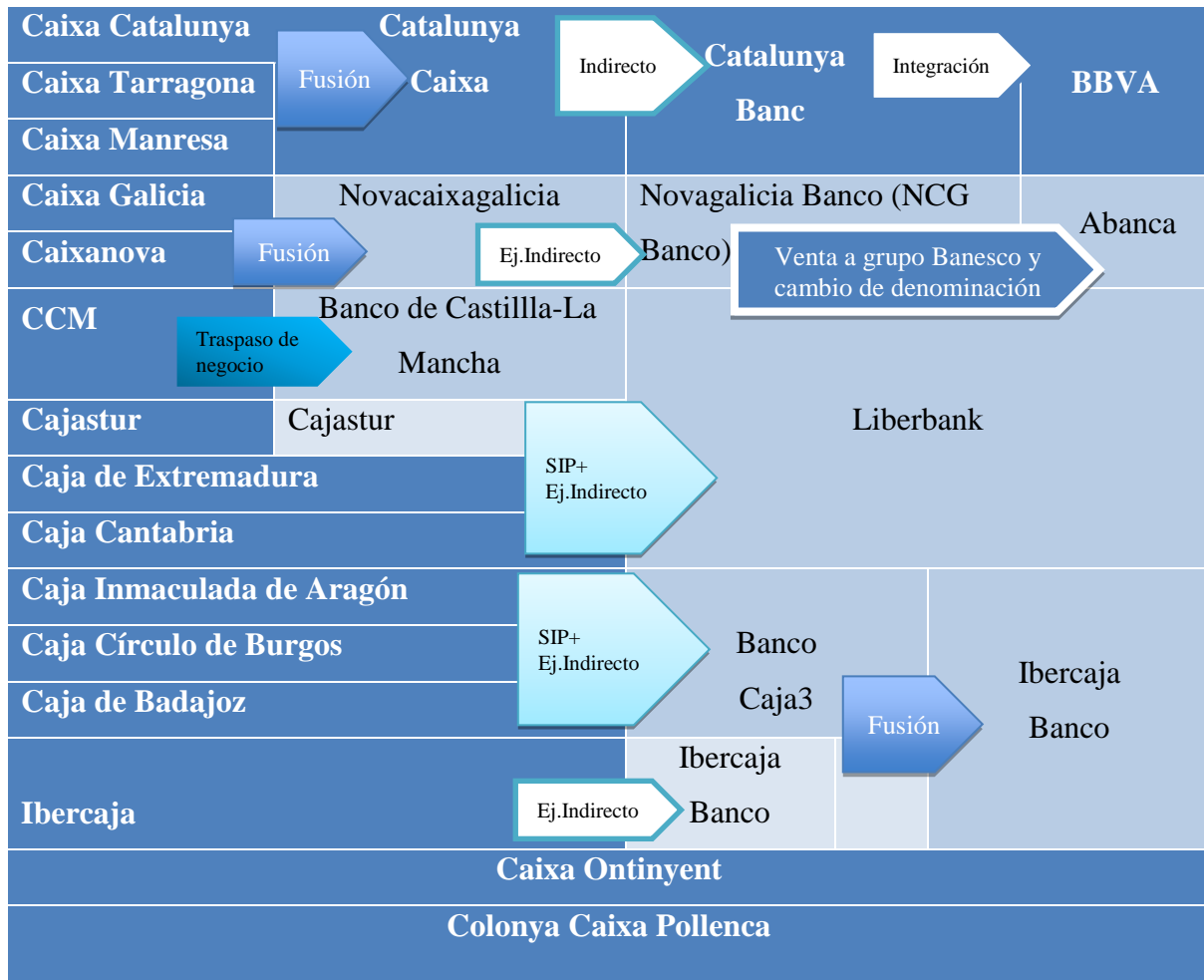
En tiempo de post crisis financiera el 54% de los procesos resultaron desfavorables, tan solo 6 de los 13 procesos consiguieron crear valor para los accionistas de la empresa resultante. Estos resultados pudieron verse aminorados por las consecuencias de la crisis económica. Aunque para poder valorar dicha hipótesis tendríamos que analizar los resultados antes de ésta y después y así poder compararlos, pero no se ha podido realizar debido a que el periodo de estudio abarca desde el año 2010 al 2014.

En relación a los resultados de las entidades adquiridas, hemos obtenidos resultados parecidos a otras investigaciones, ya que en la mayoría de nuestros resultados la empresa adquirida obtiene resultados mas favorables que la adquiriente o la compradora.

Los procesos de fusiones en comparación con las adquisiciones realizadas generaron mejores resultados, ya que las empresas resultantes de la fusión fueron más valoradas en el mercado que los procesos de adquisición.

Hay que detallar que la muestra obtenida no puede ofrecer datos definitivos ni decisivos sobre las F&As, debido al número tan escaso de procesos ocurridos en el mercado bursatil español en nuestro periodo de estudio. Además, hay que tener en cuenta que cada proceso de fusión y adquisición debe valorarse como procesos único debido a la multitud de variables que influyen en sus resultados, tanto a nivel macroeconómico como a nivel sectorial.

Anexo 1. Continuación de la Tabla 3: Proceso de reestructuración del sistema financiero 2009-2015



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Referencias de artículos de revista

- Achim, S. A. (2015). "Recent Trends in the Study of Mergers and Acquisitions". *Ekonomie a Management*, 18(1), 123-133.
- Altunbas, Y. & Marqués, D. (2008). "Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities". *Journal of Economics and Business*, 60(3), 204-222.
- Andrade G, Mitchell M & Stafford E (2001). "New Evidence and Perspectives on Mergers". *Journal of Economic Perspectives* 15 (2), 103-120.
- Aríztegui, J. (2010). "Reestructuración de las cajas de ahorros y sistemas institucionales de protección (SIP)". *Nota informativa*. Banco de España.
- Banco de España. (2011). *Informe de Estabilidad Financiera*, 11 de noviembre de 2011, 1-46.
- Banco de España. (2011). Nota sobre el proceso de reestructuración de las cajas de ahorros. *Boletín Económico del Banco de España*, 13 de julio de 2011. 1-11.
- Barros, P. P., Bonfim, D., Kim, M., & Martins, N. C. (2014). "Counterfactual Analysis of Bank Mergers". *Empirical Economics*, 46(1), 361-391.
- Becher, D. A. (2000). "The valuation effects of bank mergers". *Journal of corporate finance*, 6(2), 189-214.
- Beltratti, A., & Paladino, G. (2013). "Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector". *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5394-5405.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). "Diversification's effect on firm value". *Journal of financial economics*, 37(1), 39-65.
- Bergman, M. A., Jakobsson, M., & Razo, C. (2003). "An econometric analysis of the European Commission's merger decisions". *International Journal of Industrial Organization*, 23(9), 717-737.
- Billett, M. T., KING, T. H. D., & Mauer, D. C. (2007). "Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants". *The Journal of Finance*, 62(2), 697-730.
- Campa, J. M. (2004). "Fusiones y adquisiciones en Europa: una asignatura pendiente",

- Universia Business Review*, 2(2), 12-19.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). "Shareholder value creation in European M&As". *European Financial Management*, 10(1), 47-81.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2006). Integración y consolidación en el sistema financiero europeo. *Papeles de Economía Española*, 110, 238.
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic management journal*, 7(2), 119-139.
- Climent Serrano, S., & Pavía Miralles, J. M. (2014). Determinantes y diferencias en la rentabilidad de cajas y bancos. *Revista de Economía Aplicada*, 22 (65), 117-154.
- Colarte, T. E., & Rodríguez, J. M. (2006). "Resultados económicos y financieros de las fusiones en España: un Análisis Empírico con información contable". *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(129), 275-303.
- Confederación Española de Cajas de Ahorro. (2015). "Proceso de Reestructuración Sector de Cajas de Ahorros". *Informe de Avances*, 13 de febrero 2015.
- Cuervo, Á. (1999). "Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos no explícitos como determinantes del éxito". *Economistas*, 17(82), 20-31.
- Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2009). "How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies". *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211.
- Díaz, B., Sanfilippo Azofra, S., & López Gutiérrez, C. (2008). "Influencia de la prima sobre la creación de valor en las fusiones y adquisiciones bancarias en europa." *Cuadernos De Economía y Dirección De La Empresa*, 11(34), 81-106.
- Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008). "Fusiones y adquisiciones". *Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones*. nº3,1-8.
- Ezzamel, M. (1998). "Discussion of International Diversification and Firm Value". *Journal of Business Finance & Accounting*, 25, 1283-1285.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2011). "Valoración de las fusiones y adquisiciones

- por los accionistas adquirentes”. *Universia Business Review*, 29, 54-64.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2012). “Diversification in M&As: Decision and shareholders’ valuation”. *The Spanish Review of Financial Economics*, 10(1), 30-40.
- Ghosh, A., (2001): “Does operating performance really improve following corporate acquisitions?” *Journal of Corporate Finance*. 7 (2), 151-178.
- Gutiérrez. M., Fernández, Y., & Palomo Z. (2016). “De la transformación a la bancarización de las cajas de ahorros españolas: Un análisis de los resultados perseguidos”. *Revista de estudios cooperativos*, (122), 1.
- Kaplan, S. N. (2006) “Mergers and Acquisitions: A Financial Economics Perspective”. *Prepared for the Antitrust Modernization Commission Economist’s Roundtable on Merger Enforcement*.1-17.
- King, D.R, & Dalton, D.R., (2004): “Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators”. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- Lambrecht, B.M. (2004). “ The timing and terms of mergers motivated by economies of scale”. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 41-62.
- León, F. J. (2013). “La reestructuración empresarial como solución de la insolvencia”. *Anuario de Derecho Concursal*, (30), 75-98
- Llave, L. I. (2015). “Fusiones y Adquisiciones”. *Revista de Actualidad Mercantil*, (1), 28-36.
- Manzano, M. I. & Redondo, M. (1992). “Estudio jurídico, contable y fiscal de las fusiones de empresas”. *Anales de estudios económicos y empresariales* 7, Servicio de Publicaciones 167-186.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2003). “Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?”. *National Bureau of Economic Research* 9523,1-37
- Montes, C.P. (2014). “The effect on competition of banking sector consolidation following the financial crisis of 2008”. *Journal of Banking & Finance*, 43, 124-136.
- Montgomery, H., Harimaya, K., &Takahashi, Y. (2014). “Too big to succeed? Banking sector consolidation and efficiency”. *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 32, 86-106.

- Osorio, B. (2009). “Análisis teórico de la relación entre diversificación corporativa y resultados empresariales”. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* 15 (2), 105-126.
- Palomo, R. J., & Sanchís, J.R. (2010). “Efectos de las fusiones sobre la concentración y la eficiencia bancaria: el caso de las Cajas Rurales y los retos de la crisis financiera”. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 39(146), 289-319.
- Palomo, R., Sanchis-Palacio, J. R., & Gutiérrez-Fernández, M. (2011). “Efectos de la crisis financiera sobre la innovación en la reorganización de los sistemas bancarios: los sistemas institucionales de protección en las entidades financieras de ámbito territorial”. *Innovar Journal*, 21, (39), 179–190.
- Polemis, M. L., & Paleologos, J. M. (2014). “Too big to merge? Evidence from the US banking sector”. *Applied Economics Letters*, 21, (11), 782-785.
- Saavedra, M. L. G., Luna, C. M. A., & Saavedra, M. J. G. (2012). “La generación de valor corporativo a través de las fusiones: aplicación de los modelos EVA y FED”. *Compendium: Revista de Investigación Científica*, (29), 21-49.
- Varaiya, N. P. (1988). “The ‘winner's curse’ hypothesis and corporate takeovers”. *Managerial and decision Economics*, 9(3), 209-219.
- Vives, F., & Tapias, A. (2013). “La Ley de Modificaciones Estructurales. Una norma técnicamente fallida”. *Revista para el Análisis del Derecho*, 4, 1-49.
- Zozaya, N. (2007): “Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial”. *Dirección General de Política de la PYME, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio*. 1-33.

Referencias de libros

- Abellán, M. D. (2004). *Mergers and Acquisitions: A survey of motivations*. Documento de trabajo en finanzas de empresas, 401, 1-42.
- Bolsas y Mercados Españoles (2016). *Informe de Estadística de los Mercados*.
- Calvo, M. (2003). *Dimensión y eficiencia: el caso de la banca en España*. Tesis Doctoral Universidad de La Laguna.

Comisión Nacional de Mercado de Valores (2010-2014). *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación*. Madrid

Dirección general de la política de la pequeña y mediana empresa. (s.f.). *Análisis de los procesos de fusión y adquisición de las empresas españolas no cotizadas (1999-2006)*.

FUNCAS (2015). *El nuevo mapa de las fundaciones: De Cajas de Ahorros a Fundaciones*.

Galve, E. C. (2013). *La Crisis y la Reordenación del Sistema Financiero Español*. Trabajo Fin de Grado. Universidad Cardenal Herrera. Valencia.

Gullón, C. A. (2014). *La relevancia de las fusiones y adquisiciones en los mercados financieros*. Master universitario. Universidad de Pontificia Comillas, Madrid.

Pardo, Alés. G. (2013). *Esplendor y ocaso de las cajas de ahorro*. Clase magistral. Universidad de Alicante.1-14.

Sanfilippo, S. A. (2004). *Fusiones y adquisiciones bancarias: características e implicaciones de las operaciones realizadas por las entidades de crédito europeas*. Universidad de Cantabria.

Santeiro, G. M. (2014). *Cuestiones básicas y metodología en el proceso de fusiones y adquisiciones*.

Referencias del marco legislativo español y europeo o normativa consultada

Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. *Boletín Oficial de Estado*, 10 de junio de 2008, núm 140.

Directiva 90/434/CEE del Consejo, de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros. *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, 1-9 *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006 , relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. *Diario Oficial*

de la Unión Europea.

Directiva 2007/63/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, por la que se modifican las Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo por lo que respecta al requisito de presentación de un informe de un perito independiente en caso de fusión o escisión de sociedades anónimas. *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Directiva 2009/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones. *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Directiva 2013/36/UE del P Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Ley 76/1980, de 26 de diciembre, sobre regimen fiscal de las fusiones de empresas *Boletín Oficial del Estado*, de 10 enero de 1981, núm 9.

Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones. *Boletín Oficial del Estado*, de 27 diciembre de 2002, núm 310.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. *Boletín Oficial del Estado*, 4 de abril de 2009, núm 82.

Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital. *Boletín Oficial de Estado*, 23 de junio de 2012, núm 150.

Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias. *Boletín Oficial del Estado*, de 28 de diciembre de 2013, núm 311.

Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. *Boletín Oficial del Estado*, de 27 de Junio de 2009, núm 155.

Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad. . *Boletín Oficial del Estado*, 24 de septiembre 2010, núm.232.

Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo. *Boletín Oficial del Estado*. 13 de abril de 2010, núm. 89.

Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero. *Boletín Oficial del Estado*, de 19 de febrero de 2011, núm 43.

Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. *Boletín Oficial del Estado*, de 4 de febrero de 2012, núm 30.

Sexta Directiva 82/891/CEE del Consejo, de 17 de diciembre de 1982, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y referente a la escisión de sociedades anónimas. *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Referencias de páginas web

Bolsa de Madrid. Listado de Empresas por Sectores. (s.f.). Recuperado 25 de mayo de 2017, a partir de <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/EmpresasPorSectores.aspx>

Comisión Nacional de Mercados de Valores (s.f). Orientación para el Inversor, tipos de Opas. Recuperado 4 de junio de 2017, a partir de <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx>

Comisión Nacional de Mercados de Valores.(s.f.). Hechos relevantes. Recuperado 2 de julio de 2017, a partir de <https://www.cnmv.es/Portal/HR/BusquedaHR.aspx>

El Notario del Siglo XXI (s.f). Fusión apalancada y asistencia financiera: el Art 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. Recuperado el 7 de junio de 2017, a partir de <http://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30?id=1245:fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>.

El País (s.f.). La era de las megafusiones. Recuperado el 26 de mayo de 2017, a partir de http://economia.elpais.com/economia/2015/12/03/actualidad/1449141107_405089.html.

Estrategias y negocios (s.f.).2015:el año del récord de fusiones y adquisiciones empresariales. Recuperado el 25 de mayo de 2017, a partir de

<http://www.estrategiaynegocios.net/lasclavesdeldia/908808-330/2015-el-a%C3%B1o-del-r%C3%A9cord-de-fusiones-y-adquisiciones-empresariales>.

http://economia.elpais.com/economia/2015/12/03/actualidad/1449141107_405089.html

Universia Knowledge@Wharton (s.f.). ¿Por qué fracasan tantas fusiones?. Recuperado 11 de abril de 2017, a partir de <http://www.knowledgeatwharton.com.es/article/por-que-fracasan-tantas-fusiones/>.

Referencias consultadas, pero no citadas.

- Amor, S. B., & Kooli, M. (2016). “Do acquisitions affect IPO long-run performance? Evidence from single vs. multiple acquirers”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 40, 63-79.
- Benston, G.; Hunter, W., y Wall, L. (1995). “Motivations for Bank Mergers and Acquisitions: Enhancing the Deposit Insurance Put Options versus Earnings Diversifications”. *Journal of Money, Credit and Banking* 27 (3), 777-788.
- Cassiman, B. (2005). “El impacto de las fusiones y adquisiciones en la innovación”. *Universia Business Review*, 1(5), 56-69.
- Di Patti, E. B., & Gobbi, G. (2007). “Winners or Losers? The Effects of Banking Consolidation on Corporate Borrowers”. *The Journal of Finance*, 62(2), 669-695.
- Dolz, C. D., & Juan, M. I. (2005). “La integración en las fusiones y adquisiciones: una perspectiva basada en los recursos”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, (24), 5-28.
- Qi, J., Sutton, N. K., & Zheng, Q. (2015). “The Value of Strategic Alliances in Acquisitions and IPOs”. *Financial Management*, 44(2), 387-430.
- Fernández, P. M. (2007). “De compras por el mundo: las multinacionales españolas”. *Escritura pública*, (43), 46-48.