

Fusiones y adquisiciones.
Atlantia y ACS compiten por Abertis: análisis de la operación

Mergers and Acquisitions.
Atlantia and ACS compete for Abertis: Analysis of the operation

Ekaterina YORDANOVA VATSOVA
Universidad Complutense de Madrid (España)
evatsova93bg@gmail.com

Recepción: Septiembre 2018
Aceptación: Mayo 2019

RESUMEN

En este trabajo se analiza la adquisición de Abertis, por parte de Atlantia y ACS-Hochtief. Primero, se realizará un análisis de las fusiones y adquisiciones en el sector de la construcción, centrándonos en Europa. En segundo lugar, mediante un análisis estratégico se observarán los motivos que tiene cada empresa en realizar la adquisición de Abertis. Y, por último, se realiza un análisis financiero para ver cómo reacciona el mercado bursátil en las diferentes etapas del proceso de una oferta pública de adquisición.

Palabras clave: Fusiones, adquisiciones, análisis, estrategia, mercado.

Clasificación JEL: G34

ABSTRACT

This paper analyses the acquisition of Abertis by Atlantia and ACS-Hochtief. Firstly, this work will analyze the mergers and acquisitions in the construction industry, focusing in Europe. Secondly, a strategic analysis will show the reasons for each company to acquire Abertis. Finally, through a financial analysis, we will see how the stock market reacts in the different stages of a public takeover bid.

Keywords: Mergers, acquisitions, analysis, strategic, market.

JEL Classification: G34.



1. INTRODUCCIÓN

Las fusiones y adquisiciones (F&A) son operaciones empresariales motivadas por una decisión estratégica cuyo objetivo principal suele ser la consecución del aumento del valor económico de la empresa y el aumento de la competitividad. El estudio de estas operaciones resulta de interés para saber por qué factores están motivados los directivos, cómo afectan a las empresas implicadas y si se consiguen los objetivos perseguidos. Además, es de interés saber cómo afectan los hitos históricos a este tipo de estrategia empresarial.

Los hechos muestran que el incremento de este tipo de operaciones tiene un movimiento cíclico (Mascareñas y González, 2013: pág.87-112), coincidiendo con un panorama de crecimiento económico de los países. En estos períodos, las acciones de las empresas suelen estar sobrevaloradas y se utilizan como medio de pago o los bajos tipos de interés favorecen el endeudamiento para realizar estas operaciones.

19

En el contexto actual, y tras el comienzo de la recuperación económica en 2015, se observa un incremento de las operaciones de F&A, impulsado por el aumento de inversión y el saneamiento de las empresas tras la crisis. Según datos de Thomson Reuters (Ponthus, 2018), en 2018 se ha alcanzado el récord en las operaciones de F&A a nivel global, alcanzando la cifra de dos billones de dólares. Niveles similares de volumen de inversión se registraron antes del estallido de la burbuja de las empresas tecnológicas y de internet en 2000 (1,5 billones de dólares) y antes de la crisis en 2007 (1,8 billones de dólares). La actividad de F&A se ha visto favorecida por la reforma fiscal en Estados Unidos, y en Europa por el crecimiento económico experimentando en los últimos años, aportando una mayor confianza a los inversores.

Entre las operaciones más importantes de este año, destaca con 67.000 millones de dólares, la adquisición de Express Scripts Holding Co por la empresa estadounidense Cigna Corp. Otra gran operación se espera en la compra de Monsanto por la alemana Bayer, operación que ascendería a los 62.500 millones de dólares. Thomson Reuters señala que, en España, el incremento del total de operaciones de F&A alcanza un 130% respecto al año 2017 hasta los 66.927 millones de euros. Esta cifra se ve impulsada por la OPA sobre Abertis, de la que trata este trabajo.

2. FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

Como hemos mencionado al inicio, las operaciones de fusión y adquisición están en alza a nivel global. La OCDE señala un ligero incremento del PIB global, en 2017, de 3,5% que continúa en 2018, con 3,6%. En línea con este crecimiento, en Europa se produce un incremento importante del valor de las transacciones de fusión y adquisición. Mergermarket (2017) señala un incremento del 33% del valor de las transacciones, a 443.000 millones de euros, en el primer semestre de 2017. El segundo trimestre de 2017, con una cifra de 246.000 millones de euros que supone un incremento del 25% respecto al trimestre anterior, el trimestre con mayor volumen comparado con cualquiera del año 2016. Pero lo que crece es el volumen de los acuerdos, no ocurre lo mismo con el número de transacciones registradas, que experimentan una caída del 14% respecto al año anterior. En este trabajo se trata la OPA sobre Abertis por parte de Atlantia y ACS, empresas que forman parte del sector de la construcción. Por ello, pasamos a analizar los datos de las fusiones y adquisiciones en dicho sector.

20

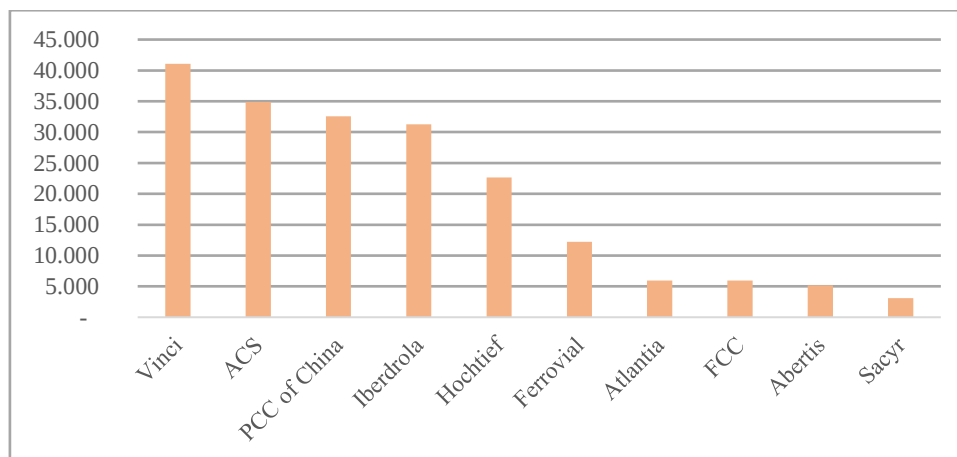
En Europa, el sector de la construcción¹ alcanzó un crecimiento del 3,9% en 2017, algo que no había ocurrido desde 2006. Las previsiones para el 2018 son algo menores, un 2,7% de crecimiento. Esta mejora en el sector se puede explicar por factores como el crecimiento económico, los bajos tipos de interés y el inicio de inversiones que estaban pospuestas debido a la mala situación económica. Se estima que el ritmo de crecimiento decrecerá progresivamente en 2019 (1,9%) y 2020 (1,4%) (Euroconstruct, 2018).

Centrándonos en la ingeniería civil, no tiene el mismo repunte que la edificación, pero las previsiones de 2018-2019 prevén un crecimiento del 4,5% anual. Se espera que se produzca este crecimiento gracias a la mejora de las finanzas públicas y a la reanudación de las inversiones y el mantenimiento, sobre todo en transporte y algo menos en energía.

En España, la ingeniería civil tiene un futuro más incierto debido a que los presupuestos deben ajustarse para cumplir con el compromiso de déficit público y la falta de oportunidades en inversiones aeroportuarias, portuarias y nuevas carreteras. En 2018 se espera un crecimiento del 4,8% que en los siguientes años se irá moderando hasta el 2%. (Euroconstruct, 2018). En cuanto a las empresas de construcción, lideran el Top 250 internacional² (ENR 2017): ACS junto con Hochtief, seguidos de China Communications Construction Group y Vinci. Otras españolas que figuran en esta lista son Ferrovial, Técnicas Reunidas, OHL, FCC, Acciona y Sacyr. En el siguiente gráfico se muestran los ingresos de las empresas, mencionadas anteriormente, con datos de 2017.



Gráfico 1. Ingresos principales empresas constructoras de 2017



Fuente: S&P Capital IQ³

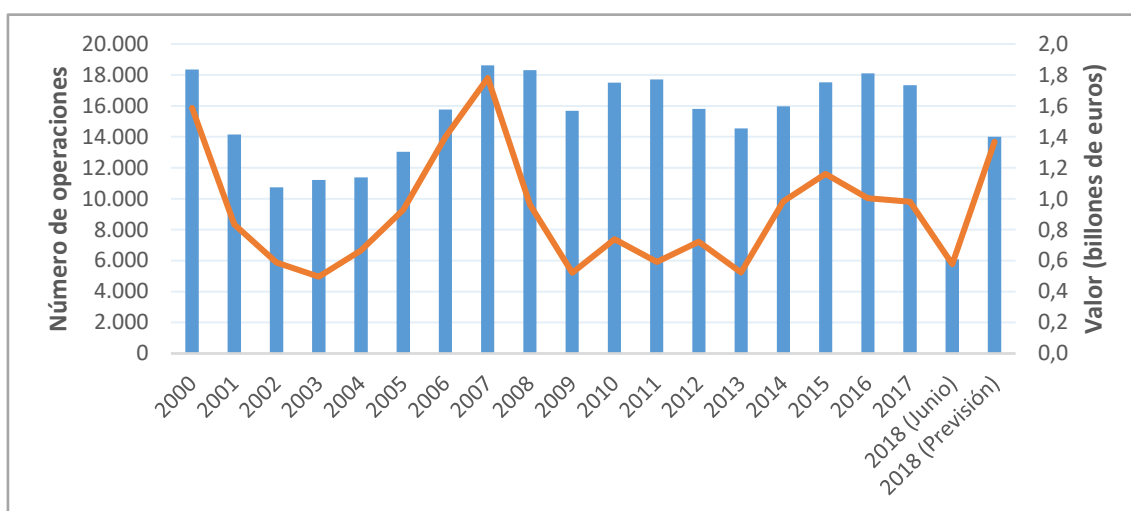
Las fusiones y adquisiciones se han convertido en la principal herramienta de renovación estratégica y expansión de las empresas, puesto que, las empresas buscan cada vez más un posicionamiento mundial en un escenario que es cada vez más competitivo a nivel global (Hitt et al. 2012; Angwin, 2012: pág. 71-113).

21

En cuanto a Europa, las fusiones y adquisiciones se recuperan tras los años de crisis en cuanto a número de operaciones y valor de las mismas, con importante repunte sobre todo en 2007. Pero podemos observar que, a partir de 2009, si bien es cierto que el número de operaciones se mantiene en niveles bastante altos y similares a los años anteriores, el valor de las operaciones desciende significativamente. De este modo, observamos en el gráfico que el valor de las operaciones cae en 2009, desde los 1,78 billones de euros a 521.000 millones de euros con ciertos repuntes del valor en 2015 que actúa como antesala de la recuperación económica.

Internacionalmente, el primer trimestre de 2017 se caracterizó por una baja actividad en las operaciones de fusiones y adquisiciones en el sector de la construcción, habiendo un repunte en dichas operaciones en los últimos trimestres del año. En 2017 el sector de la ingeniería civil y la construcción hubo un total de 2598 acuerdos con un valor total de 93.000 millones de dólares, lo que supone un 3% menos de volumen respecto a 2016 (Mcintyre, Sobolewski, 2017).

Gráfico 2. Número y valor de las fusiones y adquisiciones en Europa



Fuente: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances

3. DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS PARTICIPANTES

3.1 Abertis

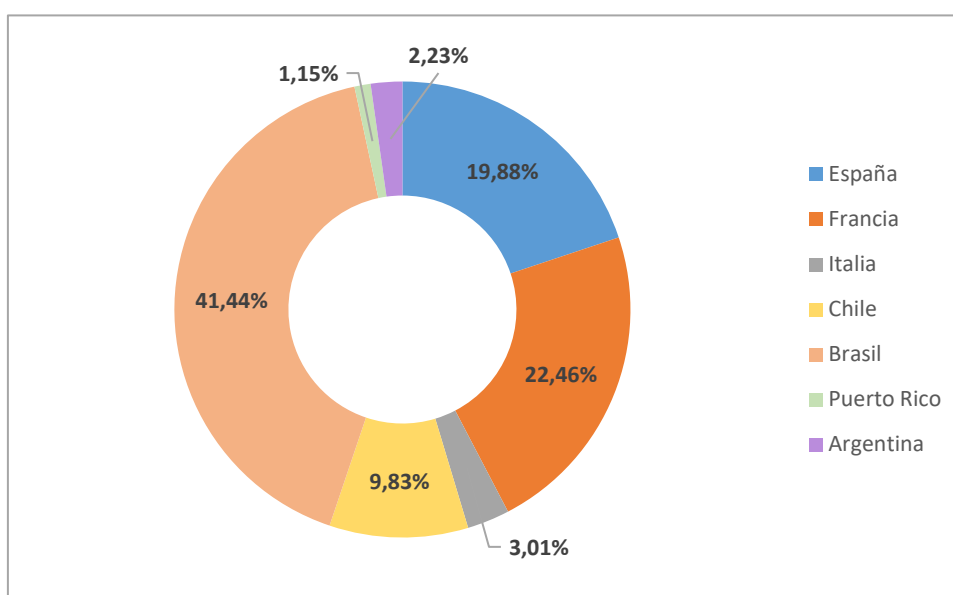
Abertis Infraestructuras se funda en Barcelona en 1967, formando el Grupo Abertis en 2003, con Abertis Infraestructuras como Sociedad Dominante manteniendo la condición de accionista único o accionista mayoritario de la sociedad cabecera. Su actividad principal se centra en la construcción, mantenimiento y explotación de autopistas ubicadas en España, Italia, Francia, Brasil, Chile, Estados Unidos, Canadá, Puerto Rico, Argentina e India. Como actividad secundaria, administra y opera infraestructuras de satélites, a través de Hispasat y Cellnex Telecom.

El Grupo está presidido por Salvador Alemany, y como consejero delegado tiene al frente a Francisco Reynés. En 2017 como accionista significativo se posiciona Critería Caixa (21,55%), seguido de Blackrock (3,82%), Davison Kempner (3,32%), Capital Research and Managment (2,85%) y Lazard (2,87%). Con un 7,96% de las acciones en autocartera. La empresa tiene un capital social de 2.971.143.924€ con un número total de acciones de 990.381.308, según las Cuentas Anuales Consolidadas (2017).

Como hemos mencionado antes, la empresa opera en varios países y el 74% de los ingresos procede de fuera de España, sobretodo de Chile, Brasil y Francia. En cuanto a kilómetros con mayor longitud de carreteras gestionadas, Abertis destaca tanto Brasil (41,44%) como Francia (22,46%) y España (19,88%). Y si atendemos a la IMD4, lideran tanto Argentina como Puerto Rico e Italia. Y hay que destacar que la India se ha incorporado al Grupo en 2017, pero también experimenta un aumento del tráfico.



Gráfico 3. Abertis - Kilómetros de autopistas gestionadas por áreas geográficas en 2017



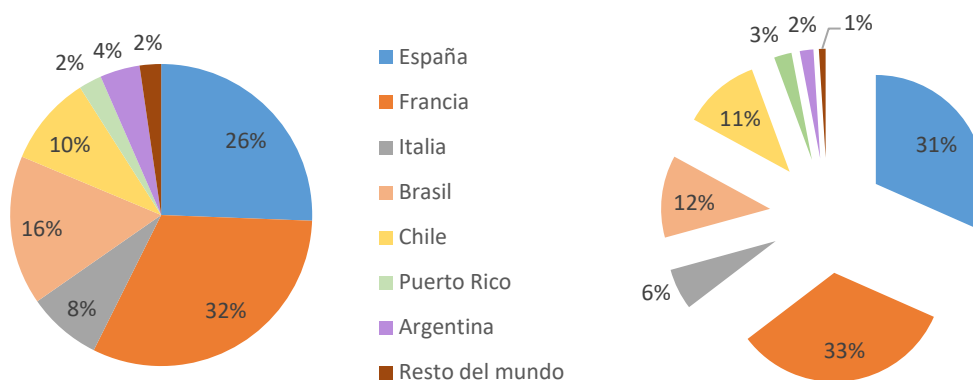
Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas Abertis, 2017

23

En el plano financiero, los ingresos del Grupo han aumentado este último año un 13%, situándose en 5.323 millones de euros, el mayor nivel de los últimos 8 años. El mayor porcentaje proviene de Francia (32%), seguido de España (26%) y Brasil (16%). El EBITDA también ha crecido en un 14%, ascendiendo a 3.480 millones de euros. Esto se explica por la mejora en la eficiencia y la optimización de los gastos de operaciones. Como en el caso anterior, lidera Francia con 33%, seguido de España con un 31% y Brasil con (12%).

Pasando al sector de las telecomunicaciones, Abertis opera a través de Hispasat de la que posee un 57,05% en 2017, junto a Eutelsat (33,69%), SEPI (7,41%) y CDTI (1,85%) a fecha de las Cuentas Anuales de Hispasat (2017). Hispasat mantiene seis posiciones orbitales y ocho satélites operativos, y es uno de los operadores mundiales líderes en la distribución de contenidos en español y portugués. Y es clave en la industria aeroespacial española, tiene alto valor estratégico teniendo en cuenta que es el principal accionista de Hisdesat, que controla los satélites utilizados en defensa militar. Esto se remonta a 1997, cuando en Consejo de Ministros se acuerda la concesión a Hispasat de los servicios satelitales estableciendo que “las acciones de la compañía serán nominativas y todos los actos y negocios jurídicos que impliquen su enajenación, gravamen o alteración en la composición accionarial, deberán ser autorizados” por el Gobierno. Por ello, el Gobierno puede vetar cualquier intento de adquisición de las participaciones de Hispasat, en atención a la defensa de los intereses públicos españoles, como podemos leer en ABC (Ontoso, 2017). Es lo que se denomina “acción de oro”.

Gráfico 4. Abertis - Reparto de ingresos y EBITDA por área geográfica en 2017



Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas Abertis, 2017

24

Por otro lado, en el segmento de telecomunicaciones para telefonía móvil y difusión audiovisual, se opera a través de Cellnex Telecom que cuenta con más de 15.000 torres en España e Italia. La participación en Abertis es del 34%, que como veremos más adelante pasa a un 29,9% en 2018 tras los acuerdos de la OPA a Abertis.

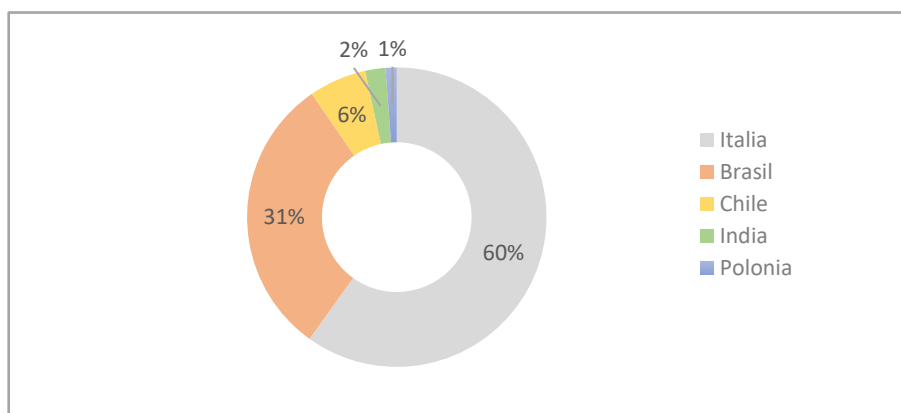
3.2 Atlantia

Atlantia es una empresa italiana que construye y gestiona infraestructuras de autopistas y aeropuertos. Cuenta con 5000 kilómetros de autopistas de peaje repartidas en Italia, Brasil, Chile, India y Polonia y gestiona los aeropuertos de Fiumicino y Ciampino en Italia, además de Niza, Cannes-Mandelieu y Saint Tropez en Francia. Atlantia está presente sobretodo en Italia con 3.020 km de autopistas (60%), con casi la mitad en Brasil con 1.538 km (31%) y con muchos menos kilómetros en Chile (313 km), India (110 km) y Polonia (61 km). Opera dos aeropuertos en Italia que tienen un tráfico aproximado de 47 millones de pasajeros y tres aeropuertos en Francia con 12,4 millones de pasajeros.

Centrándonos en la estructura de propiedad actual, Atlantia se compone de: un 50,46% de capital flotante y el resto se reparte entre Sintonia (30,25%) propiedad de la familia Benetton, el fondo soberano de Singapur conocido como GIC (8,14%), Blackrock (5,12%), Fundación Cassa di Risparmio di Torino (5,06%) y el resto en autocartera (0,97%). El capital social de la empresa asciende a 825.783.990 euros con un total de 825.783.990 acciones, según el Informe Anual de Atlantia (2017).



Gráfico 5. Atlantia - Kilómetros de autopistas por área geográfica 2017



Fuente: Informe Anual 2017

Pasamos a analizar los resultados del año 2017 tanto por países como por las distintas actividades del Grupo. Comenzando por las autopistas italianas, los ingresos generados ascienden a 3.945 millones de euros en 2017, incremento del 3% respecto 2016. Los ingresos por peaje también ascendieron a 3.590 millones de euros debido al aumento del tráfico (incremento del 2.2%) y el incremento anual de la tarifa de peajes. En cuanto al EBITDA asciende a 2.453 millones de euros en 2017, un incremento de 69 millones respecto al año anterior. Por otro lado, tenemos el resto de autopistas que gestiona la empresa. Los ingresos generados ascienden a 648 millones de euros en 2017, un incremento del 16%. En el EBITDA el incremento es del 14% al ascender a 483 millones de euros en 2017. Por países, vemos que Chile supone el 45% del EBITDA de las autopistas de ultramar, con 219 millones de euros. Brasil es un 43% del EBITDA, con 211 millones de euros. Y Polonia un 12%, con 57 millones de euros de EBITDA.

25

En resumen, las ganancias del grupo provienen sobretudo de las autopistas italianas que suponen el 83% del EBITDA y el resto se reparte entre Brasil, Chile (con un 7% del EBITDA proveniente de autopistas) y Polonia (un 2% del EBITDA). Siguiendo con los aeropuertos italianos gestionados, los ingresos ascienden a 901 millones de euros, incremento del 2% respecto 2016. Y un EBITDA de 550 millones de euros, supone un aumento de 18 millones de euros respecto al año anterior debido a la reducción de los costes de los materiales y los servicios externos, de una reducción de las tasas de concesiones y un aumento del 5% de los costes de personal. Por otro lado, el resto de aeropuertos (Canes, Saint-Tropez y Niza) generan unos ingresos de 281 millones de euros y un EBITDA de 95 millones de euros.

Por último, tenemos que mencionar el resto de actividades que realiza el Grupo. Presta servicios de ingeniería, servicios de mantenimiento en aeropuertos y autopistas, opera el servicio Telepass de autopeaje y ofrece servicios de consultoría en transacciones

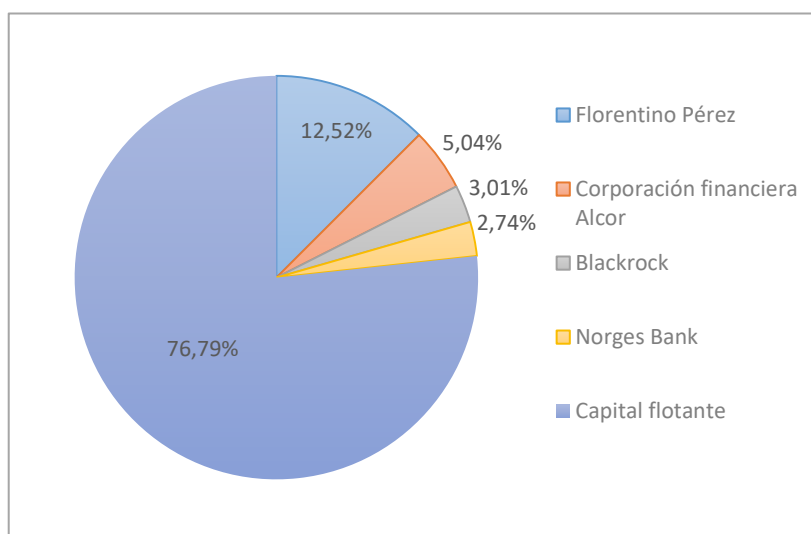
electrónicas en Estados Unidos. Estas actividades reportan unos ingresos de 746 millones de euros y un EBITDA de 168 millones de euros.

3.3 Actividades de Construcción y Servicios (ACS)

El Grupo ACS es una constructora española creada a partir de la fusión y adquisición de numerosas sociedades bajo la presidencia de Florentino Pérez. La historia de este grupo comienza con la compra de Construcciones Padrós en 1983, y posteriormente, de Obras y Construcciones Industriales S.A. (OCISA) en 1986. Más tarde, entre 1988 y 1989, adquiere el Grupo Sociedad Española de Montajes Industriales (SEMI) y se hace con una participación mayoritaria en el Grupo Cobra. Se empieza a conocer a este grupo de sociedades con la denominación ACS en 1997, tras la fusión de OCP, Auxini y Ginés Navarro.

El gran auge de ACS se produce en 2003 cuando se fusiona con Dragados, convirtiéndose en empresa líder del sector de la construcción en España y líder a nivel europeo en los rankings de Public Works Financing. Desde 2006, ACS ha ido adquiriendo participaciones del grupo alemán de construcciones y concesiones, Hochtief, líder en Alemania y tercera empresa constructora a nivel mundial por volumen de ventas. El acuerdo inicial suponía la adquisición del 25,1% del grupo (Nota de Prensa de ACS, 2006), será en 2011 cuando se haga con una participación mayoritaria del 49,17% y en la actualidad cuenta con un 71.72%. El capital social a finales de 2017 es de 157.332.297 euros repartidos en 314.664.595 acciones. El capital de ACS pertenece en un 12,52% a Florentino Pérez, un 76,79% se mantiene en capital flotante y el resto se reparte entre varios accionistas que se muestran a continuación, según las Cuentas Anuales Consolidadas de ACS (2017).

Gráfico 6. ACS - Estructura de capital y principales accionistas 2017

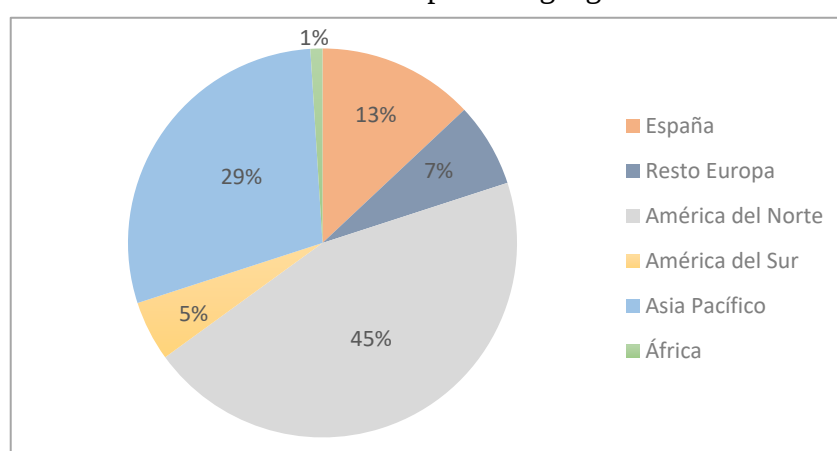


Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas 2017



Una de las estrategias para perseguir el liderazgo es la diversificación geográfica, centrándose en países desarrollados con margo regulatorio estable y con potencial de crecimiento. Aunque también está presente en algunos mercados emergentes donde espera que aumente la demanda de nuevas infraestructuras. El negocio se extiende por tres continentes, proviniendo casi la mitad de sus beneficios de América y la otra mitad tanto de Europa como de Asia. Y sobre todo debemos resaltar que el mayor peso de las ventas proviene, concretamente, de: Estados Unidos (38%), Australia (20%), España (13%), Hong Kong (4%) y Canadá (3%).

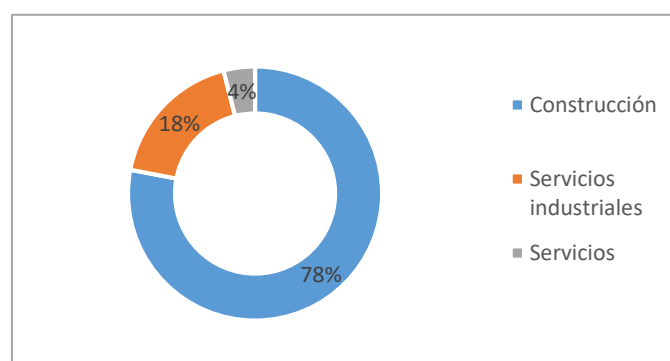
Gráfico 7. ACS - Ventas por área geográfica 2017



Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas 2017

Otra estrategia para mantener el liderazgo es a través de diferentes empresas, intenta diversificar sus actividades para crear sinergias que le permitan aumentar su eficiencia y su rentabilidad, accediendo a nuevos mercados y clientes.

Gráfico 8. ACS - Aportación a la cifra de negocio por sector 2017



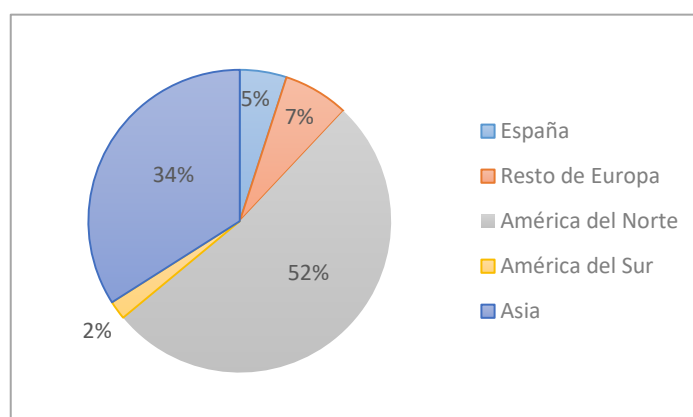
Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas 2017 de ACS

Centrándonos en la actividad de construcción, que se desarrolla a través de las numerosas empresas pertenecientes a Dragados, aporta un 17% de las ventas del Grupo;

Iridium que representa menos del 1% de las ventas; y Hochtief que ostenta un 83,1% de las ventas y aporta un 79,8% del EBITDA. En esta actividad estamos englobando tanto proyectos de obra civil, de edificación, servicios para infraestructuras, como minería. Las ventas de Construcción suben un 12,4% en 2017, hasta los 27.221 millones de euros. Con un crecimiento aún mayor del EBITDA del 15,4% hasta los 1.620 millones de euros. Y la cifra de cartera se mantiene respecto al año pasado en 55.529 millones de euros.

Por ser Hochtief la empresa que presenta la OPA por Abertis, es de interés ver sus áreas de negocios. En América suben las ventas en 8,6% y el beneficio neto crece 26,9% hasta 163 millones de euros, según la empresa se debe al aumento de la demanda y la mejora de las eficiencias operativas. En Europa las ventas suben poco en un 0,8% pero el beneficio neto crece un 90,3% hasta 34 millones de euros, por la consolidación del mercado centroeuropeo de construcción. En Asia hay un fuerte crecimiento tanto en ventas (24,3%) como en el beneficio neto (26,7%) que alcanza 275 millones de euros.

Gráfico 9. ACS - Porcentaje de ventas por países 2017



Fuente: Cuentas Anuales Consolidadas 2017

4. ANÁLISIS DE LA FUSIÓN

4.1 Análisis estratégico

Antes de realizar un análisis más financiero de la adquisición y ver los pasos que se han ido siguiendo en el caso de ACS, Abertis y Atlantia, vamos a ver qué motivos tienen las empresas para estar interesadas en el triunfo de sus Ofertas Públicas de Adquisición.

Los primeros rumores, sobre una posible adquisición de Abertis, surgen el 17 de abril de 2017 por parte de Atlantia. Durante el proceso de aprobación de su OPA, surge la posibilidad de que haya una OPA competidora por parte de ACS y más concretamente por parte de Hochtief, el 21 de julio de 2017. Tras una serie de acontecimientos, que se detallan más adelante, se conoce que Atlantia y Hochtief modificarán sus OPAs y



presentarán una nueva oferta conjunta por Abertis. Esta oferta conjunta es aprobada por la CNMV y por los accionistas de Abertis, procediéndose a la exclusión de cotización de Abertis.

Empezando por Atlantia, se trataría de una fusión de tipo horizontal al dedicarse Abertis al mismo negocio, las autopistas. Las empresas cuentan con negocios complementarios, lo que permitirá crear un gran operador de infraestructuras de transporte mundial. Además, las infraestructuras de telepeaje de Atlantia en Italia son complementarias del peaje electrónico ofrecido por Abertis en España y Francia. Este tipo de adquisición permitiría a Atlantia reducir costes al suprimir gastos comunes que pudieran tener en la construcción y gestión de las autopistas. Un segundo motivo podría ser el crecimiento externo internacional que conseguiría Atlantia y el incremento de su competitividad. A pesar de tener presencia en Latinoamérica, Abertis cuenta con un desarrollado negocio en países como Puerto Rico, Argentina, Brasil o Chile que permitirían la expansión del negocio de la empresa italiana. De este modo se podría traspasar el negocio de Atlantia en Brasil y Chile a Abertis, consiguiendo un mayor liderazgo. Otro motivo o especulación que se estaba planteando al inicio de la operación, tenía que ver con la participación de Abertis en Hispasat. Si la italiana se hacía con Abertis, estaría en Hispasat y también sería principal accionista de Hisdesat, que como hemos dicho antes, controla los satélites de defensa militar. Por tanto, podría estar en peligro la seguridad nacional si hay malas prácticas y se utiliza con fines poco apropiados. Finalmente, parece que este no era un motivo de Atlantia, ya que se procede a la venta de Hispasat a Red Eléctrica de España.

29

En cuanto a ACS/Hochtief también estaríamos ante una fusión de tipo horizontal, que tiene como motivo la expansión y crecimiento internacional con el fin de crear una gran empresa para la construcción y gestión de infraestructuras. Permitiría el incremento del portfolio de concesiones del grupo, que llevaría a un aumento de los márgenes del beneficio. Además, permitiría reducir el riesgo de los flujos de caja y tras la fusión habría mayor disponibilidad de efectivo. Se conseguiría también aumentar el beneficio para el accionista al aumentar los ingresos netos tras la fusión, aunque como hemos mencionado, este objetivo no es el primordial para los accionistas. En este caso, también se conseguiría complementariedad internacional para Hochtief, que cuenta con numerosos proyectos en construcción a nivel mundial que se complementarían con los proyectos más maduros y experimentados de Abertis. El anuncio de una OPA conjunta por parte de Atlantia y Hochtief marca el inicio de la formación de un gigante mundial en el sector de la construcción y explotación de infraestructuras y autopistas. Hochtief tiene una amplia cartera de obras que asciende a 44.644 millones de euros, Atlantia aporta miles de kilómetros de autopistas en diferentes países y la gestión de los aeropuertos de Roma y Niza. Y Abertis complementa a estas empresas con casi 8.600 kilómetros de vías con peajes en el mundo. Las estimaciones, de las oferentes, muestran la generación de sinergias por valor de 8.000 millones debido al aumento de la cuota de

mercado y las oportunidades de crecimiento. Además, la compra conjunta de Abertis supone para ambas empresas que su endeudamiento sea mucho menor que si hubieran actuado separadamente. Esto les permite mantener ratios de endeudamiento menores, lo que permitiría unas condiciones de financiación mejores. Con esta OPA conjunta, las empresas han evitado seguir aumentando el precio a pagar por Abertis, se abarata la operación al evitar las OPAs competidoras donde habrían tenido que ir aumentando sus ofertas iniciales.

4.2 Análisis financiero

El análisis financiero consistirá en conocer el comportamiento de los títulos de Abertis, Atlantia, ACS y Hochtief en las distintas fases de la Oferta Pública de Adquisición. Y se estudiará el comportamiento del Ibex 35, índice bursátil español formado por 35 empresas y donde cotizan ACS y Abertis; y el índice de la Bolsa de Milán (FTSE MIB), principal bolsa de valores en Italia formada por las 40 empresas de mayor capitalización bursátil y donde cotiza Atlantia.

El método utilizado para estudiar los títulos ha sido obtener las cotizaciones diarias desde marzo de 2017 hasta agosto de 2018. La fecha de inicio se elige para observar, el mes antes de la primera oferta presentada por Atlantia, cómo se comportan los valores y cómo afecta el anuncio de una OPA en la opinión de los inversores y las reacciones del mercado. En cuanto a la fecha final es la fecha en la que ya se concretan los términos definitivos de la OPA conjunta a Abertis.

A partir de las cotizaciones diarias se calculan las variaciones diarias de cada título con respecto a su valor en la fecha inicial del análisis. De esta manera se puede ver, en términos relativos, el impacto de la operación entre sus miembros participantes y los propios índices bursátiles.

$$\frac{\text{Cotización diaria de los valores desde 01/03/2017 a 15/08/2018}}{\text{Cotización de los valores el 01/03/2017}}$$

Finalmente, todo el período estudiado se divide en distintas etapas dependiendo de los distintos hitos ocurridos durante la OPA, para ver qué es lo más relevante que afecta a los valores estudiados.

4.2.1 Anuncio del interés de Atlantia por Abertis a presentación solicitud de autorización

El interés oficial o público por el control de Abertis comienza el 17 de abril de 2017, por parte de la italiana Atlantia que empezaba a estudiar el lanzamiento de una OPA a Abertis por la totalidad del capital social. Bloomberg anunciaba este hecho y la acción de Abertis subía hasta los 16,29 euros desde 15,29 euros (+6,6%), pero la CNMV suspendía la cotización y tras la reapertura del mercado, la acción empezó a caer



(Jímenez y Miguez, 2017). Lo mismo ocurre con las acciones de Atlantia, tras la reapertura de la suspensión, empiezan a caer el precio de la acción hasta 23,09 euros desde los 24 euros (-3,8%). Las primeras reacciones de especulación muestran un aumento de las rentabilidades en ambas empresas, pero cuando se levanta la suspensión, cae la rentabilidad de Abertis y en mayor medida la de Atlantia ante las dudas que plantea una operación de estas medidas.

En cuanto a la valoración como exponen en Expansión (Utrera, Rosique, 2017), AlphaValue valora Abertis en 17 euros por acción, y por su parte, Renta 4 mantiene un precio de 15,80 euros por acción. Para Ángel Pérez de Renta 4, hay pocas sinergias entre empresas por la falta de complementariedad geográfica entre ellas. Por parte de Bankinter opinan que la fusión es beneficiosa para Abertis por ganar duración⁵ en su cartera y para Atlantia por obtener una mayor internacionalización del negocio. Y para Óscar Rodríguez de Banco Sabadell, las sinergias provendrían por la parte de las autopistas y serían muy limitadas en el resto de los negocios.

Atlantia publica el anuncio previo de la Oferta mediante comunicación de hecho relevante a la CNMV el 15 de mayo y el 15 de junio presentará la solicitud de autorización de la Oferta. En la fecha en la cual se comunica el hecho relevante, la estructura financiera y otros datos financieros tanto de Atlantia como de Abertis, es la siguiente:

31

Tabla 1. Magnitudes financieras de Abertis y Atlantia en 2016

<i>(millones de Euros)</i>	ABERTIS	ATLANTIA
Ingresos	4.936	5.484
EBITDA	3.240	3.378
EBIT	1.946	2.315
Beneficio neto	796	1.238
Deuda neta	15.119	11.677
Capitalización	16.192	20.487
Coeficiente de apalancamiento	0,75	0,69

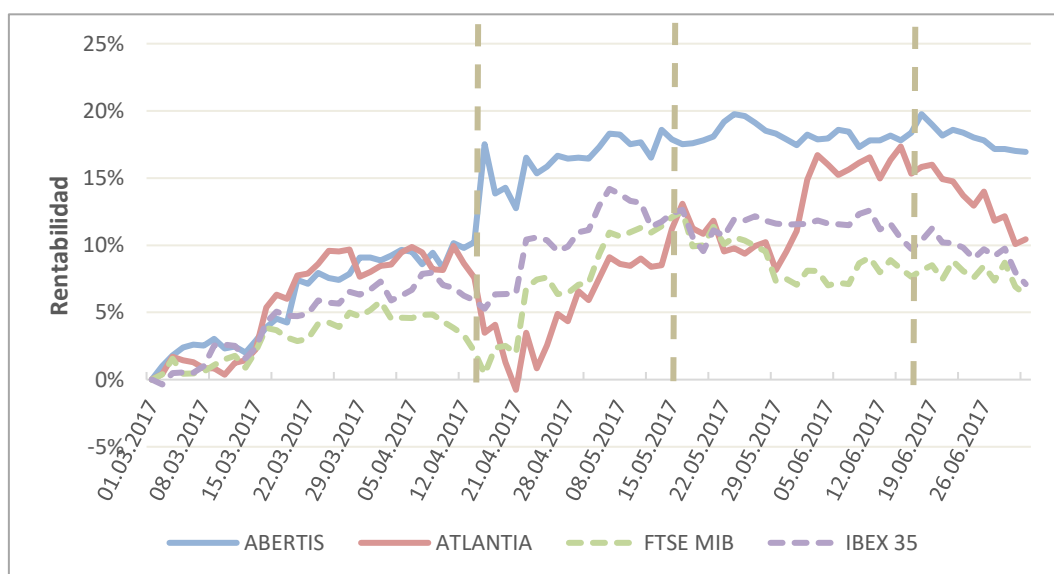
Fuente: Cuentas anuales consolidadas de Abertis y Atlantia en 2016

Lo que ofrece el folleto explicativo (Atlantia, 2017), presentado por Atlantia, para el accionista de Abertis es acudir a la OPA eligiendo entre una contraprestación en efectivo, una contraprestación en acciones o una combinación de ambas. Las condiciones de la contraprestación en efectivo ofrecen un precio de 16,50 euros por acción de Abertis, la valoración por el método de descuento de flujos de caja realizada por PwC como experto independiente refleja un intervalo de 14,79€ a 16,97€ por acción de Abertis. Y si se elige la contraprestación mediante canje, este se hará de 0,697

acciones especiales de Atlantia por cada acción de Abertis, con un máximo de 230.000.000 acciones. Lo que caracteriza a estas acciones especiales es que no son transmisibles hasta el 15 de febrero de 2019 y Atlantia no pedirá la admisión a cotización en la Bolsa de valores italiana hasta esa fecha. Una de las condiciones que se incluyen en la Oferta es que la aceptación por medio de cualquiera de las modalidades, debe cumplir que, como mínimo 100.000.000 acciones de Abertis opten por la contraprestación en acciones especiales (“Condición de Aceptación Mínima Especial”) y la otra condición es que la Oferta sea aceptada por el 50% o más del capital social de Abertis (“Condición de Aceptación Mínima General”). Y sin olvidar que según el artículo 134 de la Ley de Sociedades de Capital, Abertis no puede adquirir acciones especiales de Atlantia. Es decir, las acciones que tiene Abertis en autocartera no pueden optar por la modalidad de contraprestación en acciones especiales de Atlantia.

En los meses posteriores a las especulaciones de abril, de que Atlantia estaba interesada en adquirir Abertis, y tras comprobar el mercado que el interés de Atlantia es real, las rentabilidades de ambos valores empiezan a aumentar con Abertis manteniéndose en torno al 20% de variación relativa positiva con respecto a la fecha inicial y Atlantia con mayores fluctuaciones, se sitúa en torno al 15% de variación relativa. Y desde el anuncio por parte de Atlantia, el valor supera al índice FTSE MIB. Aun así, el mercado cree que la OPA será rechazada a la espera de una contraoferta por parte de Atlantia que mejore el precio de 16,5 euros por acción que ofrece inicialmente.

Gráfico 10. Variación relativa desde anuncio de interés hasta presentación solicitud de autorización



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com



4.2.2 Presentación de solicitud de autorización a anuncio del interés de ACS

El 3 de julio, la CNMV admite a trámite la solicitud presentada por Atlantia.

El día 21 de julio, ACS comunica a la CNMV que está estudiando realizar una oferta de adquisición de Abertis, a través de Hochtief de la cual posee el 72%, aunque todavía no ha decidido someter la decisión al Consejo de Administración. A partir de ese momento caen las rentabilidades tanto de ACS como de Hochtief, ya que el mercado no sabe cuál será la decisión que adoptará la empresa. Y Abertis sigue manteniendo su rentabilidad al haber más interesados por ella y a la espera de que se vayan mejorando las ofertas por sus acciones, y supera en más del doble a la rentabilidad del Ibex desde el inicio del período estudiado. Esta adquisición supondría para ACS, convertirse en uno de los mayores grupos de infraestructuras a nivel mundial.

Tabla 2. Magnitudes financieras de Abertis y Hochtief en 2016

<i>(millones de Euros)</i>	ABERTIS	HOCHTIEF
Ingresos	4.936	19.908
EBITDA	3.240	1.104
EBIT	1.946	816
Beneficio neto	796	320
Deuda neta	15.119	704
Capitalización	16.192	11.302
Coeficiente de apalancamiento	0,75	0,50

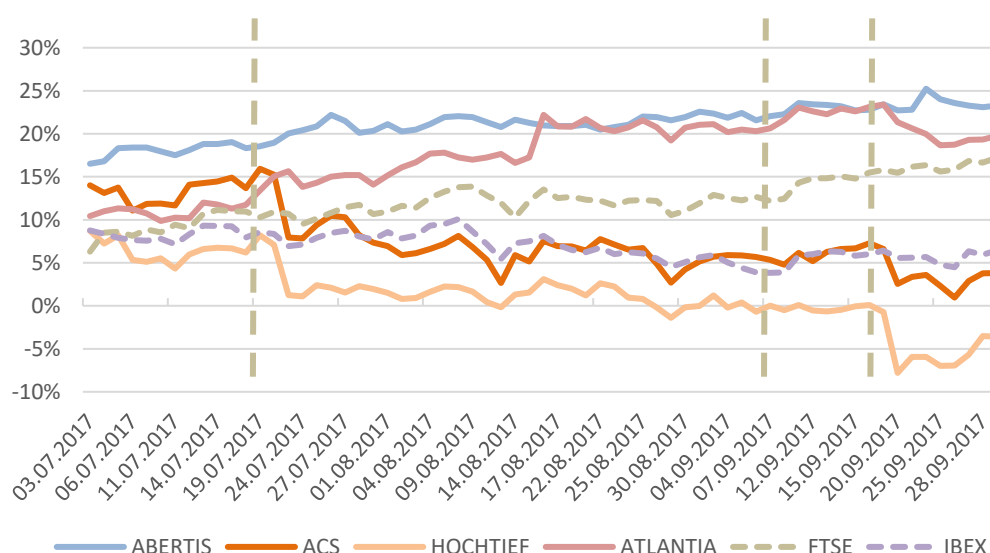
Fuente: Cuentas anuales consolidadas de Abertis y Hochtief en 2016

En este período, Atlantia está pendiente de la aprobación de su Oferta por parte de la CNMV, y si se da una contraopa, se espera que mejore el precio ofrecido por Atlantia. Como amenaza para Atlantia, se presenta la posibilidad de que el Gobierno frene su oferta de compra a Abertis, debido a que las autopistas y los satélites de Hispasat controlados por Abertis son titularidad del Estado español y éste tiene capacidad de veto de las solicitudes de autorización que presente Abertis para deshacerse de Hispasat. Otra amenaza al triunfo de la OPA es, la participada por Abertis en un 34%, Cellnex división de infraestructuras de telecomunicaciones terrestres. Si la CNMV considera que se produciría un cambio de control y que Atlantia controla el grupo, podría obligarle a presentar una OPA por Cellnex o reducir su participación a menos de un 30%.

En agosto, la acción de Abertis alcanza máximos históricos de 17 euros la acción y en lo que va de año ha subido un 30%. De este modo, las reacciones del mercado muestran que no esperan que alguien pague más por la acción de Abertis y está a la espera de que ACS decida si va a realizar la oferta. Igualmente, la rentabilidad de Atlantia sigue creciendo al creer que no podrá mejorar su oferta.

Tras un verano algo más escaso de hitos relevantes, desde inicios de septiembre se observa que las acciones de ACS van aumentando su rentabilidad al avanzar ACS en las negociaciones de su oferta. Es por ello, que cuando una empresa está estudiando realizar una OPA intenta ser lo más cautelosa posible porque el mercado intentará aumentar el precio de la acción para que la empresa tenga que pagar más, con una prima más elevada. Lo que implica que la acción del oferente tienda a descender porque a mayor prima ofrecida menor valor de la acción del oferente. El 22 de septiembre, se comunica que ACS está estudiando la posibilidad de lanzar una OPA competidora mientras sigue en la búsqueda y estructuración de la financiación para realizar tal operación, la decisión sigue sin estar deliberada por el Consejo de Administración. (El Economista, 2017)

Gráfico 11. Variación relativa desde presentación de solicitud de autorización a anuncio del interés de ACS



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com

4.2.3 Anuncio de interés de ACS a presentación ante la CNMV de la solicitud de OPA

El 9 de octubre, la CNMV autoriza la OPA presentada por Atlantia. La rentabilidad de Abertis sigue creciendo ante un posible escenario de ofertas competidoras. El 18 de octubre, se lanza una oferta voluntaria y competidora por la totalidad de acciones de Abertis por parte de Hochtief, la sociedad alemana de la que ACS posee el 71,72% en la fecha de presentación de la OPA. Otro de los accionistas de Hochtief son Blackrock (3,11%), Gartmore Investment Management (3,91%) y un capital flotante de 22,08%. A los accionistas de Abertis se les ofrece la posibilidad de obtener una contraprestación en efectivo de 18,76 euros por acción de Abertis, realizar un canje de 0,1281 acciones nuevas de Hochtief por cada acción de Abertis para un máximo de 193.530.179 acciones de Abertis o una combinación de las dos posibilidades. A diferencia de lo que

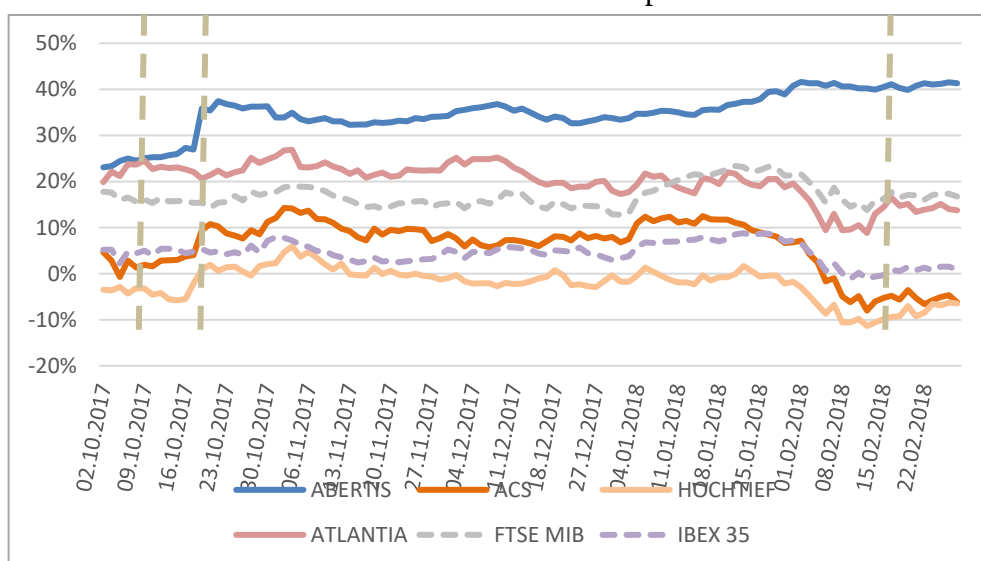


ocurre en la oferta de Atlantia, las acciones nuevas recibida de Hochtief no están sujetas a ninguna restricción de transmisibilidad. También se establece como condición de aceptación mínima que al menos el 50% del capital social de Abertis más una acción acudan a la Oferta. Además, debe acudir un mínimo de 193.530.179 acciones de Abertis a la contraprestación en acciones (“Mínimo Agregado de Suscripción de Acciones”).

La contraprestación en efectivo supone una prima del 6,5% sobre el precio de la acción de Abertis en ese momento (17,61 euros) y un 13,7% de prima respecto de la oferta de Atlantia. Esto se debe a que Atlantia calcula que puede obtener unas sinergias en torno a 1.000 millones de euros, mientras que ACS calcula estas sinergias en torno a 6.000 millones de euros al conseguir más economías de escala. (Segovia, 2017) Se estima por parte de ACS, en su folleto explicativo (CNMV, 2017), que la sinergia creada por la eventual adquisición asciende de “6.000 a 8.000 millones de euros principalmente mediante el logro de una mayor cuota en las oportunidades de crecimiento que ofrece la expansión de la inversión en la colaboración público-privada en los mercados desarrollados de gran crecimiento en EE UU, Canadá, Australia y Europa, con proyectos potenciales identificados en colaboraciones público-privadas por valor de 200.000 millones de euros para el periodo 2018-2021”. Aún sin contar todavía con la aprobación por parte de la CNMV, el 19 de febrero de 2018, ACS decide cambiar su oferta en efectivo al descontar el dividendo pagado por Abertis de 0,40€, de este modo, ACS ofrece como pago en efectivo 18,36€ por acción de Abertis desde los anteriores 18,76€. Este anuncio se produce cuando la acción de Hochtief se había empezado a derrumbar desde inicios de 2018, dificultando que los accionistas de Abertis opten por la contraprestación en acciones de Hochtief. (CNMV, 2017)

35

Gráfico 12. Variación relativa desde interés de ACS a presentación de OPA



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com

4.2.4 Anuncio de interés de ACS a presentación ante la CNMV de la solicitud de OPA

Con todo lo anterior, el 12 de marzo, la CNMV aprueba la oferta presentada por ACS pero días antes se especula con la posibilidad de un acuerdo entre ACS y Atlantia para dividirse Abertis, así se evitaría una guerra de opas y un encarecimiento de los precios.

Según la ley de opas, artículo 33, cuando hay dos ofertas de adquisición aprobadas, se permite el desistimiento anticipado de cada uno de los oferentes, así el oferente que desista deja de ser rival y puede unirse a la oferta que queda vigente para presentar una oferta conjunta. El artículo 41, establece que un “oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de mejorar su oferta, siempre que ninguna persona o entidad participe, directa o indirectamente, en más de una oferta”. El 14 de marzo, Atlantia comunica que ha llegado a un acuerdo preliminar con Hochtief para controlar conjuntamente Abertis. Ante esta noticia se suspende la cotización de las acciones de Abertis y ACS por parte de la CNMV. Teniendo que reunirse ambos consejos de administración para aprobar este acuerdo. Tras levantarse la suspensión, la cotización de Abertis arrancaba en 18,6 euros y acababa la sesión en 18,61 euros (+0,16%). En cambio, ACS se revalorizaba un 7,96%, alcanzando los 33,09 euros. Y Atlantia cae un 2,53% hasta los 26,62 euros. Desde que se anunció en mayo la intención de Atlantia de adquirir Abertis, ésta última ha obtenido una rentabilidad de más del 34%, incluso ha llegado a superar el 40%. Ante el acuerdo, el mercado reacciona a la falta de una guerra de OPAs, moderando el precio de Abertis, aunque sigue situándose por encima del precio establecido en el acuerdo de ACS y Atlantia.

El 20 de marzo se abre el período de aceptación de la oferta de Hochtief y durante este periodo se puede realizar modificaciones en la propuesta que consistirán en la retirada de la OPA de Atlantia y en la modificación de la OPA de Hochtief para presentar una opa conjunta. Se pasa de una OPA competidora a una OPA voluntaria al no cumplirse ninguno de los supuestos a formular OPA obligatoria según el artículo 137 de la Ley de Mercado de Valores y el artículo 13 del RD 1066/2007. El 23 de marzo ACS presenta su OPA modificada (CNMV, 2018), que consistirá en una contraprestación sólo de efectivo de 18,36 euros por acción de Abertis, eliminando todas las condiciones planteadas anteriormente, menos la condición mínima de aceptación que consiste en que 50% del capital social más una acción de Abertis acudan a la OPA. Este precio supone una prima por acción del 33% sobre el precio medio de la acción de Abertis en los últimos seis meses anteriores previos al 13 de abril de 2017 (anuncio de la posible oferta que va a realizar Atlantia). Por otro lado, Atlantia tendrá una participación en Hochtief del 24,1% convirtiéndose en segundo accionista tras ACS. Se hará una ampliación de capital por valor de 1.000 millones de euros, que ACS (hasta ese momento poseía 71,7%) suscribirá y venderá las acciones de Hochtief a Atlantia a cambio de 2.442 millones de euros.



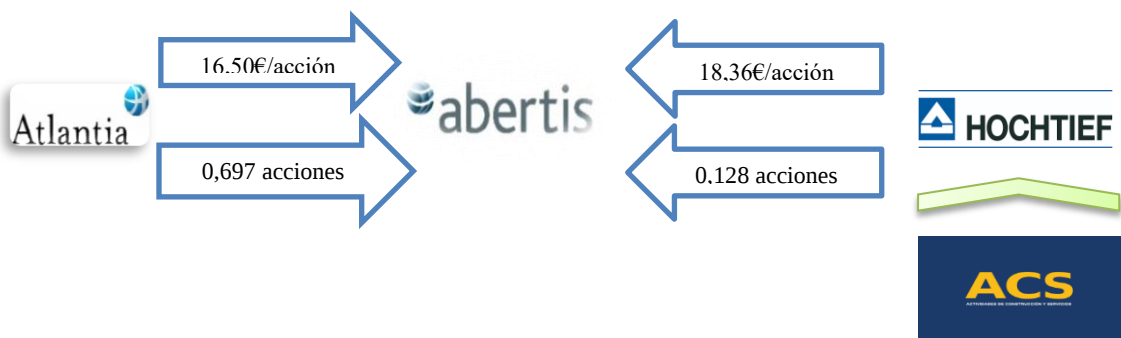
En cuanto a Cellnex, Abertis procederá a reducir su participación a un 29,9%, porcentaje que no obligaría a lanzar una OPA obligatoria por Cellnex por parte de las opantes. Posteriormente, cuando se materialice el acuerdo ente ACS y Atlantia, se procederá a vender a la familia Benetton dicha participación por 1.498 millones de euros, ejecutando así parte de la opción de compra que tenía en Cellnex. La familia Benetton es el mayor accionista de Atlantia a través de Edizione. Por otro lado, Abertis todavía no cuenta con la autorización del gobierno para deshacerse de Hispasat, pero la nueva sociedad estudia su posible venta a Red Eléctrica de España (REE).

En abril, se concreta la financiación de la OPA de Hochtief. Se trata de una financiación sindicada por 27 entidades que aportarán en total 18.183 millones de euros. La financiación proviene de entidades como BNP Paribas, Intensa Sanpaolo y UniCredit; y también bancos como JP Morgan, BBVA, Bankia, Commerzbank, HSBC, Mizuho Bank, Natixis, Socéité General, Santander y Caixabank. (ABC, 2018)

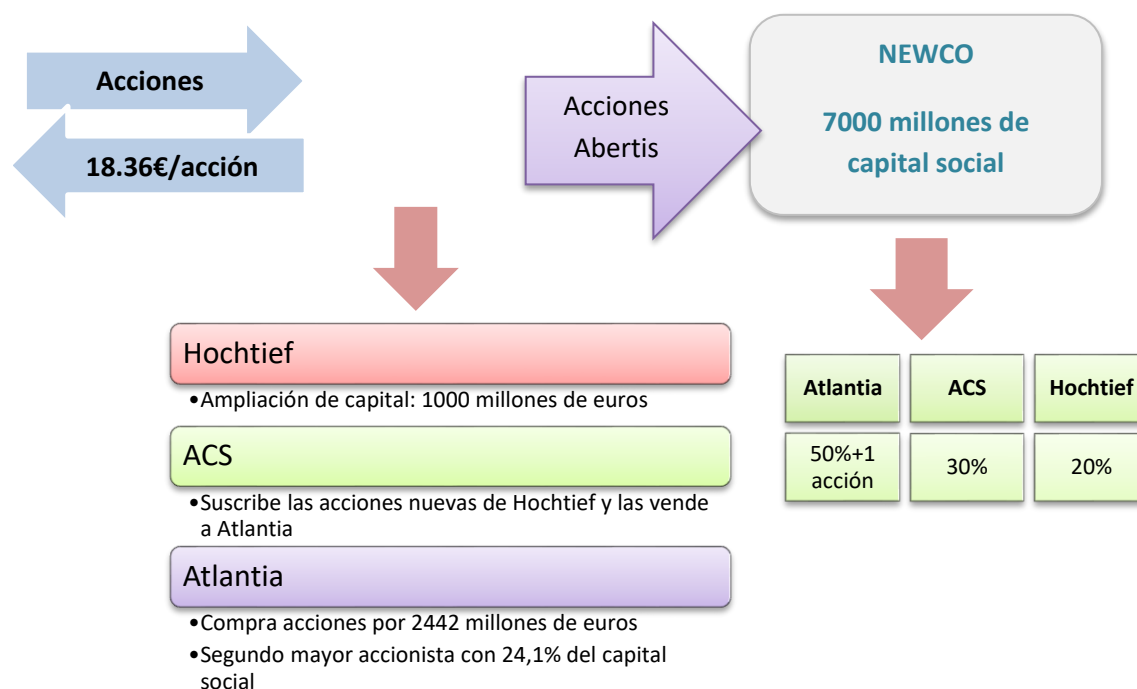
Hochtief se hace con las acciones de Abertis y las venderá a la sociedad vehículo (newco), que se ha creado para tal fin y no se procederá al reparto de activos, que tendrá un capital social de 7.000 millones de euros y se reparten en la siguiente proporción: Atlantia poseerá 50% más una acción, ACS un 30% y Hochtief poseerá 20% menos una acción. Atlantia, como socio mayoritario, consolidará en sus cuentas a Abertis anotándose tanto los beneficios como la deuda de esta. Con esto se intentará desarrollar un proyecto común entre las empresas, aprovechando así el posicionamiento y experiencia de cada una de ellas. Asimismo, se acuerda que la nacionalidad de Abertis seguirá siendo española mientras dure el pacto.

37

Esquema 1. Ofertas públicas de adquisición competidoras iniciales



Esquema 2. Oferta pública de adquisición conjunta



38

El 14 de mayo se comunica que los accionistas de Abertis han aceptado la oferta, concretamente un 78,79% de las acciones a las que se dirigía la oferta, cumpliéndose así la condición de aceptación mínima impuesta. La Ley de Mercado de Valores, en su artículo 137, establece que, si se alcanza un mínimo de aceptación del 90% se puede ejercer el derecho de venta forzosa o squeeze-out frente a los accionistas que hayan mantenido sus títulos y se excluyen de negociación las acciones en el mercado. Pero si no se alcanza el 90% de aceptación, la empresa oferente puede iniciar la exclusión de Bolsa a la empresa que ha adquirido. En nuestro caso, no se alcanza el 90%, así que se promoverá la exclusión de Bolsa de Abertis pagando el precio de la OPA de 18.36 euros.

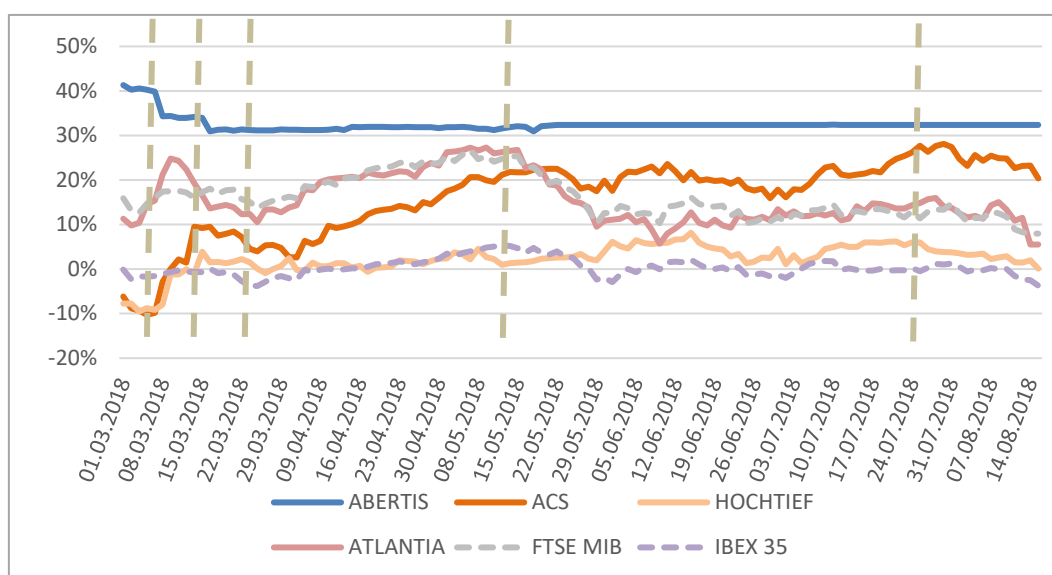
Con todo lo anterior, el 21 de junio se inicia una orden sostenida de compra de acciones de Abertis y en consecuencia se procederá a excluir de negociación las acciones de Abertis de las cuatro Bolsas de Valores españolas. La orden sostenida consiste en que Hochtief adquirirá un máximo de 52.612.289 acciones, un 5,31% del capital social, y no dispondrá del resto de acciones (94,69%) hasta la total exclusión de negociación de las acciones. (Expansión, 2018)

Abertis, por su parte, convoca junta extraordinaria para aprobar su exclusión de cotización de la Bolsa para el 25 de julio. Ese mismo día se aprobó la reducción de capital de las acciones en autocartera de Abertis que representan un 7,96%. Se pretende evitar la OPA de exclusión y por ello, al ir comprando acciones de Abertis en bolsa, ACS se ha hecho con casi 83,3% de Abertis que junto al porcentaje que posee en



autocartera supone que pasa a tener más del 90% de las acciones. Se suspende la cotización de Abertis hasta que se produce la excusión definitiva de negociación de sus acciones y se hayan liquidado todas las operaciones de la orden de compra sostenida. Desde el 6 de agosto, Abertis deja de cotizar en Bolsa y lo siguiente es el paso de las acciones que tiene Hochtief a la nueva sociedad.

Gráfico 13. Variación relativa desde la aprobación de la oferta de ACS hasta el Acuerdo entre Atlantia y ACS



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com

Los meses posteriores, se tiene que completar el traspaso de acciones a la nueva sociedad creada por Atlantia y ACS, y vender las participaciones de Cellnex e Hispasat. También, deberemos estar pendientes de si se mantendrá el acuerdo inicial y el reparto del capital de la nueva sociedad vehículo, ante el derrumbe en Génova de unos de los puentes gestionados por Atlantia.

5. CONCLUSIONES

Tras analizar los motivos que tiene Atlantia en adquirir Abertis, creo que lo más importante es la expansión internacional que consigue. Obtiene presencia sobre todo en Francia (supone un aproximadamente un 32% de los ingresos de Abertis) y complementa muy bien su negocio con la experiencia de Abertis en el mercado latinoamericano. En cuanto al supuesto interés en Abertis para conseguir el control de Hispasat, desde el principio no ha tenido ningún interés en ello y así lo manifestó, al comunicar que si ganaba su OPA inicial se desharía de Hispasat. Desde el principio, el mercado bursátil ha valorado bien la oferta de Atlantia y así se reflejaba en los

incrementos de su cotización con una variación relativa que se ha mantenido, casi siempre, en un +20%.

En cuanto a ACS, creo que su motivo principal es complementarse con Abertis de manera estratégica. Aprovechando su experiencia y capacidad, se encargaría de obtener contratos y construir infraestructuras y dejaría la explotación de las mismas a Abertis. Creo que así, ACS, conseguiría estar en el sector de las concesiones que es más estable que el sector de la construcción. Por otro lado, al igual que Atlantia, consigue presencia en países en los que no está presente ahora, aunque tiene menor complementariedad geográfica con Abertis que la empresa italiana. Pero el mercado no veía capaz a ACS/Hochtief de prosperar en solitario, a pesar de que el precio de su oferta era mayor, las dudas sobre su capacidad financiera hacían pensar que ante una “guerra de precios” frente a Atlantia, perdería. En la “lucha” por Abertis, ACS apareció como un caballero blanco para el Gobierno español ante la amenaza de que parte de los satélites españoles estuvieran en manos de una empresa extranjera. Por ello creo, que ACS se puede ver favorecida por el Gobierno, que actuando a través de SEPI (posee 20% del capital social de Hispasat) puede hacer que Red Eléctrica de España tenga que pagar más por Hispasat, rechazando el precio que se ofrece actualmente para que ACS consiga mayor beneficio de la operación.

40

De este modo, podemos concluir que, la adquisición conjunta de Abertis ha beneficiado a todas las partes. Para ACS, que ha tenido problemas en su capacidad financiera, una operación en solitario habría supuesto un endeudamiento muy elevado que afectaría el coste al que los bancos le prestarían el dinero necesario para la operación. Así lo ha reflejado el mercado, ACS presentaba la OPA en solitario, la cotización de las acciones bajaba debido a las dudas del mercado en el éxito de la operación, pero tras conocerse el acuerdo con Atlantia, recuperaba parte del valor perdido en su cotización. Ocurriendo lo mismo con las acciones de Hochtief. Con la OPA conjunta, necesita menos endeudamiento y con ello consigue alterar menos sus ratios financieras y consigue una financiación más barata. Además, al poseer una participación minoritaria en la nueva sociedad que se creará, no consolidará la deuda de Abertis en sus balances. Para Atlantia, ha supuesto no seguir aumentando el precio de su oferta inicial y conseguir hacerse con Abertis, además de entrar en el capital de Hochtief. Y, al igual que en ACS, el endeudamiento es menor y mejora las condiciones de la financiación que necesita recibir.

La evolución del acuerdo no está clara, y menos si tenemos en cuenta el derrumbamiento del puente Morandi en Génova, ocurrido recientemente. Al peligrar las concesiones de Atlantia en Italia y la necesidad de desembolso de importantes cantidades de indemnización, pueden suponer la bajada del rating otorgado por las agencias de calificación a la empresa italiana. Esto empeoraría sus ratios financieros y su capacidad de endeudamiento se vería afectada, además genera dudas sobre la calidad



de las infraestructuras construidas y gestionadas por Atlantia. Podríamos, ver en los meses posteriores cómo se le exige reducir su participación en la nueva sociedad creada mediante el acuerdo con ACS. Y aunque parece que los acuerdos de financiación de Atlantia, ya están acordados, podemos esperar algún “castigo” o exigencia por parte de sus financiadores ante el cambio de situación financiera que está sufriendo la empresa italiana.

BIBLIOGRAFÍA

ACS (2006): “*El Grupo ACS acuerda la compra del 25,1% del grupo de construcción y concesiones alemán Hochtief*”, Disponible en https://www.grupoacs.com/ficheros_editor/adjuntos/2074_notadeprensahochtief.pdf f Fecha de consulta: 22 Junio de 2018

ATLANTIA (2017): “*Anual report 2017*”, Disponible en <http://www.atlantia.it/en>

ATLANTIA (2017): “*Folleto explicativo de oferta pública de adquisición de acciones de Abertis Infraestructuras, S.A. formulada por ATLANTIA, S.p.A.*”, Disponible en http://www.atlantia.it/documents/49112/176579/Folleto_Explicativo.pdf

41

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2017):

- Hecho relevante de 18 de octubre de 2017 “*Hochtief presenta OPA sobre Abertis Infraestructuras, S.A.*” Disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={72f764e4-6bab-4791-964b-e30fe13329a8}>

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2018):

- Hecho relevante de 19 de febrero de 2018 “*Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones*” Disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={fb752d5c-fd2e-4044-b52b-89a186bb902a}>
- Hecho relevante de 23 de marzo de 2018 “*Acuerdo completado de ACS, Atlantia y Hochtief sobre la OPA de Abertis*” Disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={52fe9bb4-672e-4c81-9795-01584f8a9b15}>

DELOITTE (2017): “*Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 31 diciembre de 2017 e Informe de Gestión Consolidado, junto con el Informe de Auditoría Independiente de Abertis*” Disponible en: https://www.abertis.com/media/annual_reports/2017/CCAA%20consolidadas_uTV0UaF.pdf

DELOITTE (2017): “*Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 31 diciembre de 2017 e Informe de Gestión Consolidado, junto con el Informe de Auditoría Independiente de ACS*”, Disponible en <https://www.grupoacs.com/accionistas-e-inversores/informe-anual/>

EL ECONOMISTA (2017): “*ACS ratifica su intención de lanzar una OPA a Abertis con la posible participación de Hochtief*”, Disponible en <http://www.eleconomista.es/construccion-inmobiliario/noticias/8626501/09/17/ACS-ratifica-su-intencion-de-lanzar-una-OPA-a-Abertis-con-la-posible-participacion-de-Hochtief.html> Fecha de consulta: 22 de Octubre de 2017

ENGINEERING NEWS RECORD, ENR (2017): “*ENR’s 2017 Top 250 International Contractors 1-100*”, Disponible en <https://www.enr.com/toplists/2017-Top-250-International-Contractors-1> Fecha de consulta: 22 de Junio de 2018

EUROCONSTRUCT (2018): “*Sumario del informe Euroconstruct. Junio de 2018*”, Instituto de Tecnología de la Construcción, Disponible en <https://itec.es/servicios/estudios-mercado/euroconstruct-sumario-ultimo-informe/> Fecha de consulta: 22 de Junio de 2018

EXPANSIÓN (2018): “*ACS-Hochtief lanza una orden sostenida de compra por el 5,31% de Abertis que no controla*”, Disponible en <http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2018/06/20/5b2a83a4268e3e353b8b45d7.html> Fecha de consulta: 20 de Junio de 2018

HISPASAT (2017): “*Informe anual 2017*”, Disponible en <https://www.hispasat.com/es/sala-de-prensa/informacion-corporativa/informes-anuales>

HITT, M., KING, D., KRISHNAN, H., MAKRI, M., SCHIJVEN, M., SHIMIZU, K. y ZHU, H. (2012): “*Creating value through mergers and acquisitions: Challenges and opportunities*”, en Faulkner, D., Teerikangas, S., and Joseph, R. (eds) *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. Oxford: Oxford University Press, pp. 71-113.

HOCHTIEF (2017): “*Group report*”, Disponible en: https://www.hochtief.com/hochtief_en/604.jhtml?c=5406&y=2017

JIMÉNEZ, F.S., MÍGUEZ, A. (2017): “*La italiana Atlantia prepara una OPA por el 100% de Abertis para crear la mayor concesionaria del mundo*”, *El Economista*, Disponible en <http://www.eleconomista.es/mercados->



cotizaciones/noticias/8299472/04/17/Las-acciones-de-Abertis-suspendidas-de-cotizacion.html Fecha de consulta: 19 de Abril de 2018

MASCAREÑAS, J. (2002): “*Gestión de Activos de Renta Fija*”, Pirámide. Madrid. Capítulo 6.

MASCAREÑAS, J. y GONZÁLEZ, S. (2013): “*Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparado*”. Revista Universitaria Europea. N°19. Pp.: 87-112

MCINTYRE, C., SOBOLEWSKI, M. (2017): “*M&A recap & 2018 outlook: Engineering and Construction*”, PWC Disponible en: <http://usblogs.pwc.com/industrialinsights/2018/01/25/2017-ma-recap-2018-outlook-engineering-construction/> Fecha consulta: 27 de Junio de 2018

MERGERMARKET (2017): “*Changing tides: European M&A Outlook 2017*”, Disponible en <https://cms.law/INT/Publication/CMS-European-M-A-Outlook-2017>

43

MINISTERIO DE FOMENTO (2017): “*Mapas de tráfico*”, Disponible en https://www.fomento.gob.es/MFOM/LANG_CASTELLANO/ATENCION_CIUDADANO/INFORMACION_ESTADISTICA/Transporte/Carreteras/TraficoCarretera_Metodologia.htm

ONTOSO, L. M. (2017): “*Hispasat, la piedra en el zapato de la opa de Atlantia sobre Abertis*”, ABC, Disponible en https://www.abc.es/economia/abci-hispasat-piedra-zapato-atlantia-sobre-abertis-201705210126_noticia.html Fecha de consulta: 21 de Mayo de 2018

PONTHUS, J. (2018): “*Las fusiones y adquisiciones mundiales marcan récord de 2 billones de dólares en lo que va de 2018*”, Thomson Reuters, Disponible en <https://lta.reuters.com/article/businessNews/idLTAKCN1IN2MF-OU SLB>

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

SEGOVIA, E. (2017): “*Atlantia: pros y contras de elevar su oferta sobre Abertis por encima de la de Florentino*”, El Confidencial, Disponible en https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-11-20/atlantia-abertis-ac-s-elevar-opa-florentino_1480094/ Fecha de consulta: 20 Noviembre de 2017

UTRERA, E., ROSIQUE, C. (2017): “¿Cuánto podría ofrecer Atlantia por Abertis?”, Expansión, Disponible en <http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2017/04/20/58f7bc2b22601d08698b45ec.html> Fecha de consulta: 22 de Junio de 2018

NOTAS

¹ En primer lugar, debemos tener en cuenta que el sector de la construcción agrupa la edificación residencial, la edificación no residencial y la ingeniería civil. La edificación residencial engloba las viviendas licenciadas, iniciadas y acabadas que pueden ser unifamiliares o plurifamiliares. La construcción no residencial es el concepto utilizado para referirse a la construcción de oficinas, edificios para la salud, la educación, la industria y el comercio. Y, por último, la ingeniería civil, que es la parte que más nos interesa por el tema de este trabajo, define la construcción de infraestructuras de transporte (ferrocarril, carreteras), infraestructuras de comunicación, energía y obras hidráulicas.

² Clasificación basada en los ingresos generados fuera del país de origen de cada empresa en 2016.

³ Debido a los distintos métodos contables utilizados por Standard and Poor's y las propias empresas, las cifras de las cuentas anuales presentadas por las empresas pueden variar respecto a las utilizadas por Standard and Poor's.

⁴ Porcentaje de vehículos pesados y motocicletas y la intensidad diaria de vehículos extranjeros, según la definición del Ministerio de Fomento (2017).

⁵ La duración de la cartera es el plazo medio ponderado de la vida de los activos financieros que forman la cartera, utilizando como ponderación el valor actual de los flujos de caja proporcionados por los activos en cada periodo. (MASCAREÑAS, 2002) Aumentar la duración, supone para Abertis, disminuir la frecuencia de pago de los cupones de algunos bonos, dándole más capacidad de pago para sus deudas.

