

# Valoración de las fusiones y adquisiciones por los accionistas adquirentes\*

Valuation of the Mergers and Acquisitions by Acquiring Shareholders

50



**Isabel Feito-Ruiz'**  
Universidad de Oviedo  
✉  
feitoisabel@uniovi.es



**Susana Menéndez-Requejo**  
Universidad de Oviedo  
✉  
srequejo@uniovi.es

## I. INTRODUCCIÓN

El crecimiento empresarial vía fusiones y adquisiciones es una estrategia fundamental para competir en los mercados internacionales globalizados. Aunque en los años noventa la mayoría de las operaciones de fusión y adquisición partían de empresas estadounidenses, en la década posterior se generalizan también en Europa, como consecuencia de la globalización, la incorporación de nuevos países a la Unión Europea, la eliminación de barreras a la inversión extranjera y los cambios regulatorios sobre gobierno corporativo tras los escándalos de compañías como Enron, Parmalat o WorldCom. Es más, el volumen de operaciones de fusión y adquisición transnacionales por parte de las empresas europeas es comparable al de las operaciones domésticas en el período 2002-2007. Los países emergentes y de Europa del Este, en particular el grupo de los denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China), despuntan como países receptores de la inversión de las empresas europeas. Con todo, hay que tener en cuenta que las decisiones de fusión-adquisición (M&A en inglés, mergers and acquisitions) pueden no ser bien valoradas por los accionistas de la empresa adquirente, si consideran que sus directivos persiguen objetivos diferentes a la creación de valor. Así, mientras los accionistas de las empresas adquiridas valoran por lo general positivamente el anuncio de una

CÓDIGO JEL:  
G340

Fecha de recepción y acuse de recibo: 26 de mayo de 2009. Fecha inicio proceso de evaluación: 29 de mayo de 2009.  
Fecha primera evaluación: 3 de octubre de 2009. Fecha de aceptación: 25 de enero de 2011.

### RESUMEN DEL ARTÍCULO

El objetivo de este artículo es analizar cómo valoran los accionistas de las empresas adquirentes el anuncio de una operación de fusión-adquisición, examinando la influencia de las diferencias en los entornos legales e institucionales de las empresas. En promedio, los accionistas de las empresas adquirentes europeas, de empresas en cualquier parte del mundo, obtienen rentabilidades extraordinarias positivas, de 1,41%, en torno a la fecha en que se anuncia la operación de fusión-adquisición.

### EXECUTIVE SUMMARY

The aim of this paper is to analyze how bidder shareholders value the announcement of Mergers and Acquisitions (M&As), examining the influence of the legal and institutional environment of the firms. On average, European bidder shareholders obtain a positive abnormal return, 1.41% around the announcement date of Mergers and Acquisitions (M&As).

operación de fusión-adquisición, los estudios difieren en sus conclusiones respecto a la valoración que realizan los accionistas de la empresa adquirente, obteniendo algunos trabajos valoraciones positivas<sup>2</sup> y otros rentabilidades negativas<sup>3</sup> en torno al anuncio de una operación de fusión-adquisición.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la influencia que tienen sobre la valoración de los accionistas de las empresas adquirentes las características de las empresas, de la operación y de los diferentes entornos legales e institucionales en que se desarrollan. La reacción de los accionistas de la empresa adquirente puede variar dependiendo de la forma en que se realiza el

pago de la operación, si es hostil, transnacional, el tamaño de las empresas, si la adquirida cotiza o no en bolsa. El análisis lo llevamos a cabo sobre la base de datos de las empresas europeas cotizadas que anuncian una operación de fusión-adquisición en el periodo 2002-2007, siendo la empresa objetivo de cualquier país del mundo y pudiendo ser cotizada o no cotizada. El período de estudio coincide con el inicio de una nueva “oleada” de fusiones y adquisiciones tras la crisis de las “punto.com”, como respuesta a la necesidad de reestructuración del sector y a la par de cambios regulatorios respecto a los sistemas de gobierno corporativo para aumentar la transparencia informativa. Las operaciones transnacionales y la adquisición de empresas no cotizadas son la pauta dominante en los procesos de crecimiento empresarial en la primera década del siglo XXI.

***El crecimiento  
empresarial  
vía fusiones y  
adquisiciones es una  
estrategia fundamental  
para competir  
en los mercados  
internacionales  
globalizados***

## 2. CONDICIONANTES DE LA VALORACIÓN DE LOS ACCIONISTAS ADQUIRENTES

Las características de las empresas y de la operación, que pueden influir en la valoración de los accionistas de la empresa adquirente pueden resumirse en las siguientes:

- a) *El método de pago.* Cabe esperar que los directivos prefieran pagar una operación de adquisición con acciones cuando consideren que están sobrevaloradas en el mercado. En tal caso, el anuncio de una adquisición pagada con acciones transmitirá una señal negativa, que se traducirá en una valoración negativa de la operación por parte de sus accionistas (Myers y Majluf, 1984). Por el contrario, valorarán mejor una operación en la que el método de pago sea todo efectivo.

b) *Operación amistosa vs. hostil*. Las operaciones hostiles suelen provocar un alza en el precio pagado, debido a la resistencia de la empresa objetivo a realizar la operación. Dicho incremento en el precio pagado motivará una valoración negativa de la operación por parte de los accionistas adquirentes (Schwert, 2000; Campa y Hernando, 2004).

c) *Diversificación*. No está claro a priori la valoración que realizarán los accionistas de una operación de adquisición que diversifique la actividad de su empresa. Por un lado, será positiva si esperan mejore la eficiencia operativa y financiera de los negocios implicados (Jensen y Ruback, 1983; Bradley, Desai y Kim, 1988; Campa y Kedia, 2002). Sin embargo, puede disminuir la riqueza de los accionistas, si los directivos de la adquirente sobrestiman los beneficios que aportará la diversificación y por ello acaban sobrepagando la operación (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995).

d) *Oportunidades de crecimiento y oportunismo directivo*. Los directivos de “grandes imperios empresariales”, sin oportunidades de inversión creadoras de valor, pero con recursos de libre disposición excedentes (*cash-flow libre*), pueden preferir emplear dichos recursos en adquisiciones empresariales, aunque no aporten valor, pero sí tamaño a la organización (Jensen, 1986). En tal situación, los accionistas preferirían recibir como dividendos los recursos que no pueden reinvertirse de forma suficientemente rentable y por tanto valorarán negativamente el anuncio de una operación corporativa en tales circunstancias (Lang, Stulz y Walking, 1989).

e) *El tamaño de la empresa adquirente*. Cuanto menor sea el tamaño de una empresa es más probable que la propiedad esté más concentrada y que los directivos sean incluso accionistas, lo cuál alinea los objetivos de accionistas y directivos (Demsetz y Lehn, 1985). Por el contrario, en las empresas de mayor dimensión la dispersión de la propiedad facilita que los directivos puedan tomar decisiones en el interés propio, en detrimento de la creación de valor para sus accionistas (Roll, 1986). Ello favorece así el sobrepago de las adquisiciones, motivando una valoración negativa de los accionistas adquirentes (Schwert, 2000; Beitel, Schiereck y Wahrenburg, 2004; Moeller, Shilingemann y Stulz, 2004).

f) *Tamaño relativo de la empresa adquirida*. Cuanto mayor sea

#### PALABRAS CLAVE

Fusiones y adquisiciones, adquirente, rentabilidad anormal, entorno legal e institucional

#### KEY WORDS

Mergers and acquisitions, bidder, abnormal return, legal and institutional environment

el tamaño de la empresa objetivo, mayor será la información disponible sobre ella, lo cuál facilita su valoración por parte de la adquirente (Asquith, Bruner y Mullins, 1983). Por otro lado, hay que tener en cuenta que la adquisición de una empresa de gran tamaño normalmente generará mayores costes de integración entre las dos empresas (Agrawal, Jaffe y Mandelker, 1992), en cuyo caso, la operación será valorada negativamente por los accionistas de la adquirente.

g) *Cotización vs no cotización de la adquirida*. La oferta de adquisición de una empresa que cotice en bolsa atraerá a compradores potenciales, obligando a las empresas compradoras a elevar el precio pagado por la objetivo, que aceptará la oferta del mejor postor (Grossman y Hart, 1980). Los accionistas de la adquirente valorarán negativamente el incremento en el precio pagado. Por el contrario, la menor competencia en la adquisición de empresas no cotizadas no provocará los mencionados aumentos del precio de la operación.

h) *Operaciones transnacionales vs domésticas*. Las adquisiciones transnacionales pueden crear valor por la diversificación geográfica que implican (Doukas y Travlos, 1988 y Doukas, 1995), o por el contrario reducir el valor empresarial por los mayores costes de transacción que conlleva (Denis, Denis y Yost, 2002 y Moeller y Schlingemann, 2005). Los estudios para periodos posteriores a los años noventa coinciden en observar una valoración positiva por parte de los accionistas de la adquirente cuando sus directivos anuncian una fusión-adquisición transnacional, tanto para EEUU (Francis, Hansan y Sun, 2008) como para Europa (Martynova y Renneboog, 2008), acorde con la reducción en los costes de transacción tras la eliminación de barreras a la inversión extranjera.

i) *Entorno legal e institucional*. Los países de Europa Continental (*civil law*) se caracterizan por tener mercados de control corporativo menos activos y competitivos, menor protección del inversor, estructuras de propiedad más concentradas y mayores niveles de corrupción que los países anglosajones (*common law*) (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1998). Cabe esperar que adquirir una empresa en países con “peor” entorno legal sea fuente de valor para la empresa adquirente, pues el menor desarrollo y competencia de los mercados de control corporativo aumenta la probabilidad de que el precio pagado en

la operación sea menor. No obstante, el “peor” entorno puede también añadir dificultades operativas a la adquirente, lo que repercutiría negativamente en la valoración de la operación.

### 3. VALORACIÓN DE LOS ACCIONISTAS DE LA EMPRESA ADQUIRENTE

Partiendo de los planteamientos anteriores, seguidamente analizamos la valoración que realizan los accionistas de las empresas que anuncian una operación de fusión-adquisición, considerando una base de datos internacional, que también incluye empresas objetivo no cotizadas.

#### 3.1. Base de datos y descriptivos

La base de datos considerada son las operaciones de fusión-adquisición anunciadas por empresas europeas cotizadas, pudiendo estar localizada la empresa objetivo en cualquier país del mundo, y ser cotizada o no cotizada, en el periodo 2002-2007. Se pretende aportar evidencia adicional, respecto a los trabajos que se circunscriben al ámbito europeo, o que no consideran empresas adquiridas no cotizadas.

Recopilamos información económica y financiera, tanto de las operaciones, como de la empresa, partiendo de las Bases de Datos Thomson One Banker, Datastream y Lexis Nexis. El inicio del periodo analizado coincide con el comienzo de una nueva “oleada” de fusiones y adquisiciones tras la crisis de las “punto com”. De las 1.074 operaciones de fusión y adquisición identificadas inicialmente se eliminan aquellas operaciones en las que: (i) la empresa adquirente realiza más de un anuncio, esto es, coincide con alguna otra noticia relevante, dentro de intervalo de (-20, +20) días, empleado como ventana del evento (Campbell, Lo and MacKinlay, 1997, pág. 151) (62 operaciones), (ii) y las operaciones en las que la estimación del parámetro beta, necesario para determinar la rentabilidad anormal esperada, no era significativo a un nivel de confianza del 95% (297 operaciones). La muestra final se compone de 715 operaciones de fusión o adquisición.

La **tabla 1**, muestra la distribución por países de las operaciones analizadas. El mayor número tiene lugar en Reino Unido.

La **tabla 2** resume las características de la operación, de la empresa adquirente y de la adquirida, relativas a: método de pago (si es o no en efectivo), actitud de la adquirente (si es amistosa u hostil),



**Tabla I. Distribución geográfica de las fusiones y adquisiciones**

Base de datos: Thomson One Banker. Número de operaciones de fusión y adquisición en el periodo 2002-2007 en el país de la adquirente y de la adquirida. Las empresas adquirentes proceden de un país europeo. Las empresas adquiridas se sitúan en cualquier país del mundo y pueden cotizar o no en bolsa.

PAIS ADQUIRENTE	TOTAL	PAÍS ADQUIRIDA	TOTAL
Total	715	Total	715
Alemania	39	Alemania	39
Austria	4	Argentina	1
Bélgica	14	Australia	11
Dinamarca	9	Austria	4
España	41	Bélgica	12
Finlandia	33	Brasil	1
Francia	64	Canadá	11
Grecia	10	China	5
Holanda	21	Dinamarca	14
Hungría	2	Egipto	2
Irlanda	15	Emiratos Árabes Unidos	1
Islandia	2	Eslovenia	1
Italia	28	España	31
Luxemburgo	2	Estados Unidos	82
Noruega	36	Finlandia	20
Polonia	7	Francia	41
Portugal	2	Grecia	9
Reino Unido	302	Hong Kong	1
República Checa	1	Holanda	23
Rusia	3	Hungría	2
Suecia	62	India	4
Suiza	18	Irlanda	13
		Israel	1
		Italia	29
		Jamaica	1
		Marruecos	1
		Méjico	1
		Noruega	28
		Panamá	1
		Polonia	7
		Portugal	3
		Reino Unido	242
		República Checa	2
		República del Congo	1
		Rumania	1
		Rusia	5
		Singapur	2
		Sudáfrica	2
		Suecia	42
		Suiza	16
		Ucrania	2



Tabla 2. Estadísticos descriptivos de la muestra

Operaciones de fusión-adquisición anunciadas durante el periodo 2002-2007 por las empresas europeas que cotizan en bolsa.

	TODAS (N = 715)	
	MEDIA	DESV.TÍPICA
<b>Panel A: Características de la operación</b>		
Pago con efectivo (%)	64,62	47,85
Amistosas (%)	99,58	6,47
Negocios relacionados (%)	57,76	49,43
Transnacionales (%)	47,69	49,98
Valor de la transacción (mil \$)	1 129,13	4781,57
<b>Panel B: Características del adquirente</b>		
Cash Flow / Activos Totales	0,03	0,25
Ratio Valor Mdo. FP / Valor Contable FP ( <i>Market to Book</i> )	1,28	1,85
Adquirente de tamaño grande (%)	55,38	49,74
<b>Panel C: Características del adquirida</b>		
Tamaño relativo empresa adquirida	0,57	4,79
Adquirida cotizada (%)	25,87	43,82
<b>Panel D: Características del entorno legal e institucional</b>		
Adquirida <i>Peor Entorno</i> (%)	20,28	40,24

negocios relacionados vs. diversificación (según ambas empresas coincidan o no en los dos primeros dígitos del código SIC), valor de la transacción (valor pagado en la operación en millones de \$ excluyendo gastos y comisiones), operaciones transnacionales vs. nacionales, ratio *cash-flow* sobre activos, ratio de las oportunidades de crecimiento (aproximado a partir del ratio *Market to book* que relaciona el valor de mercado de los fondos propios y su valor contable), tamaño de la empresa adquirente (se entiende tamaño grande si pertenece al primer cuartil de capitalización previamente al anuncio), tamaño relativo de la empresa adquirida (valor de la transacción entre el valor de mercado de la empresa adquirente cuatro semanas antes de la operación), si la adquirida cotiza o no en bolsa y el entorno legal e institucional de la adquirida (se considera peor entorno en el país de la adquirida si el valor del índice de libertad económica, *Economic Freedom*, definido por Kaufman, Kray y Mas-



truzzi, 2007, está por debajo de la mediana de la muestra).

El 65% de las adquisiciones se pagan en efectivo. La mayoría son operaciones amistosas, el 58% entre empresas del mismo sector de actividad y el 47% son operaciones transnacionales. El 55% son adquisiciones realizadas por grandes empresas, que mayormente adquieren compañías que no cotizan en bolsa, pues sólo el 26% son adquisiciones de empresas cotizadas. Además, la mayor parte de las operaciones son en países en los que el entorno legal e institucional del país de la adquirida es de similar "calidad" o mejor que el de la empresa adquirente.

### 3.2. Rentabilidades extraordinarias en torno al anuncio de la F&A

Con el fin de estudiar la valoración que realizan los accionistas de las fusiones y adquisiciones (F&A) anunciadas por su empresa (adquirente), analizamos a continuación si existen rentabilidades extraordinarias en torno a la fecha de anuncio de la operación, esto es, si provoca aumentos o disminuciones significativas en la cotización de las empresas adquirentes. Seguimos para ello la denominada metodología de eventos, o acontecimientos, que examina la diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida y la esperada, según la estimación del modelo de mercado (Campbell, Cowan y Salotti, 2010), en una ventana de (-20,+20) días en torno a la fecha de anuncio de la operación<sup>4</sup>. Los resultados se recogen en la **tabla 3**.

La rentabilidad anormal ó extraordinaria que obtienen los accionistas de las empresas adquirentes el propio día del anuncio de la operación de fusión o adquisición es de 0,75%. En el intervalo (-1,+1) la rentabilidad extraordinaria acumulada esos tres días es de 1,41%. Igualmente significativa es la rentabilidad anormal en el intervalo (-2,+2), de 1,68%. Estos resultados están en la línea de los de Fuller, Setter y Stegemoller (2002), Moeller *et al.* (2004), Faccio, McConell y Stolin (2006), Martynova y Renneboog (2008). Tanto en los días previos a la fecha de anuncio de la operación como en los días posteriores, se observa que la rentabilidad anormal acumulada es positiva.

### 3.3. Diferencias según características de la operación, las empresas y el entorno

La **tabla 4** compara la rentabilidad anormal acumulada para los accionistas de la adquirente, en el intervalo (-1,+1), considerando las diferentes características de las operaciones, de las empresas

**Tabla 3. Rentabilidad anormal acumulada de la adquirente en torno a la fecha de anuncio de la operación**

Operaciones de fusión-adquisición anunciadas durante el periodo 2002-2007 por empresas europeas que cotizan en bolsa, que adquieren empresas de cualquier parte del mundo, cotizadas o no cotizadas (n=715). La rentabilidad anormal es calculada a partir del modelo de mercado. El test T de significatividad estadística aplicado es Dodd y Warner (1983) y el test no paramétrico de Corrado (1989).

VENTANA DEL EVENTO	CAR %	TEST DODD Y WARNER	TEST CORRADO
0	0,75%	8,52***	2,36**
(-1, +1)	1,41%	10,74***	1,39
(-2, +2)	1,68%	10,34***	1,11
(-2, +4)	1,54%	7,99***	1,29
(-4, +4)	1,55%	7,00***	1,16
(-5, +5)	1,32%	5,26***	1,20
(-10, +10)	0,87%	2,95***	-1,20
(-2,0)	1,08%	6,95***	2,05**
(-3,0)	1,03%	5,83***	2,07**
(-4,0)	1,09%	5,32***	1,67*
(-5,0)	1,00%	4,31***	1,25
(-6,0)	1,01%	4,34***	1,17
(-7,0)	0,88%	3,49***	0,53
(0, +2)	1,35%	11,33***	0,74
(0, +3)	1,34%	9,82***	0,65
(0, +4)	1,22%	7,88***	0,99
(0, +5)	1,07%	6,29***	-0,07
(0, +6)	0,96%	5,47***	-0,63
(0, +7)	0,92%	4,76***	-0,63

\*, \*\*, \*\*\* estadísticamente significativo a un nivel de confianza del 90%, 95% y 99%, respectivamente.

y del entorno legal de la adquirida, que hemos planteado pueden influir en dicha valoración.

a) *El método de pago*. Las operaciones pagadas con efectivo generan en promedio una rentabilidad anormal de 1,66% para los accionistas de la empresa adquirente, en torno al anuncio de la operación. Esta rentabilidad es significativamente distinta de la que muestran las operaciones pagadas con acciones (que no son estadísticamente distintas de cero). Estos resultados son consistentes con el argumento previamente expuesto de que el pago de la operación en efectivo transmite una señal positiva al mercado de valores.

b) *Operación amistosa vs hostil*. Las operaciones amistosas son valoradas positivamente por los accionistas de la empre-

**Tabla 4. Rentabilidad anormal acumulada de la adquirente según características de las empresas, de la operación y del entorno legal**

La muestra está formada por 715 empresas europeas que adquieren empresas de todo el mundo en el periodo 2002-2007. La rentabilidad anormal es calculada a través del modelo de mercado. Entre paréntesis se muestra el resultado del test T de significatividad estadística Dodd y Warner (1983) y el test no paramétrico de Corrado (1989). El test de diferencias es el no paramétrico de Mann-Whitney.

	CAAR (-1, +1)	TEST DODD Y WARNER	TEST CORRADO	TEST DIF
Total empresas (N = 715)	1,41%	(10,74***)	(1,39)	
<b>Panel A: Efectivo vs acciones</b>				
Efectivo (N = 462)	1,66%	(11,45***)	(0,76)	(p=0,084*)
Acciones (N = 99)	-0,08%	(0,22)	(0,56)	
<b>Panel B: Amistosa vs hostil</b>				
Amistosa (N = 712)	1,43%	(10,95***)	(1,34)	(p=0,395)
Hostil (N = 3)	-3,12%	(-2,93*)	(0,01)	
<b>Panel C: No diversificada vs diversificada</b>				
No diversificada (N = 413)	1,40%	(6,04***)	(0,94)	(p=0,630)
Diversificada (N = 302)	1,41%	(6,05***)	(1,09)	
<b>Panel D: Oportunismo Directivo (Cash Flow)</b>				
Por encima de la mediana (N = 358)	1,32%	(9,48***)	(0,54)	(p=0,260)
Por debajo de la mediana (N = 357)	1,49%	(5,70***)	(1,53)	
<b>Panel E: Oportunidades de crecimiento (Market to book)</b>				
Por encima de la mediana (N = 358)	1,12%	(5,27***)	(0,46)	(p=0,011**)
Por debajo de la mediana (N = 357)	1,69%	(9,23***)	(1,55)	
<b>Panel F: Tamaño de la adquirente</b>				
Mayor tamaño (N = 396)	1,06%	(6,56***)	(1,08)	(p=0,156)
Menor tamaño (N = 319)	1,83%	(8,77***)	(0,99)	
<b>Panel G: Tamaño relativo de la adquirida</b>				
Por encima de la mediana (N = 358)	0,24%	(10,00***)	(0,17)	(p=0,031**)
Por debajo de la mediana (N = 357)	0,69%	(5,19***)	(1,84*)	
<b>Panel H: Adquiridas cotizadas vs no cotizadas</b>				
Cotizadas (N = 185)	0,07%	(0,38)	(0,19)	(p=0,0007)***
No cotizadas (N = 530)	1,88%	(12,70***)	(1,60)	
<b>Panel I: Operaciones transnacionales vs domésticas</b>				
Transnacionales (N = 341)	1,42%	(2,15**)	(0,98)	(p=0,198)
Domésticas (N = 374)	1,40%	(7,83***)	(0,92)	
<b>Panel J: Entorno legal e institucional de la adquirida</b>				
Por encima de la mediana (N = 570)	1,47%	(9,31***)	(1,06)	(p=0,375)
Por debajo de la mediana (N = 145)	1,16%	(5,38***)	(0,95)	

sa adquirente, siendo la rentabilidad extraordinaria 1,43%. En el periodo analizado sólo ha habido tres operaciones hostiles, que de media han sido valoradas negativamente, cayendo la cotización en torno a -3,12%.

c) *Diversificación*. No se observan diferencias significativas en la valoración que realizan los accionistas de la adquirente cuando se anuncian adquisiciones de empresas en el mismo sector de actividad o se diversifica.

d) *Oportunismo directivo*. Tampoco se encuentran diferencias en la rentabilidad extraordinaria que provoca el anuncio de la adquisición según el nivel de *cash-flow* libre (se clasifican las empresas según su ratio de *ebita* entre activos totales de la empresa adquirida esté por encima o debajo de la mediana).

e) *Oportunidades de crecimiento*. La rentabilidad anormal en torno al anuncio de una fusión-adquisición es de 1,69% para las empresas con peores ratios de valoración bursátil (ratio de valor de mercado de los fondos propios entre su valor contable), que es significativamente mayor que cuando dicho ratio está por encima de la mediana, en cuyo caso la rentabilidad extraordinaria es 1,12%. Este resultado está de acuerdo con el argumento de Dong, Hirshleifer, Richardson y Teoh (2006), según el cuál los ratios de valoración más elevados transmiten al mercado una señal de sobrevaloración de las acciones.

f) *Tamaño de la empresa adquirente*. Que la empresa adquirida tenga mayor o menor tamaño no marca diferencias significativas en la reacción de sus accionistas ante el anuncio de operaciones corporativas.

g) *Tamaño relativo de la empresa adquirida*. Se observan diferencias significativas en la valoración de los accionistas adquirentes en función del tamaño relativo entre adquirente y adquirida, siendo mayor la rentabilidad extraordinaria cuando el tamaño relativo de la adquirida es menor.

h) *Cotización vs no cotización de la adquirida*. Destaca la valoración positiva de los accionistas cuando el objetivo es una empresa que no cotiza en bolsa, subiendo la cotización de la adquirente en torno al anuncio el 1,88%. Sin embargo dicha rentabilidad no difiere significativamente de cero si se adquiere otra empresa que cotiza en bolsa. Se espera que en la adquisición de empresas no cotizadas las primas pagadas sean menores, debido a la menor competencia en la compra.



i) *Operaciones transnacionales vs domésticas.* No difiere significativamente la valoración que hacen los accionistas de la adquirente según la operación que se anuncia sea transnacional ó doméstica.

j) *Entorno legal e institucional.* Tampoco es distinta la reacción de los accionistas adquirentes según las diferencias en el tipo de entorno legal e institucional entre adquirente y adquirida.

#### 4. CONCLUSIONES

Las fusiones y adquisiciones empresariales son una estrategia fundamental para el crecimiento de las empresas. En la última década estas operaciones se generalizan en Europa, coincidiendo con la globalización, la incorporación de países del Este a la Unión Europea, la eliminación de barreras a la inversión extranjera y los avances en materia de gobierno corporativo tras los escándalos financieros.

Además de los accionistas de las empresas adquiridas, también valoran positivamente estas operaciones los accionistas de la adquirente, al menos en las empresas europeas, en la última “oleada” de fusiones a partir de 2002. Cuando se anuncia una fusión o adquisición empresarial por parte de empresas europeas que cotizan en bolsa, la cotización de la adquirente sube de media 1,41%. Por tanto,

los accionistas confían en que los directivos hayan tomado esta decisión buscando la creación de valor para su empresa, en lugar del mero crecimiento.

En particular los accionistas adquirentes valoran mejor las adquisiciones que se pagan en efectivo, en lugar de con acciones de la empresa, pues en este último caso lo entienden como señal de que están sobrevaloradas. También son mejor valoradas las adquisiciones de empresas que no cotizan en bolsa y de menor tamaño relativo a la adquirente. Se valora de forma similar que la operación sea transnacional o doméstica y que diversifique o no la actividad.

En definitiva, aunque hay argumentos para pensar que los directivos pueden actuar de forma oportunista e interesada cuando plantean una operación corporativa de crecimiento, adquiriendo otras empresas, de media los accionistas anticipan operaciones creadoras de valor, sobre todo si son operaciones que se pagan en efectivo y que adquieren empresas que no cotizan en bolsa.

**Los accionistas confían en que los directivos hayan tomado esta decisión buscando la creación de valor para su empresa, en lugar del mero crecimiento**

## BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A., Jaffe, J.; Mandelker, G. (1992) "The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly", *Journal of Finance*, Vol. 47, núm. 4, p. 1605-1621.
- Asquith, P., Bruner, R.; Mullins, D. (1983) "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11., núms. 1y 4, p. 121-139.
- Beitel, P., Schiereck, D.; Wahrenburg M. (2004) "Explaining M&A success in European banks", *European Financial Management*, Vol. 10, núm. 1, p. 109-139.
- Berger, P.G.; Ofek, E. (1995) "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, núm. 1, p.39-65.
- Bradley, M., Desai, A.; Kim, E.H. (1988) "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, núm. 1, p. 3-40.
- Campa, J.M.; Kedia S. (2002) "Explaining the diversification discount", *The Journal of Finance*, Vol. 57, núm. 4, p. 1731-1762.
- Campa, J.M.; Hernando, I. (2004) "Shareholder value creation in European M&As", *European Financial Management*, Vol. 10, núm. 1, p. 47-81.
- Campa, J.M.; Hernando, I. (2006) "M&A performance in the European financial industry", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, núm. 12, p. 3367-3392.
- Campbell, C.J., Lo, A.W.; MacKinlay, A.C. (1997) "Event-study analysis", Chapter 4 in *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Campbell, C. J.; Cowan, R.; Salotti, V. (2010) "Multi-country event-study methods", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, núm 12, p. 3078-3090.
- Corrado, C.J. (1989) "A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies" *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, núm. 2, p. 385-395.
- Demsetz, H.; Lehn, K. (1985) "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Finance*, Vol. 93, núm. 6, p. 773-784.
- Denis, D.J., Denis, D.K.; Yost, K. (2002) "Global diversification, industrial diversification, and firm value", *Journal of Finance*, Vol. 57, núm. 5, p. 1951-1979.
- Dodd, P.; Warner, J.B. (1983) "On corporate governance- A study of proxy contests", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, núm. 1 y 4, p. 401-438.
- Dong, M.; Hirshleifer, D.; Richardson, S.; Teoh, S.H. (2006) "Does investor misevaluation drive the takeover market?", *Journal of Finance*, Vol. 61, núm. 2, p. 725-762.
- Doukas, J. (1995) "Oversinvestment, Tobin's q and gains from foreign acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, núm. 7, p. 1285-1303.
- Doukas, J.; Travlos, N.G. (1988) "The effect of corporate multi-nationalism on shareholders wealth: Evidence from international acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 43, núm. 5, p. 1161-1175.
- Faccio, M.; McConnell, J.; Stolin, D. (2006) "Returns to acquirers of listed and unlisted targets", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 41, núm. 1, p. 198-220.
- Francis, B.B.; Hasan, I.; Sun, X (2007) "Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for U.S. acquirers in cross-border mergers and acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, núm. 8, p.1522-1540.
- Fuller, K.; Netter, J.; Stegemoller, M. (2002) "What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 57, núm. 4, p. 1763-1793.
- Grossman, S.; Hart, O. (1980) "Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, núm. 1, p. 20-30.
- Jensen, M.C.; Ruback, R.S. (1983) "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, núms. 1y 4, p. 5-50.
- Jensen, M.C. (1986) "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, núm. 2, p. 323-329.
- Kaufmann, D.; Kraay, A.; Mastruzzi, M. (2007) "Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996-2006", World Bank Policy Research (junio).
- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1998) "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, núm. 6, p. 113-1155.

- Lang, L.H.P.; Stulz, R.M.; Walking, R.A. (1989) "Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, núm. 1, p. 137-154.
- Lang, L.; Stulz, R.M. (1994) "Tobin's Q. Corporate diversification and firm performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, núm. 6, p. 1248-1280.
- Martynova, M.; Renneboog, L. (2008) "Spillover of corporate governance Standard in cross-border mergers and acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, núm. 3, p. 200-223.
- Moeller, S.B.; Shillingemann, F.P.; Stulz, R.M. (2004) "Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, núm. 2, p. 201-228.
- Moeller, S.; Schlingemann, F. (2005) "Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, núm 3, p. 533-564.
- Myers, S.; Majluf, N. (1984) "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, núm. 2, p. 187-221.
- Roll, R. (1986) "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business*, Vol. 59, núm. 2, p. 197-216.
- Schwert, G.W. (2000) "Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, núm. 6, p. 153-162.

---

## NOTAS

\* Los autores agradecen el apoyo financiero recibido por la Fundación para el Fomento en Asturias de la Investigación Científica Aplicada y la Tecnología (Ficyt), por la Fundación Banco Herrero y por el Ministerio de Ciencia e Innovación (MICINN-09-ECO2009-11758).

1. Autora de contacto: Facultad de Economía y Empresa; Universidad de Oviedo; Avda. del Cristo s/n. 33071 Oviedo; España.
2. Fuller, Netter y Stegemoller (2002), Campa y Hernando (2004), Moeller, Schillingemann y Stulz (2004), Faccio, McConnell y Stolin (2006).
3. Travols (1987), Beitel, Schiereck y Wahrenburg (2004), Campa y Hernando (2006), Hagendorff, Collins y Keasey (2007).
4. Para el contraste de la significación de las rentabilidades anormales diarias y las rentabilidades acumuladas seguimos la metodología propuesta por Dodd y Warner (1983) y la de Corrado (1989), cuando así lo aconseje el tamaño muestral.