

**Fusiones y adquisiciones: emisoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores como estrategia para la generación de valor**  
*Mergers and Acquisitions: companies listed on the Mexican Stock Exchange (BMV) like a strategy for value creation*

Esther Guadalupe Carmona Vega<sup>1</sup>

Universidad Autónoma de Ciudad Juárez (México)

Karla Rocío Landeros Rangel

Universidad Autónoma de Ciudad Juárez (México)

Juan Mascareñas Pérez-Iñigo

Universidad Complutense de Madrid (España)

Fecha de recepción: junio de 2015

Fecha de aceptación: julio de 2015

### Resumen

En la presente investigación se analizan las razones financieras de los casos sobre fusiones y adquisiciones (F&A) más significativos, realizándose el análisis con los estados financieros (2010-2012) de las emisoras seleccionadas antes y después de efectuada la operación. Se analiza el precio de mercado de la acción de acuerdo al rendimiento de los activos que poseen las empresas y a las expectativas de crecimiento, realizando para ello un mapa del valor de crecimiento donde se distribuyen las emisoras en cuatro zonas y se valora la estrategia seguida señalando las variables más prometedoras de cara a crear valor. Finalmente, con la ayuda del mapa de valor de crecimiento se puede observar que las empresas listadas en la BMV tienen resultados satisfactorios en su rendimiento y crecimiento, demostrando que las F&A son una estrategia empresarial exitosa para las empresas listadas en la BMV que optan por la generación de valor con las fusiones y adquisiciones.

Palabras clave: Estrategia empresarial, tipos de integración, análisis financiero, mapa del valor de crecimiento, creación de valor.

<sup>1</sup> Correo electrónico: [carmona74@yahoo.com](mailto:carmona74@yahoo.com)



**Abstract**

In the present investigation are analyzed financial ratios cases of mergers and acquisitions (M&A) most significant, performing the analysis with the financial statements of selected before broadcasters and after carried out the operation according to nine cases analyzed and thus show that companies listed on the Mexican Stock Exchange (BMV) created value through mergers and acquisitions during the period 2010-2012. In addition, the market price of the shares according to the performance of the assets held by companies and growth expectations, carrying out a map of the value of growth where the stations are divided into four areas and the strategy is analyzed values followed noting the most promising variables in order to create value. Finally, with the help of the map of value growth it can be seen that the companies listed on the BMV have satisfactory results in performance and growth, showing that M&A is a successful business strategy for companies listed on the Mexican Stock Exchange who choose generating value to mergers and acquisitions.

**Keywords:** Business strategy, types of integration, financial analysis, map the value of growth, value creation

## **Introducción**

Las empresas realizan las fusiones y adquisiciones con el fin de alcanzar objetivos estratégicos y económicos particulares, esto conlleva la unión de organizaciones con personalidades empresariales, culturas y sistemas de valores distintos, por lo tanto el éxito de las fusiones y adquisiciones está en cómo lleguen a integrarse.

En la actualidad una empresa deber ser competitiva si quiere permanecer en el mercado, para ello deben crear estrategias que le permitan hacer uso eficiente de sus recursos, esto a través del manejo óptimo y eficiente de los activos que se obtengan con una fusión o adquisición y que dé como resultado la creación de valor para el accionista.

Una empresa que decide que una fusión o adquisición es el mejor camino hacia el logro de sus objetivos, debe realizar un proceso muy complejo, que va desde la elección de candidato idóneo hasta la negociación con él, este trabajo permitirá conocer los puntos clave de dicho proceso.

Se considera que las fusiones y adquisiciones son convenientes, cuando el valor de la empresa combinada, es mayor al valor de las dos empresas independientes consideradas, cuando se logra que el resultado sea mayor a la suma de las partes, entonces se ha logrado un efecto sinérgico, que es uno de los propósitos de las fusiones y adquisiciones ya sean de tipo horizontal o vertical.

Un punto importante en el éxito de las fusiones y adquisiciones es conocer el tipo de integración que se alcanza con las mismas y que de lograrse de manera exitosa, dan como resultado la operación eficiente de la nueva empresa y por consiguiente la creación de valor, considerando los cuatro tipos de integración posterior a la adquisición.

Una vez analizados los pasos para llevar a cabo el proceso, los tipos de fusiones y adquisiciones, los tipos de integración y los beneficios que se pueden obtener, se presentan los casos prácticos que conforman el objeto de estudio de la investigación.

## **Planteamiento del problema**

Moyer, McGuigan y Kretlow (2005), afirman que el objetivo más ampliamente aceptado de una empresa es el de maximizar el valor de ésta para sus propietarios, es decir, maximizar la riqueza de los accionistas, la cual es medida por el valor de sus acciones en el mercado, dicho valor puede ser definido como el precio al que se venden y compran las acciones en

un mercado, de tal manera que la riqueza total de los accionistas equivale al número total de acciones multiplicado por el precio de mercado. Partiendo de lo anterior, es posible decir que una decisión financiera es compatible con el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas, cuando la decisión tomada por la empresa tiene por efecto elevar el precio de mercado de las acciones de la empresa, entonces se podrá efectuar, pero si no cumple el objetivo, no se deberá llevar a cabo.

Según Mascareñas (2011), una empresa tiene que ser competitiva, si quiere sobrevivir y continuar atendiendo a las partes involucradas. El destino a largo plazo de la empresa depende de la relación financiera que tiene con cada parte involucrada que tenga intereses en la empresa, como pueden ser los empleados, clientes, proveedores e inversionistas; para satisfacer sus demandas, la empresa tiene que generar recursos suficientes explotando sus negocios de un modo eficiente. El énfasis en el flujo de caja a largo plazo es la esencia del valor para el accionista, por consiguiente, una empresa que crea valor, no sólo beneficia a sus accionistas sino también el valor de todos los derechos de las partes involucradas, la creación del máximo valor posible será también el objetivo de realizar una fusión o adquisición.

Cuando se habla de una fusión, se habla de dos o más empresas jurídicamente independientes, que se comprometen a unir sus patrimonios para crear una nueva empresa, o que una de ellas crezca, cuando una de las empresas sobrevive se le denomina adquiriente y a las desaparecidas se les denomina adquiridas, en cambio cuando se habla de una adquisición, se habla de la compra por parte de una empresa de las acciones pertenecientes a otra empresa, sin necesidad de la unión de patrimonios.

De acuerdo con Sudarsanam (1996), una adquisición es un medio para alcanzar un fin, el fin que se persigue es el logro de los objetivos estratégicos del adquiriente, que pueden ser, el crecimiento de la empresa, ganar una ventaja competitiva, una ampliación del mercado o la disminución de riesgos; es aquí donde entra la estrategia empresarial, que se refiere al planteamiento de las actividades comerciales del grupo empresarial como un todo, con el propósito de alcanzar ciertos objetivos y se dirige a desarrollar un número de capacidades distintivas o capacidades esenciales y que la empresa sea capaz de traducir en una ventaja competitiva sostenible y a su vez, en valor agregado.

La estrategia empresarial es muy importante porque de ella depende el tipo de adquisición que se llevara a cabo y el perfil del candidato idóneo, además sólo cuando se tenga muy claro que la mejor forma de lograr los objetivos establecidos en la estrategia empresarial, es a través de la adquisición de una empresa o fusión con ella, es cuando se deberá seguir adelante.

Las fusiones y adquisiciones son un medio para alcanzar el crecimiento empresarial, aunque no son el único recurso para que las empresas lo logren. Por ejemplo, cuando se realiza una adquisición se compra un paquete de recursos y capacidades listos para su operación y el objetivo que se busca al adquirirlos, es el crecimiento y la expansión de los activos, ventas y participación en el mercado del adquirente, siendo uno de los propósitos fundamentales el aumento de la riqueza de los accionistas a través de adquisiciones dirigidas a crear una ventaja competitiva a largo plazo para el adquirente.

Dada la importancia de la creación de valor en las fusiones y adquisiciones, es conveniente analizar las empresas en México que utilizan las fusiones y adquisiciones como una alternativa estratégica para la obtención del máximo valor para el accionista, donde se conoce que tipo de estrategia empresarial formularon, que beneficios buscaron al lograr la integración y si estos fueron compatibles con el objetivo de la creación de valor.

## **Objetivos**

### **Objetivo general**

Analizar cómo las fusiones y adquisiciones son utilizadas por las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores como estrategia para la generación de valor.

### **Objetivos específicos**

Definir los aspectos teóricos referentes a las fusiones y adquisiciones y cómo éstas contribuyen a la generación de valor en las empresas.

Describir las principales estrategias empresariales utilizadas por las empresas que optan por las fusiones y adquisiciones para la generación de valor.

Analizar los casos llevados a cabo por las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores durante el periodo 2010 a 2012 y cómo éstas utilizan las fusiones y adquisiciones para la generación de valor.

### **Alcances y limitaciones**

#### **Alcances**

La presente investigación se enfoca solamente en el estudio de los pasos para llevar a cabo una fusión y adquisición, una vez estudiado este proceso, se analiza la forma en que las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores llevan a cabo dicho proceso, mostrando con este análisis si se logró el objetivo de la creación de valor o no.

Como parte del análisis de la creación de valor, se analiza la forma en que las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores gestionaron la creación de valor, derivada del valor de la acción con respecto al rendimiento de los activos de las empresas y a las expectativas de crecimiento empresarial esperado por el mercado y así mostrar el logro del objetivo de la creación de valor desde el punto de vista económico-financiero.

#### Limitaciones

La investigación es descriptiva y cuantitativa, ya que solo se cuenta con la información dada a conocer por las empresas al momento de concluir el proceso de fusión y adquisición, mostrando únicamente las principales ventajas obtenidas a través de las fusiones y adquisiciones, sin considerar la parte fiscal ya que en la parte teórica no se hace énfasis en ella.

Como la investigación se realiza a empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores, solo se toma en cuenta para el análisis de la creación de valor con la información financiera y bursátil publicada por las empresas en el periodo en el que se realizaron las fusiones y adquisiciones.

#### **Marco teórico**

Según Sudarsanam (1996), en una fusión las empresas se unen para combinar y compartir sus recursos con el fin de alcanzar objetivos comunes en donde los accionistas permanecen como propietarios conjuntos de la entidad fusionada; mientras que en una adquisición una empresa compra los activos o acciones de otra y los accionistas de la empresa adquirida dejan de ser los propietarios de la misma.

De manera que, de una fusión puede surgir una nueva entidad que abarque las empresas fusionadas, mientras que en una adquisición la empresa adquirida se convierte en subsidiaria de la adquirente.

#### Tipos de fusiones y adquisiciones que existen

Marín (2008), clasifica las fusiones y adquisiciones en tres categorías, la primera categoría son las fusiones horizontales, que son aquellas en las que se combinan dos empresas en la misma industria y en ocasiones de la misma línea de negocios.

La segunda categoría son las fusiones verticales, que son aquellas en las que se consolidan dos empresas en distintos niveles de la cadena productiva, la empresa adquirente integra sus operaciones de manera vertical de dos formas, con las fuentes de materia prima, lo que

se denomina hacia atrás; o buscando como conectarse directamente con el consumidor, en lo que se denomina hacia adelante. Con esto se busca tener más control sobre la cadena de valor.

La tercera categoría son conglomerados, que son aquellas donde se combinan empresas de diferentes industrias y líneas de negocios, buscando reducir los riesgos de la empresa adquirente como inversora. En la Tabla 1 se muestran los tipos de fusiones y adquisiciones mencionados y en qué consiste cada uno.

**Tabla 1**  
**Tipo de Fusiones y Adquisiciones**

|                      |  |
|----------------------|--|
| <b>Horizontales</b>  | Se combinan dos empresas en la misma industria y en ocasiones de la misma línea de negocios. |
| <b>Verticales</b>    | Se consolidan dos empresas en distintos niveles de la cadena productiva.                     |
| <b>Conglomerados</b> | Se combinan empresas de diferentes industrias y líneas de negocios.                          |

Elaboración propia con base en Marín (2008)

Las fusiones y adquisiciones de acuerdo con Marín (2008), también pueden dividirse en amistosas y hostiles. Cuando una adquisición se realiza con la aprobación de la alta dirección de la empresa adquirida se habla de una adquisición amistosa; en cambio, cuando la alta dirección de la empresa adquirida objeta alguna o todas las condiciones se habla de una adquisición hostil.

#### Creación de valor

Moyer y otros (2005) definen la creación de valor como la generación de la riqueza para los accionistas, la cual está representada por el precio de las acciones en el mercado, por lo tanto al buscar generar riqueza para los accionistas, se busca el incremento del precio de mercado de las acciones.

Irimia (2003) asegura que el objetivo financiero es maximizar el valor de mercado de las acciones de la empresa, que puede traducirse en la creación de valor en un determinado periodo mediante la adopción de políticas cuyos resultados, en orden al logro del objetivo, son cuantitativamente medibles con base en:

- 1 El aumento del valor de mercado de la empresa, que es el aumento del precio que el mercado está dispuesto a pagar por las acciones de la entidad en un periodo de tiempo.
- 2 El aumento de valor para los accionistas, que es la diferencia entre la riqueza que disponen al final e inicio de un periodo.
- 3 La creación de valor, donde la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad que los mismos exigen a las acciones para sentirse lo suficientemente remunerados.

Como complemento de lo anterior, Fernández (2000) afirma que para llegar a la creación de valor se debe definir: primero, el aumento de la capitalización bursátil; segundo, por el aumento del valor para los accionistas reflejado en la rentabilidad para los accionistas; y por último, la rentabilidad exigida a las acciones. Con base en lo anterior, la creación de valor es el aumento en el valor para los accionistas por encima de las expectativas que se reflejan en la rentabilidad exigida por estos.

#### Sinergia

Merton (2003) dice que existe sinergia si con la combinación de dos empresas, el valor de los activos de operación de la empresa combinada, es superior a la suma de los activos de operación de las dos empresas separadas. En esencia, el valor aumentará porque los factores de producción están organizados de manera más eficiente en la empresa combinada.

#### Tipos de sinergia

Mascareñas (2011) menciona que las posibles sinergias que pueden lograrse son las operativas, por complementariedad y las financieras. Las sinergias operativas se reflejan en los ahorros en costos derivados de las economías de escala como consecuencia de la mayor dimensión de la empresa resultante de la fusión o adquisición. Por lo que, las economías de escala se pueden dar en tres niveles:

- 1) En producto, que son las asociadas al volumen de un producto individual producido y vendido,
- 2) El de planta, que son las vinculadas a la totalidad de los productos obtenidos en una planta determinada y,
- 3) El de empresa, que son derivadas de la actividad desarrollada por la empresa en múltiples plantas.



Las sinergias por la complementariedad de recursos están relacionadas con la transferencia mutua de habilidades técnicas y directivas para la gestión de las empresas, y se producen cuando existe una gran diferencia de tamaño entre las empresas implicadas. Por ejemplo, esto ocurre cuando la empresa pequeña puede tener un producto único pero le falta la capacidad de producción y distribución para producirlo a gran escala, la empresa adquiriente puede desarrollar el producto desde el inicio porque le es más rápido y barato adquirir a la pequeña. Otro caso, es cuando la empresa grande tiene dificultad para encontrar buenos directivos o para entrenar a los que tiene, y decide adquirir una empresa pequeña de su mismo ramo que tenga una administración de alta calidad y competencia.

Dado lo anterior, en las economías de integración vertical que se dan específicamente en las fusiones o adquisiciones verticales, se encuentran beneficios tales como la reducción de costos de aprovisionamiento y de distribución, así como de control y organización con otras entidades. En este tipo de adquisición el adquiriente busca asegurarse de algún factor de producción del cual es fuertemente dependiente o la adquisición de economías de tecnología, reducción de costos de nóminas y la reducción de costos de comunicación y coordinación de producción.

Otro tipo de sinergias que pueden lograrse según Mascareñas (2011), son las financieras en donde dos empresas que se acaban de fusionar, tendrán más facilidades crediticias, la capacidad de endeudamiento de la empresa combinada será mayor y por otro lado una empresa de mayor tamaño resultante de una fusión, tiene mayores facilidades de acceso a los mercados de capitales, lo que hace que tenga menores costos de captación de recursos financieros porque es menos arriesgada que una más pequeña.

## **Tipos de estrategias**

### Estrategia empresarial

Bateman (2009), dice que una estrategia empresarial es en la que se identifica el conjunto de negocios, mercados o industrias en las que una empresa compite, así como la distribución de los recursos entre estas entidades. En cambio, define a la estrategia de negocios como las acciones más importantes con las cuales compite un negocio en una industria o mercado específico.

Por su parte, Robbins (2005), incluye tres estrategias empresariales: 1) La estrategia de integración horizontal, que es utilizada por la empresa para crecer, combinándose con otras empresas de la misma industria, combinando sus operaciones con la competencia, 2) La estrategia de estabilidad, que se caracteriza por la falta de un cambio significativo esto es

porque sus capacidades, recursos y competencias están en su límite y una expansión de sus operaciones pondría en peligro su futuro y 3) La estrategia de renovación, que es destinada a resolver debilidades de la organización que merman su desempeño, ésta se divide en dos, la estrategia de atrincheramiento que es de corto plazo y se sigue cuando los problemas de desempeño no son graves, en cambio cuando los problemas de desempeño son graves debe seguirse la estrategia de ajuste. En la Tabla 2 se muestran las estrategias empresariales mencionadas y en qué consiste cada una.

**Tabla 2**  
**Tipos de Estrategias Empresariales**

| <b>Estrategia Empresarial</b> | <b>Autor</b>                    | <b>Tipos</b>  | <b>Formas</b>   |
|-------------------------------|---------------------------------|---|---|
|                               | Bateman (2009)                  | Integración Vertical                                      | Negocios que producen partes o componentes de los productos de la empresa.                        |
|                               |                                 | Diversificación Concéntrica                               | Negocios de productos relacionados en mercados y actividades relacionadas.                        |
|                               |                                 | Diversificación de Conglomerado                           | Negocios de productos no relacionados o que participen en mercados y actividades no relacionadas. |
|                               |                                 | Concentración   | Se enfoca en un solo negocio que compite en una sola industria.                                   |
|                               | Robbins (2005)                  | Concentración   | Se enfoca en su principal línea de negocios y aumenta el número de productos que ofrece.          |
|                               |                                 | Integración Horizontal                                    | Se combina con otras empresas de la misma industria.  |
|                               |                                 | Integración Vertical                                      | Busca el control de insumos o productos.  |
|                               |                                 | Diversificación Relacionada                               | Negocios de sectores distintos pero afines.   |
|                               |                                 | Diversificación No Relacionada                            | Negocios de sectores distintos pero que no están relacionados.                                    |
|                               |                                 | Estabilidad   | Se caracteriza por la falta de un cambio significativo  |
|                               | Renovación Por Atrincheramiento | Se sigue cuando los problemas de desempeño no son graves. |   |
|                               | Renovación Por Ajuste           | Se sigue cuando los problemas de desempeño son graves.    |   |

Elaboración propia en base a Bateman (2009) y Robbins (2005)

### **Estrategia de negocios**

Bateman (2009) define a la estrategia de negocios como las acciones más importantes con las cuales compite un negocio en una industria o mercado específico. En cambio Robbins (2005) la define como la estrategia que pretende determinar cómo debe competir la empresa en sus negocios. Mientras que para Porter (2005) existen tres estrategias para lograr el desempeño superior sobre el promedio del sector industrial, que se pueden aplicar

a la estrategia de negocios de la empresa. En la Tabla 3 se muestran las estrategias de negocios mencionadas y en qué consisten.

Es necesario mencionar que una estrategia de negocios siempre debe estar apoyada por una estrategia funcional, que es la que se implementa en cada área funcional de la empresa, como finanzas, mercadotecnia, recursos humanos, investigación y desarrollo y producción.

**Tabla 3**  
**Tipos de Estrategias de Negocios**

|                               | <b>Autor</b>   | <b>Tipos de Estrategia</b>        | <b>Formas</b>   |
|-------------------------------|----------------|-----------------------------------|---|
| <b>Estrategia de Negocios</b> | Bateman (2009) | Estrategia de Costos Bajos        | Ser eficiente y ofrecer productos estándar y sin lujos.   |
|                               |                | Estrategia de Diversificación     | Ser única en una o más dimensiones de su industria o segmento de mercado  |
|                               | Porter (2005)  | Estrategia de Liderazgo en Costos | La empresa busca ser el productor de menor costo.   |
|                               |                | Estrategia de Diferenciación      | Ser única en su industria en algunos aspectos que son apreciados por los compradores.                                       |
|                               |                | Estrategia de Enfoque             | Se selecciona un grupo o un segmento del sector industrial y se ajusta la estrategia a servirlos con la exclusión de otros. |

Elaboración propia con base en Bateman (2009) y Porter (2005)

#### Tipos de integración

De acuerdo con Sudarsanam (1996) el proceso de integración es determinante y de mayor importancia para la creación de valor, el cual depende de la transferencia de capacidades estratégicas entre la empresa adquiriente y la adquirida.

**Tabla 4**  
**Tipos de Integración**

| <b>Tipo</b>                          | <b>Capacidades a Transferir</b> | <b>Forma</b>   |
|--------------------------------------|---------------------------------|--|
| <b>Absorción</b>                     | Recursos Operativos             | Implica una consolidación plena de las operaciones, organización y cultura de ambas empresas a lo largo del tiempo.  |
| <b>Preservación</b>                  | Administración General          | Fortalecer las capacidades de la empresa adquirida a través de una intervención prudente y limitada, mientras se permite a la empresa adquirida desarrollar y explotar sus capacidades al máximo.                        |
| <b>Simbiosis</b>                     | Técnicas Funcionales            | Las dos empresas coexisten en un principio pero, gradualmente se vuelven interdependientes y necesitan simultáneamente, protección y permeabilidad de las fronteras entre ambas empresas.                                |
| <b>Administración de portafolios</b> | Beneficios en tamaño            | La empresa adquiriente obtiene beneficios que provienen del tamaño de la empresa resultante, ya que este beneficio es mayor en comparación con el que tenían las dos empresas antes del proceso de fusión o adquisición. |

Elaboración propia con base en Sudarsanam (1996)

Existen cuatro fuentes generales de valor agregado, de las cuales tres implican la transferencia de capacidades entre empresas, estas tres requieren el agrupamiento de recursos operativos, o la transferencia de técnicas funcionales o bien administrativas en general; la cuarta se relaciona con el tamaño y se deriva del aumento de las dimensiones de la entidad resultante en relación de cómo eran las empresas antes de la fusión.

La lógica estratégica de creación de valor detrás de la adquisición determina el grado en que las capacidades de ambas empresas necesitan fusionarse en una sola estructura de organización o mantenerse dentro de los límites de cada una de ellas, se pueden mencionar cuatro tipos de integración posterior a la adquisición, que son la absorción, preservación, simbiosis y administración de portafolios. En la Tabla 4 se muestran los tipos de integración y en qué consisten.

El proceso de fusión y adquisición

Tanto Galpin (2001) como Ponce, Melijem y Cruz (2012) afirman que es necesario conocer los diversos elementos que convergen en el flujo continuo de una adquisición o fusión para entender y dar seguimiento correcto a la transacción en un contexto sistemático y enfocado en lograr una combinación de negocios en línea con la estrategia pre-definida, cualquiera que ésta sea: expansión, acceso a nuevos mercados y productos, clientes estratégicos, puntos de venta y distribución, tecnología, etc. Este modelo de flujo continuo consta de seis etapas, tal como se muestra en la Tabla 5.

**Tabla 5**  
**Etapas del Modelo de Flujo Continuo del Proceso en una Fusión o Adquisición**

| <b>Etapa</b>                       | <b>Definición del Proceso</b>  | <b>Implementación del Proceso</b>  |
|------------------------------------|--|--|
| <b>Primera Etapa:<br/>Formular</b> | La empresa debe determinar tanto sus objetivos de negocio como su estrategia empresarial de una manera clara y racional y así con el fin de describir el tipo de empresa objetivo, se deberán establecer criterios específicos que estén basados en los objetivos y estrategia empresarial que se busca conseguir por medio de esa fusión o adquisición. | Dichos criterios deben expresarse en términos de metas, tales como participación de mercado, ubicación, nuevos productos o tecnologías en esta etapa se consideran todos los aspectos estratégicos, así como también los planes de acción específicos para su puesta en marcha y el análisis de posibles riesgos.<br><br>Cuando la respuesta a la estrategia es una fusión o adquisición se definen los siguientes criterios: <ul style="list-style-type: none"><li>• Motivación. Estratégica o financiera.</li><li>• Estructura de combinación de negocios: Fusión o adquisición.</li><li>• Fuentes de capital: Cómo se financia la adquisición.</li><li>• Sinergias y beneficios: Mayor participación en el mercado o reducción de costos de producción.</li><li>• Riesgos: Conflicto de intereses de clientes y proveedores.</li><li>• Quienes participan en el proceso estratégico: directores, recursos humanos o asesores externos.</li><li>• Candidatos para combinación de negocios: Empresas con productos complementarios o eliminación de competidores.</li><li>• Diferencias culturales y prácticas de negocios.</li></ul> |

## Fusiones y adquisiciones: emisoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores como estrategia para la generación de valor

|   |  |   |
|---|--|---|
| <p><b>Segunda Etapa:<br/>Ubicar</b></p>               | <p>Una vez que el esquema de estrategia ha sido establecido y clarificado, la búsqueda de la empresa objetivo seguirá un camino mucho más cerrado; un análisis preliminar tanto de carácter financiero como operativo, dará paso a conversaciones iniciales que tendrán como fin la identificación de posibles sinergias y definirán los parámetros iniciales del acuerdo, así como también sus términos y condiciones.</p>  | <p>Aquí es donde se desarrolla un perfil del posible candidato, que servirá para la búsqueda de la empresa objetivo para después seleccionar a la empresa objetivo que mejor se adapte a la estrategia empresarial y criterios establecidos y que además permita lograr las sinergias identificadas.</p>  |
| <p><b>Tercera Etapa:<br/>Evaluar e Investigar</b></p> | <p>Se apoya en el proceso de due diligence para explorar cada aspecto posible de la empresa objetivo, en tanto detalle como sea practico.</p> <p>Antes de llegar al acuerdo definitivo, el proceso de due diligence debe ser ejecutado en los terrenos financieros, operativos, legales, de entorno, culturales y estratégicos.</p>  | <p>Los resultados que se desprendan del proceso de due diligence se utilizarán para fijar los parámetros de negociación, para determinar el precio de oferta y para proporcionar la base de las recomendaciones iniciales de integración.</p>   |
| <p><b>Cuarta Etapa:<br/>Negociar y Ejecutar</b></p>   | <p>Se incluyen los pasos y requisitos del proceso necesarios para llegar a un acuerdo definitivo, los equipos de negociación serán instruidos por los equipos de due diligence; de forma conjunta con los ejecutivos formularán la estrategia final de negociación para todos los términos y condiciones del acuerdo.</p> <p>Se establecen los términos y condiciones para alcanzar un acuerdo definitivo entre las partes interesadas en combinar un negocio ya sea fusionarlo o adquirirlo, el resultado es el contrato de adquisición o el acuerdo de fusión, así como también el tratamiento contable de la adquisición de un negocio.</p> | <p>Aquí es donde entra la valoración de la empresa objetivo, el valor que el comprador le asigna a su objetivo establece el precio máximo a que el adquirente está en posibilidad de ofrecer como pago a los accionistas, el valor de ésta, desde el punto de vista del oferente, es la suma de su valor individual, previo a la oferta, más el valor incremental que el comprador espera agregar a los activos de la empresa objetivo, éste será el resultado de una operación más eficiente de la empresa objetivo o de sinergias entre las dos empresas.</p>                     |
| <p><b>Quinta Etapa:<br/>Integrar</b></p>              | <p>Debe estar adecuada al cliente en cada organización y adaptada a cada acuerdo específico, este es el proceso real de planificación y puesta en marcha de la nueva empresa con sus procesos, sus personas, su tecnología y sus sistemas.</p> <p>En esta etapa son formulados, comunicados e implementados los planes de integración de gente, procesos y recursos, se tiene como propósito conciliar cualquier discrepancia entre las culturas; desde planes de compensaciones y beneficios, estilos gerenciales, prácticas corporativas y de operación.</p>   | <p>A la hora de determinar cómo resolver los múltiples problemas que puede surgir en esta etapa, las empresas que van a fusionarse deben considerar cuidadosamente puntos como: a qué ritmo debe llevarse a cabo la integración, cuántos inconvenientes se crearán y cómo éstos pueden minimizarse, de qué manera se puede contribuir a que las personas se continúen enfocando en los clientes, la seguridad y las operaciones diarias y cómo se puede lograr una mejor comunicación con los grupos de interés como, accionistas, empleados, clientes y el público en general.</p> |
| <p><b>Sexta Etapa:<br/>Desincorporación</b></p>       | <p>Representa la disposición o venta de un negocio o sus activos que no resulta estratégico para una entidad, pero que si lo es para otra.</p>   | <p>Como parte natural del ciclo de los negocios, las estrategias de desincorporación consisten en la escisión, venta, disposición, intercambio, cierre o liquidación de un negocio, algunas de sus divisiones o la venta de sus activos netos; con el fin de enfocarse en el negocio principal como medio para mejorar su desempeño operativo.</p>  |

Elaboración propia con base en Galpin (2001) y Ponce y otros (2012)

## **Metodología**

### Tipo de estudio, muestra e hipótesis

Se efectuó un estudio descriptivo y exploratorio, utilizando como muestra las emisoras listadas en la Bolsa Mexicana de Valores que han conformado el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) del 2010 al 2012, y que durante este periodo han realizado fusiones y adquisiciones.

Para la selección de los casos de estudio, se utilizó una muestra no probabilística e intencionada, es decir, una muestra dirigida, en donde la selección de elementos depende del criterio del investigador. Los nueve casos de estudio, que fueron seleccionados como los más significativos sobre las fusiones y adquisiciones que acontecieron durante el periodo 2010-2012, se muestran en la Tabla 6.

**Tabla 6**  
**Casos de Estudio sobre F&A del 2010-2012**

| <b>Emisora</b>                               | <b>Tipo de Operación</b> |
|--|--------------------------|
| 1. Arca Continental, S.A.B. de C.V.          | Adquisición              |
| 2. Alfa, S.A.B. de C.V.                      | Adquisición              |
| 3. Asea, S.A.B. de C.V.                      | Adquisición              |
| 4. Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.               | Adquisición              |
| 5. Coca Cola Femsa, S.A.B. de C.V.           | Fusión                   |
| 6. Grupo Financiero Banorte, S.A.B de C.V.   | Fusión                   |
| 7. Mexichem, S.A.B. de C.V.                  | Adquisición              |
| 8. Grupo Modelo, S.A.B. de C.V.              | Adquisición              |
| 9. Fomento Económico Mexicano, S.A.B.de C.V. | Adquisición              |

Elaboración propia

Debido a que el estudio se enfoca en mostrar cómo los nueve casos presentados sobre las fusiones y adquisiciones realizadas por las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores permiten la generación de valor, está basado en la siguiente hipótesis:

H<sub>0</sub>- Las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores crean valor a través de las fusiones y adquisiciones que realizan.

Para afirmar lo que la hipótesis nula plantea, se realiza en primer lugar un análisis de razones financieras de los estados financieros de las empresas antes y después de realizada la operación (F&A), para demostrar que las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores crean valor a través de sus fusiones y adquisiciones.

En segundo lugar, para sustentar lo anterior, desde el contexto del comportamiento del

mercado financiero mexicano, especialmente el de renta variable, se elabora un mapa del valor de crecimiento de las emisoras seleccionadas que se utiliza como la herramienta de diagnóstico para valorar la necesidad de reconsiderar la estrategia seguida y señalar las variables más prometedoras de cara a crear valor.

Las Tablas 7 y 8 muestran las variables analizadas en la investigación incluyendo su definición conceptual, operacional, indicadores y las preguntas que las sustentan. Homogenización de las variables.

**Tabla 7**  
**Operacionalización de la variable independiente**

| Variable Independiente                                  | Definición Conceptual   | Definición Operacional por tipo de F&A   | Indicadores   | Preguntas   |
|---|---|--|---|---|
| <b>Fusión</b><br><br><b>o</b><br><br><b>Adquisición</b> | Una fusión consiste en el acuerdo de dos o más sociedades jurídicamente independientes que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad. | Horizontales: empresas con actividades relacionadas.   | Las empresas objetivo pertenecen a:<br>• La misma industria.<br>• La misma línea de negocios o negocios complementarios.  | ¿Las empresas objetivo pertenecen a la misma industria?<br>¿Las empresas objetivo comparten la misma línea de negocios?   |
|   |   | Verticales: se integran las operaciones hacia las fuentes de materia prima o hacia el consumidor.              | Las empresas objetivo son:<br>• Proveedoras de materia prima.<br>• Distribuidoras.  | ¿Las empresas objetivo corresponden a distinto nivel de la cadena productiva?   |
|   |   | Conglomerado: se combinan empresas de diferentes industrias para dispersar riesgos.                            | Las empresas objetivo pertenecen a:<br>• Diferente industrias<br>• Diferentes líneas de negocios.   | ¿Qué tipo de fusión vertical se trata?<br>¿Existe similitud entre las líneas de negocios?   |
|   | Una adquisición consiste en la compra por parte de una empresa de las acciones pertenecientes a otra empresa, sin necesidad de la unión de patrimonios.         | Horizontales: se combinan dos empresas en la misma industria y en ocasiones de la misma línea de negocios.     | Las empresas objetivo pertenecen a:<br>• Misma industria<br>• Misma línea de negocios o negocios complementarios.   | ¿Las empresas adquiridas pertenecen a la misma industria?<br>¿Las empresas adquiridas tienen en común la misma línea de negocios?                                       |
|   |   | Verticales: se consolidan dos empresas en distintos niveles de la cadena productiva.                           | Las empresas objetivo son:<br>• Proveedoras de materia prima o tecnología<br>• Distribuidoras.  | ¿Las empresas adquiridas permiten asegurar algún insumo o tecnología?<br>¿Las empresas adquiridas permiten colocar más fácilmente los productos a los clientes finales? |
|   |   | Conglomerado<br>Se combinan empresas de diferentes industrias y líneas de negocios.<br>Proceso de negociación. | Las empresas objetivo pertenecen a:<br>• Distintas industrias<br>• Distintas líneas de negocios.<br>• Sucesos más importantes dados a conocer.<br>• Transferencias y transacciones financieras más importantes. | ¿Se obtiene diversificar el riesgo en la cartera de negocios?<br>¿Cómo se llevó a cabo el proceso?<br>¿Cómo fue pagada la operación?                                    |

Elaboración propia

**Tabla 8**  
**Operacionalización de la variable dependiente**

| Variable Dependiente | Definición Conceptual  | Definición Operacional  | Indicadores  | Preguntas  |
|----------------------|--|---|--|--|
| Creación de valor    | Consiste en elevar el precio de mercado de la acción, con base en las expectativas de crecimiento de la empresa y el rendimiento de los activos que posee. | El rendimiento de los activos que posee la empresa es superior al promedio del mercado. | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los gestores excelentes del valor.</li> <li>• Los tradicionalistas.</li> <li>• Los constructores de expectativas.</li> <li>• Los gestores de valor basado en el activo.</li> <li>• Los gestores excelentes del valor.</li> <li>• Los constructores de expectativas.</li> <li>• Los tradicionalistas.</li> <li>• Los gestores de valor basado en el activo.</li> </ul> | ¿En los gestores excelentes del valor el rendimiento y el crecimiento superan al promedio del mercado? |
|                      |  | El rendimiento de los activos que posee la empresa es inferior al promedio del mercado. |  | ¿En los constructores de expectativas sólo el crecimiento supera al promedio del mercado?              |
|                      |  | Las expectativas de crecimiento de la empresa son superiores al promedio del mercado.   |  | ¿Cómo es representando el rendimiento en el mapa del valor del crecimiento?                            |
|                      |  | Las expectativas de crecimiento de la empresa son inferiores al promedio del mercado.   |  | ¿En los tradicionalistas sólo el rendimiento supera al promedio del mercado?                           |

Elaboración propia

Dado que el objetivo general de la investigación se basa en demostrar si las emisoras seleccionadas como casos de estudio generaron valor financiero y bursátil con las F&A realizadas durante el periodo 2010 a 2012; Mascareñas (2001), menciona que deben tomarse en cuenta los “*ratios de rendimiento actual y crecimiento accionario*” para elaborar una herramienta de diagnóstico conocida como “*mapa del valor de crecimiento*”, que permita a los tomadores de decisiones conocer las necesidades financieras de la empresa y las estrategias para enfrentarlas

Para elaborar el mapa es importante establecer los valores de rendimiento actual y crecimiento, homogeneizando ambas variables a través del “ratio precio-valor contable” utilizando el precio de mercado de las emisoras que dependen principalmente de sus expectativas de crecimiento y de aquellas que su valor se basa fundamentalmente en el rendimiento sobre los activos que poseen actualmente. Por tanto, la razón “precio-valor contable” considera que el precio de las acciones se descompone en dos partes:

En primer lugar, la parte que denota un crecimiento nulo también conocido como valor estable, que se obtiene dividiendo la última utilidad por acción (UPA) después de impuestos entre el costo del capital propio. Para ello se aplica la Ecuación 1:

(1)

$$P_0 = \frac{UPA}{k}$$



En segundo lugar, la parte que corresponde al crecimiento esperado de la empresa, conocido como “valor actual de las oportunidades de crecimiento (VAOC), se calcula restandole al precio de mercado el valor de la acción con crecimiento nulo, tal como se aprecia en la Ecuación 2:

$$VAOC = P_0 - (UPA/k) \quad (2)$$

De manera que, para el cálculo del capital propio ( $k$ ) que se requiere para la aplicación de ambas ecuaciones, es necesario utilizar la Ecuación 3:

$$k = TLR + (Rm - TLR) * \beta_j \quad (3)$$

Siendo  $TLR$  la tasa libre de riesgo (Tasa CETE);  $Rm$  es el rendimiento del mercado (Índice de Precios y Cotizaciones);  $(Rm - TLR)$  es la prima de riesgo del mercado y  $\beta_j$  es el coeficiente de volatilidad (beta) del título valor.

Ahora bien, dado que ciertas empresas dependen de sus expectativas de crecimiento, y otras en las que su valor se basa en el rendimiento sobre los activos que poseen actualmente, es necesario homologar sus precios utilizando la razón “precio a valor contable” dividiendo el precio de mercado entre el valor contable accionario (VCA), tal como se aplica la Ecuación 4:

$$\frac{P_0}{VCA} = \frac{UPA/k}{VCA} + \frac{VAOC}{VCA} \quad (4)$$

Siendo  $\frac{UPA/k}{VCA}$  lo que se denomina “rendimiento actual”, mientras que  $\frac{VAOC}{VCA}$  lo que se denomina “crecimiento”.

#### Mapa del valor de crecimiento

Es la herramienta de diagnóstico que se utiliza para valorar la necesidad de reconsiderar la estrategia seguida y señalar las variables más prometedoras de cara a crear valor. El mapa del valor del crecimiento se grafica en base a una plantilla elaborada en Excel con los datos señalados anteriormente y sobre este se ubican las posiciones que ocupan las emisoras seleccionadas. En el eje horizontal (abscisas) se representa el “rendimiento actual” y en el eje vertical (ordenadas) “crecimiento” (Mascareñas, 2001).

El mapa de valor del crecimiento se subdivide en cuatro zonas, dentro de las cuales se distribuyen las emisoras seleccionadas. A continuación se describen las características de cada zona que conforma el mapa de valor del crecimiento:

- a) Los excelentes gestores del valor. El mercado espera de ellos que superen sus referencias en rentabilidad y crecimiento. Es decir, su rendimiento actual es superior a la media del mercado lo mismo que su crecimiento esperado.
- b) Los constructores de expectativas. El mercado espera de ellos utilidades a corto plazo relativamente bajas, pero cree que tienen expectativas de crecimiento realmente importantes. Es decir, su crecimiento es superior a la media del mercado.
- c) Los tradicionalistas. Su precio descansa fuertemente en el rendimiento actual de sus activos y el mercado valora pobremente sus expectativas de crecimiento, de hecho. Es decir, su rendimiento actual es superior a la media del mercado.
- d) Los gestores del valor basado en el activo. Las empresas que tienen valores bajos del rendimiento actual y del crecimiento, es decir, su rendimiento actual es inferior a la media del mercado lo mismo que su crecimiento esperado.

### **Diseño del experimento**

El tipo de estudio que se realiza es no experimental, porque de acuerdo a lo mencionado por Hernández, Fernández y Baptista (2010), es aquel que se realiza sin manipular deliberadamente variables, por lo que la finalidad de este trabajo de investigación consiste en analizar la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores a través de las fusiones y adquisiciones.

Además es un estudio exploratorio porque de acuerdo con Hernández, et al. (2010), es aquel que se realiza con el objetivo de examinar un tema o problema de investigación poco estudiado o que no ha sido abordado antes, tal como lo señala el mapa de valor de crecimiento de los casos más recientes y representativos sobre fusiones y adquisiciones en México durante el 2010-2012, mostrando la creación o destrucción de valor con base en el análisis financiero fundamental y el de los ratios de crecimiento y rendimiento actual en las operaciones de renta variable a mercado abierto.

### **Resultados**

#### Análisis de razones financieras

Con la información obtenida de los casos de estudio y con los estados financieros de las empresas que los llevaron a cabo, se realizó el análisis de las razones financieras con fecha previa y posterior a la fusión o adquisición, esto para analizar la situación de las empresas antes y después de realizar la operación, lo que permitió determinar la contribución que tuvo la fusión o adquisición realizada en la creación de valor en las operaciones bursátiles de las emisoras en el mercado bursátil mexicano, tal como se muestra en las Tablas 9, 10 y 11.

**Tabla 9**  
**Análisis de Razones financieras de Arca, Alfa y Alesa**

| Arca Continental, S.A.B de C.V.             |                      | Alfa, S.A.B de C.V.                  |                      | Alesa, S.A.B de C.V                  |                      |
|---|----------------------|--------------------------------------|----------------------|--------------------------------------|----------------------|
| <b>Razones de liquidez</b>                  |                      | Razones de liquidez                  |                      | Razones de liquidez                  |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 0%  | 100%                 | 100%                                 | 0%                   | 0%                                   | 100%                 |
| <b>Razones de administración de activos</b> |                      | Razones de administración de activos |                      | Razones de administración de activos |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 33.33%                                      | 66.67%               | 33.33%                               | 66.67%               | 66.67%                               | 33.33%               |
| <b>Razones de apalancamiento financiero</b> |                      | Razones de apalancamiento financiero |                      | Razones de apalancamiento financiero |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 66.67%                                      | 33.33%               | 100%                                 | 0%                   | 100%                                 | 0%                   |
| <b>Razones de rentabilidad</b>              |                      | Razones de rentabilidad              |                      | Razones de rentabilidad              |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación valor    | Creación de Valor                    | No creación valor    |
| 25%   | 75%                  | 100%                                 | 0%                   | 100%                                 | 0%                   |
| <b>Razones basadas en el mercado</b>        |                      | Razones basadas en el mercado        |                      | Razones basadas en el mercado        |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 100%  | 0%                   | 100%                                 | 0%                   | 100%                                 | 0%                   |
| <b>Razones de políticas de dividendos</b>   |                      | Razones de políticas de dividendos   |                      | Razones de políticas de dividendos   |                      |
| Creación de valor                           | No creación valor    | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 0%  | 100%                 | 0%                                   | 100%                 | 100%                                 | 0%                   |

Elaboración propia

**Tabla 10**  
**Análisis de Razones Financieras de Bimbo, Coca Cola y Banorte**

| Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.                 |                      | Coca Cola Femsá, S.A.B de C.V        |                      | Grupo Financiero Banorte, S.A.B de C.V. |                      |
|---|----------------------|--------------------------------------|----------------------|---|----------------------|
| <b>Razones de liquidez</b>                  |                      | Razones de liquidez                  |                      | Razones de liquidez                     |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                       | No creación de valor |
| 0%  | 100%                 | 100%                                 | 0%                   | 100%                                    | 0%                   |
| <b>Razones de administración de activos</b> |                      | Razones de administración de activos |                      | Razones de administración de activos    |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                       | No creación de valor |
| 0%  | 100%                 | 100%                                 | 0%                   | 100%                                    | 0%                   |
| <b>Razones de apalancamiento financiero</b> |                      | Razones de apalancamiento financiero |                      | Razones de apalancamiento financiero    |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                       | No creación de valor |
| 33.33%                                      | 66.67%               | 0%                                   | 100%                 | 100%                                    | 0%                   |
| <b>Razones de rentabilidad</b>              |                      | Razones de rentabilidad              |                      | Razones de rentabilidad                 |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                       | No creación de valor |
| 0%  | 100%                 | 100%                                 | 0%                   | 0%                                      | 100%                 |
| <b>Razones basadas en el mercado</b>        |                      | Razones basadas en el mercado        |                      | Razones basadas en el mercado           |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                       | No creación de valor |
| 100%  | 0%                   | 100%                                 | 0%                   | 0%                                      | 100%                 |
| <b>Razones de políticas de dividendos</b>   |                      | Razones de políticas de dividendos   |                      | Razones de políticas de dividendos      |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor | Creación de valor                       | No creación de valor |
| 50%   | 50%                  | 50%                                  | 50%                  | 50%                                     | 50%                  |

Elaboración propia

**Tabla 11**  
**Análisis de Razones Financieras de Mexichem, Femsa y Modelo**

| Mexichem, S.A.B de C.V.                     |                      | Fomento Económico Mexicano, S.A.B de C.V |                      | Grupo Modelo, S.A.B de C.V.          |                      |
|---|----------------------|--|----------------------|--------------------------------------|----------------------|
| <b>Razones de liquidez</b>                  |                      | Razones de liquidez                      |                      | Razones de liquidez                  |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                        | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 100%  | 0%                   | 100%                                     | 0%                   | 0%                                   | 100%                 |
| <b>Razones de administración de activos</b> |                      | Razones de administración de activos     |                      | Razones de administración de activos |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                        | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 0%  | 100%                 | 66.67%                                   | 33.33%               | 100%                                 | 0.00%                |
| <b>Razones de apalancamiento financiero</b> |                      | Razones de apalancamiento financiero     |                      | Razones de apalancamiento financiero |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                        | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 66.67%                                      | 33.33%               | 100%                                     | 0%                   | 100%                                 | 0%                   |
| <b>Razones de rentabilidad</b>              |                      | Razones de rentabilidad                  |                      | Razones de rentabilidad              |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                        | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 75%   | 25%                  | 75%                                      | 25%                  | 50%                                  | 50%                  |
| <b>Razones basadas en el mercado</b>        |                      | Razones basadas en el mercado            |                      | Razones basadas en el mercado        |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                        | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 50%   | 50%                  | 0%                                       | 100%                 | 100%                                 | 0%                   |
| <b>Razones de políticas de dividendos</b>   |                      | Razones de políticas de dividendos       |                      | Razones de políticas de dividendos   |                      |
| Creación de valor                           | No creación de valor | Creación de valor                        | No creación de valor | Creación de valor                    | No creación de valor |
| 100%  | 0%                   | 50%                                      | 50%                  | 100%                                 | 0%                   |

Elaboración propia

Para complementar el análisis comparativo que se realizó de las razones financieras antes y después de haberse realizado la fusión y adquisición, se aplicó el sistema de análisis DuPont. De acuerdo con Gitman (2012), la empresa tiene la posibilidad de desglosar su rendimiento sobre el capital contable en un componente de utilidad sobre las ventas, en un componente de eficiencia en la utilización de activos y en un componente de uso de apalancamiento financiero. Por lo tanto, se analiza el rendimiento total para los propietarios en esas tres importantes dimensiones.

Para relacionar el rendimiento sobre los activos con el rendimiento sobre el capital contable de la empresa con multiplicador de apalancamiento financiero, se aplican las fórmulas mostradas en el Cuadro 1.

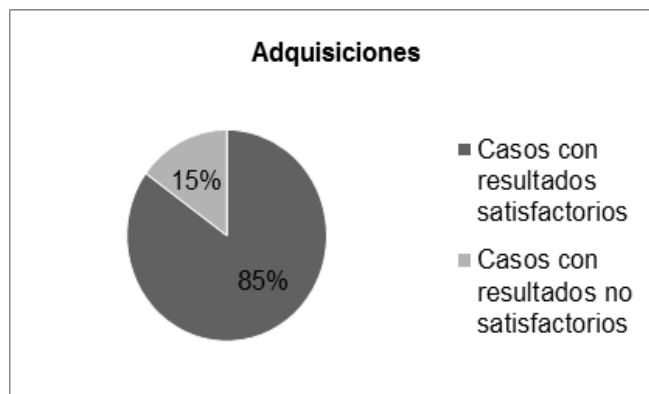
**Cuadro 1**  
**Componentes del Sistema de Análisis Dupont**

|                                       |  |   |  |   |   |
|---------------------------------------|--|---|--|---|---|
| Formula DuPont:                       |  |   |  |   |   |
| Rendimiento sobre los activos         | $\frac{\text{Utilidad neta después de impuestos}}{\text{Ventas}}$          | x | $\frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}}$           | = | $\frac{\text{Utilidad neta después de impuestos}}{\text{Activos totales}}$  |
| Formula Modificada DuPont:            |  |   |  |   |   |
| Rendimiento sobre el capital contable | $\frac{\text{Utilidad neta después de impuestos}}{\text{Activos totales}}$ | x | $\frac{\text{Activos totales}}{\text{Capital contable}}$ | = | $\frac{\text{Utilidad neta después de impuestos}}{\text{Capital contable}}$ |

Elaboración propia con base en Gitman (2012)

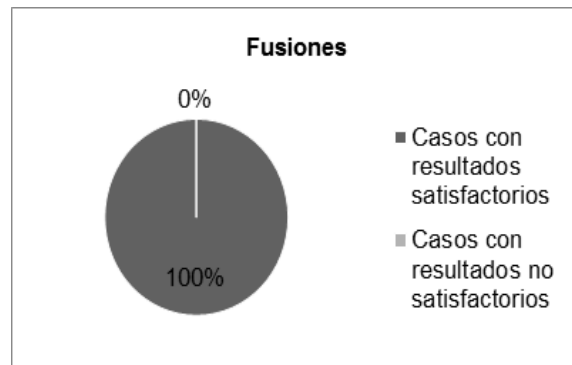
Con el análisis de las razones financieras y el sistema de análisis DuPont se observa que el 89 % de los casos analizados arrojaron resultados satisfactorios para la creación de valor, como se observa en las Gráficas 1, 2 y 3, entendiéndose como *resultados satisfactorios* que la mayoría de las emisoras aumentaron el valor de sus razones financieras y el análisis Dupont después de haber llevado a cabo la fusión y adquisición en comparación con el periodo tomado como base, es decir, antes de realizar la F&A.

**Gráfica 1**  
**Casos de adquisiciones con resultados**



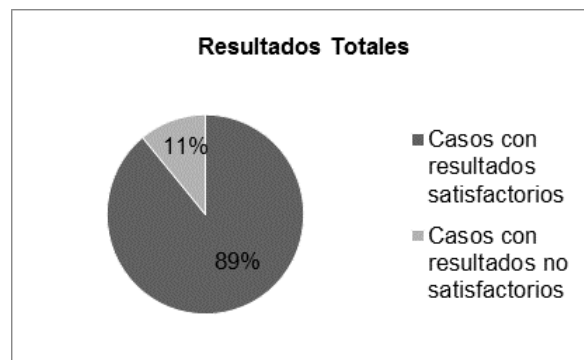
Elaboración propia

**Gráfica 2**  
**Casos de fusiones con resultados satisfactorios para la creación de valor**



Elaboración propia

**Gráfica 3**  
**Total de casos con resultados satisfactorios para la creación de valor**



Elaboración propia

Análisis de la creación de valor

Para el análisis de la creación de valor, fue necesario obtener de los estados financieros de las emisoras analizadas con fecha previa y posterior a la realización de la fusión o adquisición, las utilidades por acción y el valor contable accionario, así como el precio de mercado de las emisoras seleccionadas, la Tabla 12 muestra la información obtenida.

**Tabla 12**  
**Precio, utilidad por acción y valor contable accionario obtenido de las emisoras seleccionadas**

| Emisora                         | Posición  | Periodo | Precio | UPA  | VCA   |
|---------------------------------|-----------|---------|--------|------|-------|
| <b>Heineken-Femsa</b>           | Pre-Adq.  | 2009    | 44.65  | 0.55 | 4.56  |
| <b>Heineken-Femsa</b>           | Post-Adq. | 2010    | 59.28  | 2.25 | 6.56  |
| <b>Femsa-Fomento Queretano</b>  | Pre-Fus.  | 2011    | 104.62 | 5.72 | 45.34 |
| <b>Femsa-Fomento Queretano</b>  | Post-Fus. | 2012    | 151.53 | 6.62 | 50.06 |
| <b>Arca Continental-Petstar</b> | Pre-Adq.  | 2010    | 19.02  | 3.26 | 21.49 |
| <b>Arca Continental-Petstar</b> | Post-Adq. | 2011    | 42.30  | 3.67 | 22.48 |
| <b>Alfa-JLFrench</b>            | Pre-Adq.  | 2011    | 15.56  | 0.98 | 8.4   |
| <b>Alfa-JLFrench</b>            | Post-Adq. | 2012    | 20.88  | 1.74 | 10.11 |
| <b>Alsea-Italcafé</b>           | Pre-Adq.  | 2011    | 11.75  | 0.33 | 4.96  |
| <b>Alsea-Italcafé</b>           | Post-Adq. | 2012    | 18.0   | 0.57 | 6.57  |
| <b>Bimbo-Sara Lee</b>           | Pre-Adq.  | 2010    | 24.19  | 4.59 | 37.17 |
| <b>Bimbo-Sara Lee</b>           | Post-Adq. | 2011    | 26.05  | 1.13 | 10.28 |
| <b>Banorte-Grupo Ixe</b>        | Pre-Fus.  | 2010    | 49.47  | 3.32 | 22.85 |
| <b>Banorte-Grupo Ixe</b>        | Post-Fus. | 2011    | 49.15  | 3.79 | 30.45 |
| <b>Mexichem-Wavin</b>           | Pre-Adq.  | 2011    | 43.47  | 1.5  | 13.37 |
| <b>Mexichem-Wavin</b>           | Post-Adq. | 2012    | 54.69  | 2.51 | 20.21 |
| <b>AB-Modelo</b>                | Pre-Adq.  | 2011    | 69.18  | 3.69 | 25.30 |
| <b>AB-Modelo</b>                | Post-Adq. | 2012    | 99.46  | 3.81 | 24.50 |

Elaboración propia con base en los datos de Arca Continental S.A.B. de C.V. (2013), Alfa S.A.B. de C.V. (2013), Alsea S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Bimbo S.A.B. de C.V. (2013), Fomento Económico Mexicano S.A.B de C.V. (2013), Grupo Financiero Banorte S.A.B de C.V. (2013), Mexichem S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Modelo S.A.B. de C.V. (2013) y Yahoo Finance (2013).

El siguiente paso fue calcular el costo de capital propio denotado por “*k*”, para ello se utilizó la Ecuación 3. La Tabla 13 muestra los valores obtenidos con la aplicación de dicha ecuación.



**Tabla 13**  
**Cálculo del costo de capital propio (k) de las emisoras seleccionadas**

| Emisora                  | Periodo | Beta | TLR   | Prima de riesgo | K      |
|--------------------------|---------|------|-------|-----------------|--------|
| Heineken-Femsa           | 2009    | 0.11 | 5.83% | 5.84%           | 6.44%  |
| Heineken-Femsa           | 2010    | 0.61 | 4.86% | 4.79%           | 7.80%  |
| Femsa-Fomento Queretano  | 2011    | 0.44 | 4.66% | 4.67%           | 6.73%  |
| Femsa-Fomento Queretano  | 2012    | 0.23 | 4.63% | 4.57%           | 5.67%  |
| Arca Continental-Petstar | 2010    | 0.26 | 4.86% | 4.79%           | 6.10%  |
| Arca Continental-Petstar | 2011    | 0.66 | 4.66% | 4.67%           | 7.74%  |
| Alfa-JLFrench            | 2011    | 0.59 | 4.66% | 4.67%           | 7.42%  |
| Alfa-JLFrench            | 2012    | 1.11 | 4.63% | 4.57%           | 9.68%  |
| Alesa-Italcafé           | 2011    | 0.77 | 4.66% | 4.67%           | 8.27%  |
| Alesa-Italcafé           | 2012    | 0.69 | 4.63% | 4.57%           | 7.80%  |
| Bimbo-Sara Lee           | 2010    | 1.05 | 4.86% | 4.79%           | 9.87%  |
| Bimbo-Sara Lee           | 2011    | 0.65 | 4.66% | 4.67%           | 7.72%  |
| Banorte-Grupo Ixe        | 2010    | 0.96 | 4.86% | 4.79%           | 9.44%  |
| Banorte-Grupo Ixe        | 2011    | 1.28 | 4.66% | 4.67%           | 10.65% |
| Mexichem-Wavin           | 2011    | 0.74 | 4.66% | 4.67%           | 8.13%  |
| Mexichem-Wavin           | 2012    | 0.91 | 4.63% | 4.57%           | 8.79%  |
| AB-Modelo                | 2011    | 0.54 | 4.66% | 4.67%           | 7.16%  |
| AB-Modelo                | 2012    | 0.36 | 4.63% | 4.57%           | 6.29%  |

Elaboración propia con base en los datos de Arca Continental S.A.B de C.V. (2013), Alfa S.A.B. de C.V. (2013), Alesa S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Bimbo S.A.B. de C.V. (2013), Fomento Económico Mexicano S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. (2013), Mexichem S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Modelo S.A.B. de C.V. (2013), Yahoo Finance (2013) y Banco de México (2013).

Después de obtener el costo de capital propio y la utilidad por acción, el valor contable accionario y el precio de mercado de las acciones de las emisoras seleccionadas, se procedió a calcular los dos componentes del precio, la parte correspondiente al crecimiento nulo también conocido como “*valor estable*” aplicando la Ecuación 1, y la parte correspondiente al valor actual de las oportunidades de crecimiento “*VAOC*”, aplicando la Ecuación 2 anteriormente mencionadas.

La Tabla 14 muestra los resultados obtenidos con la aplicación de las ecuaciones del valor estable y el valor actual de las oportunidades de crecimiento (VAOC).

**Tabla 14**  
Cálculo del valor estable y del valor de las oportunidades de crecimiento de las emisoras

| Emisora                  | Periodo | Precio | UPA  | k      | Valor estable | VAOC   |
|--------------------------|---------|--------|------|--------|---------------|--------|
| Heineken-Femsa           | 2009    | 44.65  | 0.55 | 6.44%  | 8.54          | 36.11  |
| Heineken-Femsa           | 2010    | 59.28  | 2.25 | 7.80%  | 28.84         | 30.44  |
| Femsa-Fomento Queretano  | 2011    | 104.62 | 5.72 | 6.73%  | 85.01         | 19.61  |
| Femsa-Fomento Queretano  | 2012    | 151.53 | 6.62 | 5.67%  | 116.70        | 34.82  |
| Arca Continental-Petstar | 2010    | 19.02  | 3.26 | 6.10%  | 53.46         | -34.44 |
| Arca Continental-Petstar | 2011    | 42.30  | 3.67 | 7.74%  | 47.41         | -5.11  |
| Alfa-JLFrench            | 2011    | 15.56  | 0.98 | 7.42%  | 13.21         | 2.36   |
| Alfa-JLFrench            | 2012    | 20.88  | 1.74 | 9.68%  | 17.97         | 2.90   |
| Alesa-Italcafé           | 2011    | 11.75  | 0.33 | 8.27%  | 3.99          | 7.76   |
| Alesa-Italcafé           | 2012    | 18.0   | 0.57 | 7.80%  | 7.31          | 10.70  |
| Bimbo-Sara Lee           | 2010    | 24.19  | 4.59 | 9.87%  | 46.50         | -22.31 |
| Bimbo-Sara Lee           | 2011    | 26.05  | 1.13 | 7.72%  | 14.64         | 11.41  |
| Banorte-Grupo Ixe        | 2010    | 49.47  | 3.32 | 9.44%  | 35.16         | 14.31  |
| Banorte-Grupo Ixe        | 2011    | 49.15  | 3.79 | 10.65% | 35.58         | 13.56  |
| Mexichem-Wavin           | 2011    | 43.47  | 1.5  | 8.13%  | 18.45         | 25.02  |
| Mexichem-Wavin           | 2012    | 54.69  | 2.51 | 8.79%  | 28.55         | 26.13  |
| AB-Modelo                | 2011    | 69.18  | 3.69 | 7.16%  | 51.51         | 17.67  |
| AB-Modelo                | 2012    | 99.46  | 3.81 | 6.29%  | 60.59         | 38.87  |

Elaboración propia con base en datos de Arca Continental S.A.B. de C.V. (2013), Alfa S.A.B. de C.V. (2013), Alesa S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Bimbo S.A.B. de C.V. (2013), Fomento Económico Mexicano S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. (2013), Mexichem S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Modelo S.A.B. de C.V. (2013) y Yahoo Finance (2013)

Con los dos componentes del precio calculados, el siguiente paso fue calcular los dos factores que afectan el valor de mercado de la acción, las expectativas de crecimiento y el rendimiento sobre los activos, para ello se aplicó la Ecuación 4.

Donde  $UPA$  es la utilidad por acción;  $k$  es el costo de capital propio;  $VCA$  es el valor contable accionario;  $VAOC$  es el valor de las oportunidades de crecimiento y  $P_0$  es el precio de mercado de la acción. La Tabla 15 muestra los resultados obtenidos con la aplicación de la Ecuación 4.

**Tabla 15**  
**Cálculo de las expectativas de crecimiento y del rendimiento sobre los activos de las emisoras**

| Emisora                         | Periodo | Valor estable | VAOC   | P/VCA | Rendimiento | Crecimiento |
|---------------------------------|---------|---------------|--------|-------|-------------|-------------|
| <b>Heineken-Femsa</b>           | 2009    | 8.54          | 36.11  | 9.79  | 0.87        | 3.69        |
| <b>Heineken-Femsa</b>           | 2010    | 28.84         | 30.44  | 9.04  | 3.19        | 3.37        |
| <b>Femsa-Fomento Queretano</b>  | 2011    | 85.01         | 19.61  | 2.31  | 36.84       | 8.50        |
| <b>Femsa-Fomento Queretano</b>  | 2012    | 116.70        | 34.82  | 3.03  | 38.56       | 11.50       |
| <b>Arca Continental-Petstar</b> | 2010    | 53.46         | -34.44 | 0.88  | 60.41       | -38.92      |
| <b>Arca Continental-Petstar</b> | 2011    | 47.41         | -5.11  | 1.88  | 25.19       | -2.71       |
| <b>Alfa-JLFrench</b>            | 2011    | 13.21         | 2.36   | 1.85  | 7.13        | 1.27        |
| <b>Alfa-JLFrench</b>            | 2012    | 17.97         | 2.90   | 2.06  | 8.70        | 1.41        |
| <b>Alesa-Italcafé</b>           | 2011    | 3.99          | 7.76   | 2.37  | 1.68        | 3.28        |
| <b>Alesa-Italcafé</b>           | 2012    | 7.31          | 10.70  | 2.74  | 2.67        | 3.90        |
| <b>Bimbo-Sara Lee</b>           | 2010    | 46.50         | -22.31 | 0.65  | 71.44       | -34.27      |
| <b>Bimbo-Sara Lee</b>           | 2011    | 14.64         | 11.41  | 2.53  | 5.78        | 4.50        |
| <b>Banorte-Grupo Ixe</b>        | 2010    | 35.16         | 14.31  | 2.17  | 16.24       | 6.61        |
| <b>Banorte-Grupo Ixe</b>        | 2011    | 35.58         | 13.56  | 1.61  | 22.05       | 8.40        |
| <b>Mexichem-Wavin</b>           | 2011    | 18.45         | 25.02  | 3.25  | 5.67        | 7.70        |
| <b>Mexichem-Wavin</b>           | 2012    | 28.55         | 26.13  | 2.71  | 10.55       | 9.66        |
| <b>AB-Modelo</b>                | 2011    | 51.51         | 17.67  | 2.73  | 18.84       | 6.46        |
| <b>AB-Modelo</b>                | 2012    | 60.59         | 38.87  | 4.06  | 14.93       | 9.57        |

Elaboración propia con base en datos de Arca Continental S.A.B. de C.V. (2013), Alfa S.A.B. de C.V. (2013), Alesa S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Bimbo S.A.B. de C.V. (2013), Fomento Económico Mexicano S.A.B. de C.V. (2013), Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. (2013), Mexichem S.A.B. de C.V. (2013) y Grupo Modelo S.A.B. de C.V. (2013)

Una vez obtenido el rendimiento actual y las expectativas de crecimiento de las emisoras seleccionadas, se pudo comparar a las emisoras a través de ese par de valores, se utilizó el mapa del valor del crecimiento, el cual está subdividido en cuatro zonas, entre las que se distribuyeron las emisoras seleccionadas; para hacer tal distribución se tomó el promedio total obtenido con los resultados de las expectativas de crecimiento y del rendimiento actual conseguidos antes y después de realizada la fusión o adquisición, como se muestra en la Tabla 16.

**Tabla 16**  
**Promedio de las expectativas de crecimiento y del rendimiento actual de las emisoras**

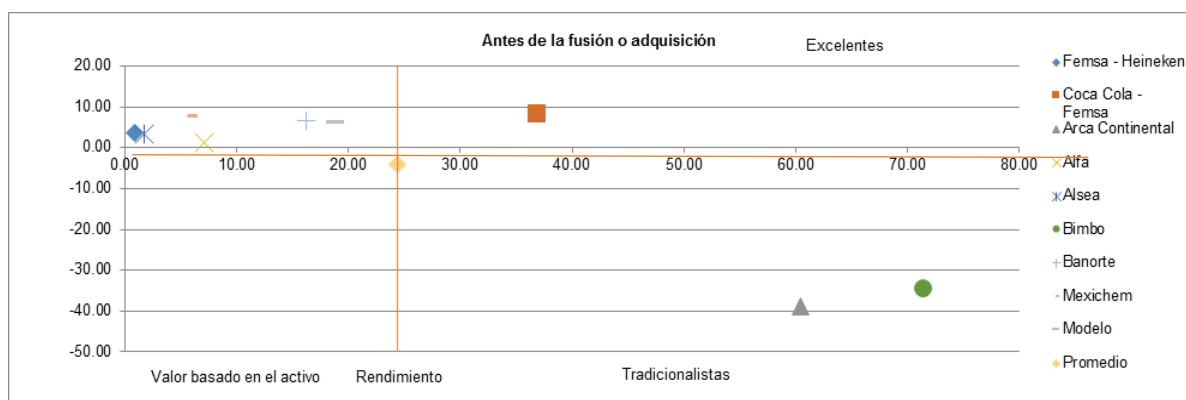
| Emisora                 | Rendimiento actual inicial | Crecimiento inicial | Rendimiento actual final | Crecimiento final |
|-------------------------|----------------------------|---------------------|--------------------------|-------------------|
| <b>Femsa-Heineken</b>   | 0.87                       | 3.69                | 3.19                     | 3.37              |
| <b>Coca Cola-Femsa</b>  | 36.84                      | 8.50                | 38.56                    | 11.50             |
| <b>Arca Continental</b> | 60.41                      | -38.92              | 25.19                    | -2.71             |
| <b>Alfa</b>             | 7.13                       | 1.27                | 8.70                     | 1.41              |
| <b>Alsea</b>            | 1.68                       | 3.28                | 2.67                     | 3.90              |
| <b>Bimbo</b>            | 71.44                      | -34.27              | 5.78                     | 4.50              |
| <b>Banorte</b>          | 16.24                      | 6.61                | 22.05                    | 8.40              |
| <b>Mexichem</b>         | 5.67                       | 7.70                | 10.55                    | 9.66              |
| <b>Modelo</b>           | 18.84                      | 6.46                | 14.93                    | 9.57              |
| Promedio                | <b>24.35</b>               | <b>-3.97</b>        | <b>14.62</b>             | <b>5.51</b>       |

Elaboración propia

El mapa del valor esta subdividido en cuatro zonas: 1) Los excelentes gestores de valor, donde el rendimiento actual y el crecimiento son superiores a la media del mercado; 2) Los constructores de expectativas, donde el crecimiento es superior a la media del mercado, 3) Los tradicionalistas, donde el rendimiento actual es superior a la media del mercado y 4) Los gestores de valor basado en el activo, donde el rendimiento actual y el crecimiento son inferiores a la media del mercado. Las Gráficas 4 y 5 muestran el mapa de valor con la distribución de las emisoras seleccionadas en las cuatro zonas, antes y después de realizada la fusión o adquisición.

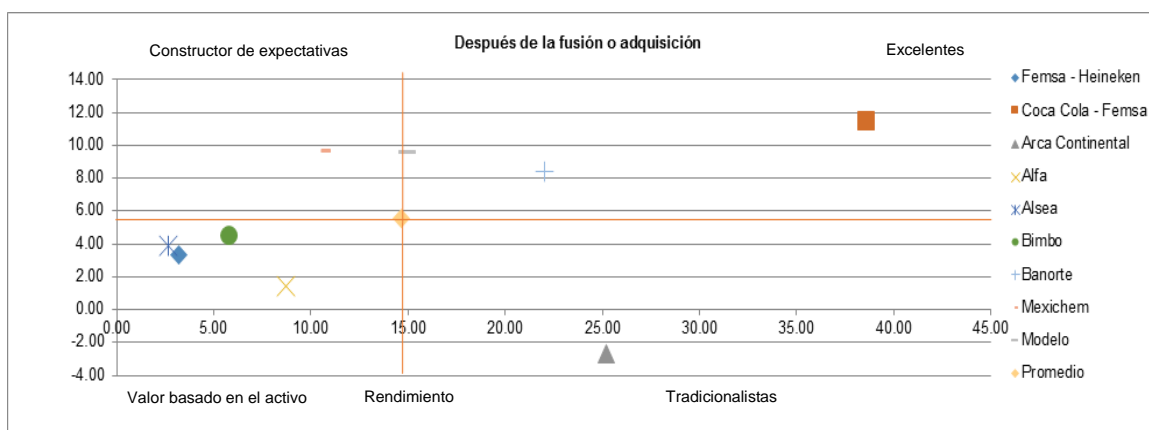
**Gráfica 4**

**Mapa del valor de crecimiento de las emisoras seleccionadas antes de realizada la fusión o adquisición**



Elaboración propia

**Gráfica 5**  
**Mapa del valor de crecimiento de las emisoras seleccionadas después de realizada la fusión o adquisición**



Elaboración propia

Lo que se observa en los mapas de valor es que en el caso de Coca Fems, S.A.B. de C.V. logró mantener su posición como gestor excelente de valor, ya que en ambos periodos su crecimiento y rendimiento superaron al promedio, en el caso de Arca Continental, S.A.B. de C.V. logró mantener su posición como tradicionalista, es decir sólo el rendimiento superó al promedio en ambos periodos y Mexichem, S.A.B. de C.V. mantuvo su posición como constructor de expectativas, es decir sólo el crecimiento superó al promedio en ambos periodos, en el caso de Alfa, S.A.B. de C.V., Asea, S.A.B. de C.V., Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V. y Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V. cambiaron su posición a gestores de valor basado en el activo donde ni el rendimiento ni el crecimiento superaron al promedio después de realizada la operación y en el caso de Grupo Financiero Banorte, S.A.B. de C.V. y Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. cambiaron su posición a gestores excelentes de valor donde el crecimiento y el rendimiento superaron al promedio después de realizada la operación. La Tabla 17 muestra dichos movimientos.

**Tabla 17**  
**Posición en el mapa de valor antes y después de realizada la fusión o adquisición**

| Emisora                 | Pre Operación   | Post Operación  |
|-------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>Fems-Heineken</b>    | Expectativas    | Activos         |
| <b>Coca Cola-Fems</b>   | Excelente       | Excelente       |
| <b>Arca Continental</b> | Tradicionalista | Tradicionalista |
| <b>Alfa</b>             | Expectativas    | Activos         |
| <b>Asea</b>             | Expectativas    | Activos         |
| <b>Bimbo</b>            | Tradicionalista | Activos         |
| <b>Banorte</b>          | Expectativas    | Excelente       |
| <b>Mexichem</b>         | Expectativas    | Expectativas    |
| <b>Modelo</b>           | Expectativas    | Excelente       |

Elaboración propia

Para analizar más a fondo los resultados obtenidos por las emisoras, es necesario conocer el comportamiento de los sectores a los que pertenecen las emisoras seleccionadas, para ello se analizaron los seis sectores que conforman la Bolsa Mexicana de Valores. La Tabla 18 muestra el promedio del rendimiento y el crecimiento obtenidos por los sectores durante el periodo 2010 a 2012.

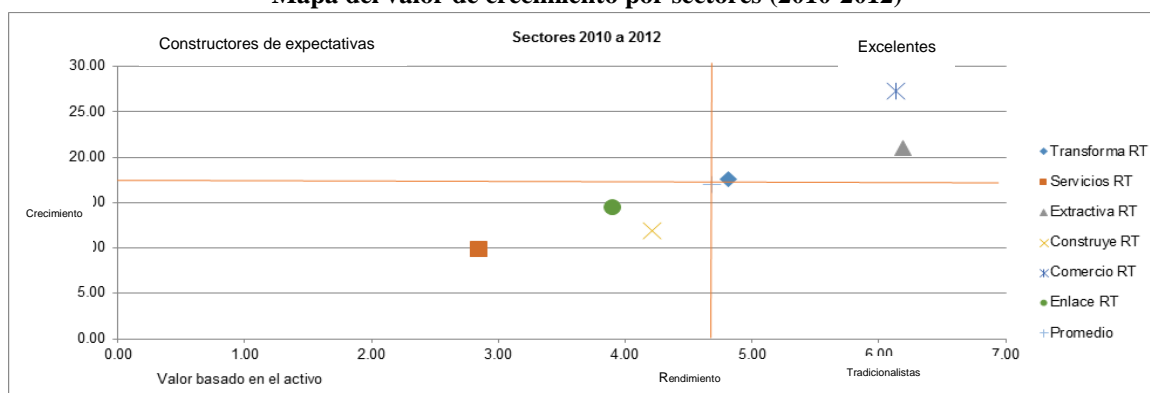
**Tabla 18**  
**Promedio de las expectativas de crecimiento y del rendimiento actual por sectores**

| Sector               | Rendimiento | Crecimiento  |
|----------------------|-------------|--------------|
| <b>Transforma RT</b> | 4.81        | 17.60        |
| <b>Servicios RT</b>  | 2.84        | 9.88         |
| <b>Extractiva RT</b> | 6.19        | 20.99        |
| <b>Construye RT</b>  | 4.21        | 11.91        |
| <b>Comercio RT</b>   | 6.14        | 27.27        |
| <b>Enlace RT</b>     | 3.90        | 14.54        |
| Promedio             | <b>4.68</b> | <b>17.03</b> |

Elaboración propia con base en los datos de Investing (2013) y Yahoo Finance (2013)

La Gráfica 6 muestra el mapa de valor con la distribución de los sectores en las cuatro zonas durante el periodo mencionado.

**Gráfica 6**  
**Mapa del valor de crecimiento por sectores (2010-2012)**



Elaboración propia

Lo que muestra el mapa de valor es que los sectores comercio, extracción y transformación se situaron en la zona de gestores excelentes de valor ya que su crecimiento y su rendimiento superaron al promedio; mientras que los sectores servicios, enlace y construcción se situaron en la zona de gestores de valor basado en el activo donde ni su crecimiento ni su rendimiento superaron el promedio.

Una vez conocido el comportamiento de los sectores, se procedió a comparar los resultados obtenidos por las emisoras antes y después de realizada la fusión o adquisición, con el promedio del sector al que pertenecen en el periodo previo a la realización de la fusión o adquisición y en el periodo posterior a la realización de la fusión o adquisición. Las Tablas 19 y 20 muestran los resultados obtenidos por las emisoras y el promedio del sector al que pertenecen.

**Tabla 19**  
**Comparativo de las expectativas de crecimiento y del rendimiento actual de las emisoras antes de realizada la fusión o adquisición de acuerdo con el sector al que pertenecen**

| Emisora                 | Periodo | Rendimiento actual inicial de las emisoras | Crecimiento inicial de las emisoras | Sector        | Rendimiento actual inicial de los sectores | Crecimiento inicial de los sectores |
|-------------------------|---------|--|-------------------------------------|---------------|--|-------------------------------------|
| <b>Femsa-Heineken</b>   | 2009    | 0.87                                       | 3.69                                | Transforma RT | 7.64                                       | 15.63                               |
| <b>Coca Cola-Femsa</b>  | 2011    | 36.84                                      | 8.50                                | Transforma RT | 4.17                                       | 16.73                               |
| <b>Arca Continental</b> | 2010    | 60.41                                      | -38.92                              | Transforma RT | 4.50                                       | 18.56                               |
| <b>Alfa</b>             | 2011    | 7.13                                       | 1.27                                | Transforma RT | 4.17                                       | 16.73                               |
| <b>Alsea</b>            | 2011    | 1.68                                       | 3.28                                | Servicios RT  | 1.16                                       | 8.93                                |
| <b>Bimbo</b>            | 2010    | 71.44                                      | -34.27                              | Transforma RT | 4.50                                       | 18.56                               |
| <b>Banorte</b>          | 2010    | 16.24                                      | 6.61                                | Servicios RT  | 3.70                                       | 12.52                               |
| <b>Mexichem</b>         | 2011    | 5.67                                       | 7.70                                | Transforma RT | 4.17                                       | 16.73                               |
| <b>Modelo</b>           | 2011    | 18.84                                      | 6.46                                | Transforma RT | 4.17                                       | 16.73                               |
| Promedio                |         | <b>24.35</b>                               | <b>-3.97</b>                        |               |  |                                     |

Elaboración propia con base en los datos de Investing (2013) y Yahoo Finance (2013)

**Tabla 20**  
**Comparativo de las expectativas de crecimiento y del rendimiento actual de las emisoras después de realizada la fusión o adquisición de acuerdo con el sector al que pertenecen**

| Emisora                 | Periodo | Rendimiento actual final de las emisoras | Crecimiento final de las emisoras | Sector        | Rendimiento actual final de los sectores | Crecimiento final de los sectores |
|-------------------------|---------|--|-----------------------------------|---------------|--|-----------------------------------|
| <b>Femsa-Heineken</b>   | 2010    | 3.19                                     | 3.37                              | Transforma RT | 4.50                                     | 18.56                             |
| <b>Coca Cola-Femsa</b>  | 2012    | 38.56                                    | 11.50                             | Transforma RT | 2.95                                     | 19.48                             |
| <b>Arca Continental</b> | 2011    | 25.19                                    | -2.71                             | Transforma RT | 4.17                                     | 16.73                             |
| <b>Alfa</b>             | 2012    | 8.70                                     | 1.41                              | Transforma RT | 2.95                                     | 19.48                             |
| <b>Alsea</b>            | 2012    | 2.67                                     | 3.90                              | Servicios RT  | 1.22                                     | 9.27                              |
| <b>Bimbo</b>            | 2011    | 5.78                                     | 4.50                              | Transforma RT | 4.17                                     | 16.73                             |
| <b>Banorte</b>          | 2011    | 22.05                                    | 8.40                              | Servicios RT  | 1.16                                     | 8.93                              |
| <b>Mexichem</b>         | 2012    | 10.55                                    | 9.66                              | Transforma RT | 2.95                                     | 19.48                             |
| <b>Modelo</b>           | 2012    | 14.93                                    | 9.57                              | Transforma RT | 2.95                                     | 19.48                             |
| Promedio                |         | <b>14.62</b>                             | <b>5.51</b>                       |               |  |                                   |

Elaboración propia con base en los datos de Investing (2013) y Yahoo Finance (2013)

Las Gráficas 7 y 8 muestran los mapas de valor anterior y posterior a la fusión o adquisición, con la distribución de las emisoras en las cuatro zonas de acuerdo al comparativo con el sector al que pertenecen, es decir, en estas gráficas se muestra el valor promedio de referencia de cada uno de los sectores y de las empresas que se ubican en cada uno de ellos.

Gráfica 7

Mapa comparativo del valor de crecimiento de las emisoras con respecto al sector al que pertenecen antes de realizada la fusión o adquisición

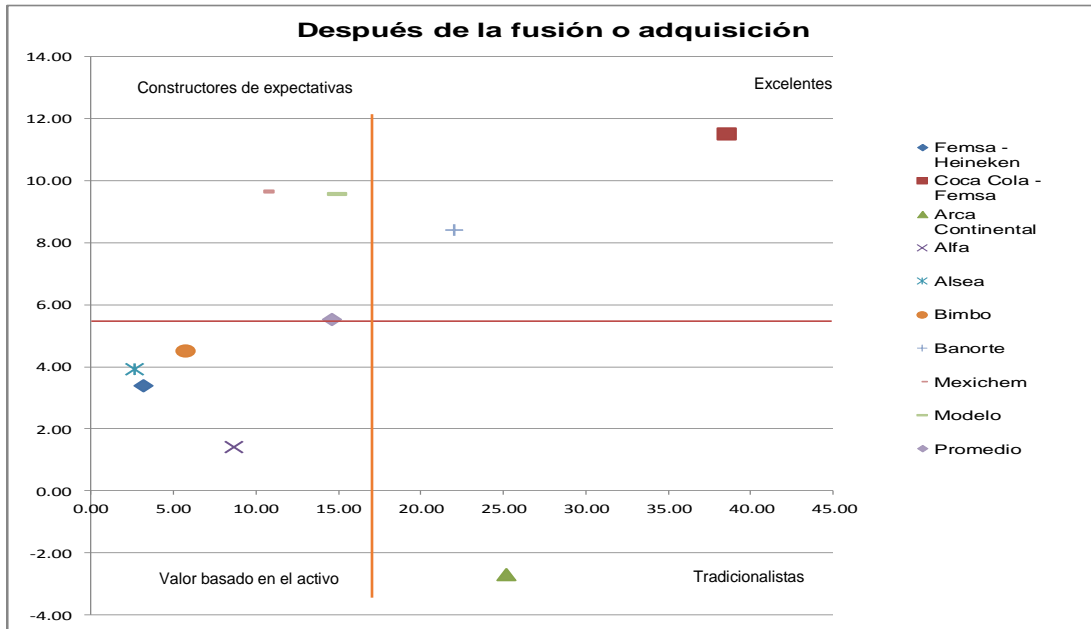


Elaboración propia



**Gráfica 8**

**Mapa comparativo del valor de crecimiento de las emisoras con respecto al sector al que pertenecen después de realizada la fusión o adquisición**



Elaboración propia

Lo que muestra el mapa de valor es que al ser comparados los resultados de las emisoras en ambos periodos con el sector al que pertenecen, éstas no lograron superar el crecimiento que tuvo el sector al posicionarse como tradicionalistas, y en el caso de Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V. tampoco el rendimiento logró superar al del sector al posicionarse como gestor de valor basado en el activo.

Para complementar lo anterior, se compararon los resultados obtenidos por las emisoras después de realizada la fusión o adquisición, con el promedio obtenido del sector al que pertenecen en el periodo que abarca la investigación, es decir 2010 a 2012. La Tabla 21 muestra la comparación.

**Tabla 21**  
**Comparativo de las expectativas de crecimiento y del rendimiento actual de las emisoras después de realizada la fusión o adquisición, en relación con el sector al que pertenecen (2010-2012)**

| Emisora          | Rendimiento actual final de las emisoras | Crecimiento final de las emisoras | Sector        | Rendimiento actual final de los sectores | Crecimiento final de los sectores | Cuadrante de las emisoras |
|------------------|--|-----------------------------------|---------------|--|-----------------------------------|---------------------------|
| Femsa-Heineken   | 3.19                                     | 3.37                              | Transforma RT | 4.81                                     | 17.60                             | Activo                    |
| Coca Cola-Femsa  | 38.56                                    | 11.50                             | Transforma RT | 4.81                                     | 17.60                             | Tradicionalista           |
| Arca Continental | 25.19                                    | -2.71                             | Transforma RT | 4.81                                     | 17.60                             | Tradicionalista           |
| Alfa             | 8.70                                     | 1.41                              | Transforma RT | 4.81                                     | 17.60                             | Tradicionalista           |
| Alsea            | 2.67                                     | 3.90                              | Servicios RT  | 2.84                                     | 9.88                              | Activo                    |
| Bimbo            | 5.78                                     | 4.50                              | Transforma RT | 4.81                                     | 17.60                             | Tradicionalista           |
| Banorte          | 22.05                                    | 8.40                              | Servicios RT  | 2.84                                     | 9.88                              | Tradicionalista           |
| Mexichem         | 10.55                                    | 9.66                              | Transforma RT | 4.81                                     | 17.60                             | Tradicionalista           |
| Modelo           | 14.93                                    | 9.57                              | Transforma RT | 4.81                                     | 17.60                             | Tradicionalista           |

Elaboración propia con base en los datos de Investing (2013) y Yahoo Finance (2013)

Lo que la Tabla 21 muestra es que, al ser comparados los resultados de las emisoras después de realizada la fusión o adquisición con el promedio del sector al que pertenecen durante el periodo del 2010 a 2012, éstas no lograron superar el crecimiento que tuvo el sector al posicionarse como tradicionalistas, y en el caso de Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V. y Alsea, S.A.B. de C.V. tampoco su rendimiento logró superar al del sector al posicionarse como gestores de valor basado en el activo.

Como último análisis, en la Tabla 22 se compararon los resultados obtenidos (rendimiento actual y crecimiento) de las emisoras después de realizada la fusión o adquisición con el promedio resultante de los 6 sectores durante el 2010 al 2012.

**Tabla 22**  
**Comparativo de las expectativas de crecimiento y del rendimiento actual de las emisoras después de realizada la fusión o adquisición con el promedio de los sectores en el periodo 2010 a 2012**

| Emisora          | Rendimiento actual final de las emisoras | Crecimiento final de las emisoras | Sector            | Rendimiento actual final de los sectores | Crecimiento final de los sectores | Cuadrante de las emisoras |
|------------------|--|-----------------------------------|-------------------|--|-----------------------------------|---------------------------|
| Femsa-Heineken   | 3.19                                     | 3.37                              | Transforma RT     | 4.81                                     | 17.60                             | Activo                    |
| Coca Cola-Femsa  | 38.56                                    | 11.50                             | Servicios RT      | 2.84                                     | 9.88                              | Tradicionalista           |
| Arca Continental | 25.19                                    | -2.71                             | Extractiva RT     | 6.19                                     | 20.99                             | Tradicionalista           |
| Alfa             | 8.70                                     | 1.41                              | Construye RT      | 4.21                                     | 11.91                             | Tradicionalista           |
| Alsea            | 2.67                                     | 3.90                              | Comercio RT       | 6.14                                     | 27.27                             | Activo                    |
| Bimbo            | 5.78                                     | 4.50                              | Enlace RT         | 3.90                                     | 14.54                             | Tradicionalista           |
| Banorte          | 22.05                                    | 8.40                              | Promedio sectores | <b>4.68</b>                              | <b>17.03</b>                      | Tradicionalista           |
| Mexichem         | 10.55                                    | 9.66                              |                   |  |                                   | Tradicionalista           |
| Modelo           | <b>14.93</b>                             | <b>9.57</b>                       |                   |  |                                   | Tradicionalista           |

Elaboración propia con base en los datos de Investing (2013) y Yahoo Finance (2013)

Lo que se puede observar en la Tabla 22 es que, al ser comparados los resultados de las emisoras después de realizada la fusión o adquisición con el promedio de los 6 sectores desde el 2010 hasta el 2012, éstas no lograron superar el crecimiento que tuvieron los sectores al posicionarse como tradicionalistas y en el caso de Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V. y Alsea, S.A.B. de C.V. tampoco el rendimiento logró superar al de los sectores al posicionarse como gestores de valor basado en el activo.

Así, al analizar de cerca los tres comparativos realizados emisora-sector, se observa notoriamente que el resultado post fusión o adquisición obtenido por las emisoras, únicamente está superando al promedio del sector en el rendimiento actual; al posicionarse como tradicionalistas el precio refleja prácticamente lo que generan con sus activos valorando muy poco sus expectativas de crecimiento.

Por el contrario de manera individual, las emisoras tuvieron resultados positivos, como en el caso de Coca Femsas, S.A.B. de C.V., Grupo Financiero Banorte, S.A.B. de C.V. y Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. que se posicionaron como gestores excelentes de valor post fusión o adquisición y el de Mexichem, S.A.B. de C.V. y Arca Continental, S.A.B. de C.V. que mantuvieron su posición como constructor de expectativas y tradicionalista respectivamente después de la adquisición y que pueden considerarse como buen desempeño de la fusión o adquisición como estrategia empresarial para la creación de valor.

### **Conclusiones y recomendaciones**

Al posicionarse las empresas como tradicionalistas en el mapa del valor del crecimiento, indica que el precio de mercado de la acción descansa fuertemente en el rendimiento actual de los activos que poseen y el mercado valora muy poco sus expectativas de crecimiento y el rendimiento a corto plazo es más importante que el de largo plazo; al posicionarse una empresa en esta zona y tres en la zona de gestores excelentes del valor, el rendimiento se está logrando.

En cambio al posicionarse las empresas como gestores excelentes del valor y como constructores de expectativas en el mapa del valor del crecimiento, indica que el precio del mercado de la acción se basa en las expectativas que el mercado tiene sobre el futuro de la empresa, lo cual hace que al mercado bursátil le interese el comportamiento a largo plazo de la empresa y ver si ésta es capaz de alcanzar dichas expectativas, al posicionarse cuatro empresas en estas zonas el crecimiento también se está logrando.

### **Otras consideraciones y recomendaciones**

Debido a que el horizonte de tiempo considerado en esta investigación fue de un año a otro, considerado a corto plazo; es necesario destacar que, para mostrar el efecto total de la capacidad de crecimiento de las emisoras seleccionadas con el proceso de fusión y adquisición a largo plazo y con ello, reflejar las expectativas que el mercado bursátil mexicano tiene sobre el futuro de la empresa, es necesario considerar un horizonte de tiempo más amplio, es decir, de por lo menos cinco años para observar el comportamiento

de dicho factor en las empresas de los casos de estudio en el largo plazo y de esta forma, robustecer los resultados mostrados en los rendimientos a corto plazo que sustenten la capacidad de “crecimiento sostenido” de las emisoras seleccionadas como caso de estudio.

Como ya se mencionó, los resultados fueron considerados en el corto plazo, por lo que es recomendable realizar el estudio de las 9 emisoras en el largo plazo, es decir de 5 a 10 años y observar la distribución de las empresas en el mapa del valor del crecimiento y con ello tener un panorama más amplio del valor de mercado de las acciones, para que posteriormente, con el uso de un mapa de crecimiento estratégico tomando en cuenta un periodo a largo plazo se conozca en dónde se encuentran en este momento las emisoras analizadas y hacia dónde podrían orientarse en el futuro, para obtener diferentes estrategias financieras que les ayuden a crear valor o aumentarlo dependiendo de la posición en donde se ubiquen.

#### Aportaciones de la investigación

Esta investigación tiene la finalidad de ser una herramienta para el estudio de futuras investigaciones sobre fusiones y adquisiciones en México, porque cuando una empresa opta por este tipo de estrategias empresariales, se ve inmersa en un proceso muy complejo, y con el análisis realizado en el trabajo presentado se demuestra que las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores generan valor al utilizar exitosamente dichas estrategias.

Además, tal como lo mencionan Carmona y Mascareñas en sus artículos publicados en el 2012 y 2013, [“...la elaboración de un mapa del valor de crecimiento de las emisoras que cotizan en los mercados de capitales, le ayuda al tomador de decisiones, al servirle como herramienta de diagnóstico para realizar inversiones de capital y maximizar la rentabilidad esperada de los accionistas considerados como pilares de la generación de valor, así como tener un panorama del rumbo y posicionamiento de las emisoras que cotizan ellos...”].

De manera que, con la metodología expuesta a lo largo del presente estudio se ha mostrado cómo al elaborar un mapa de crecimiento de las empresas que se fusionaron o adquirieron durante el periodo 2010-2012 y que cotizan en el mercado bursátil mexicano, específicamente el de renta variable, se les puede seguir la pista sobre las tendencias de su crecimiento y rendimiento, considerados como factores fundamentales para la generación de valor, al crear con las herramientas utilizadas en el mapa, una bitácora práctica, visual, descriptiva y financiera sobre el comportamiento de la tendencia de los precios accionarios en ambientes con alta bursatilidad.

## Bibliografía

- Alfa S.A. de C.V. (Junio de 2013). *Alfa*. Obtenido de Inversionistas: <http://www.alfa.com.mx/RI/reportes.htm>
- Alsea S.A.B de C.V. (Junio de 2013). *Alsea*. Obtenido de Inversionistas: <http://www.alsea.net/content/30000/30605>
- Arca Continental S.A.B de C.V. (Junio de 2013). *Arca Continental*. Obtenido de Inversionistas: <http://www.arcacontal.com/inversionistas/reportes-financieros.aspx>
- Bateman, T. S. (2009). *Administración: liderazgo y colaboración en un mundo competitivo*. México: Mc Graw Hill.
- Carmona, E. & Mascareñas, J. (2012). Analysis of value creation in the Eurostoxx-50 index firms. *Revista Universitaria Europea*, 59-74.
- Coca Cola Femsa S.A.B de C.V. (Junio de 2013). *Coca Cola Femsa*. Obtenido de Inversionistas: [http://www.coca-colafemsa.com/femsa/web/conteudo\\_es.asp?idioma=2&conta=47&tipo=27681](http://www.coca-colafemsa.com/femsa/web/conteudo_es.asp?idioma=2&conta=47&tipo=27681)
- Fernández, P. (2002). *Creación de valor para los accionistas*. México: Gestión 2000.
- Fomento Económico Mexicano S.A.B de C.V. (Junio de 2013). *Femsa*. Obtenido de Inversionistas: <http://ir.femsa.com/mx/reports.cfm>
- Galpin, T. (2001). *Guía completa sobre fusiones y adquisiciones*. Madrid: Díaz de Santos.
- Gitman, L. (2012). *Principios de Administración Financiera*. México: Prentice Hall.
- Grupo Bimbo S.A. de C.V. (Junio de 2013). *Grupo Bimbo*. Obtenido de Inversionistas: <http://www.grupobimbo.com/ri/>
- Grupo Financiero Banorte S.A.B de C.V. (s.f.). *Banorte*. Obtenido de Inversionistas: <http://www.banorte.com/portal/personas/informacion.web?grupo=13&elemento=1184&fullSite=true>
- Grupo Modelo S.A.B. DE C.V. (Julio de 2013). *Grupo Modelo*. Obtenido de Inversionistas: [http://www.gmodelo.com.mx/Informa\\_anual.jsp](http://www.gmodelo.com.mx/Informa_anual.jsp)
- Hernández, F. Fernández, C y Baptista L. (2010). *Metodología de la Investigación*. México: Mc Graw-Hill. Quinta Edición.
- Investing. (Septiembre de 2013). *Investing-índices*. Obtenido de Enlace:

<http://www.investing.com/indices/bmv-connection-chart>

Irimia, A. I. (2003). *La creación de valor para el accionista*. Madrid: Cie Inversiones Editoriales Dossat 2000.

Marín, J. N. (2008). *Fusiones y adquisiciones en la práctica*. México: Cengage Learning Editores.

Mascareñas, J. (2001). La gestión del valor en las compañías españolas que cotizan en el mercado continuo. *Bolsa de Madrid*, 14-19.

Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Madrid: Ecobook.

Mascareñas, J., y Carmona, E. (2013). La gestión del valor de las empresas que componen el Ibex-35. *Análisis Financiero*, 49-60.

Merton, R. (2003). *Finanzas*. México: Pearson Prentice Hall.

Mexichem S.A.B de C.V. (Junio de 2013). *mexichem*. Obtenido de Inversionista: [http://www.mexichem.com/informes\\_anuales.html](http://www.mexichem.com/informes_anuales.html)

Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. (2005). *Administración Financiera Contemporánea*. México: Cengage Learning editores. Décima edición.

Ponce, H., Melijem, S., y Cruz, Y. (2012). *Fusiones y adquisiciones en México: Teoría y Práctica Gerencial*. México: Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C.

Porter, M. E. (2005). *Ventaja Competitiva: creación y sostenimiento de un desempeño superior*. México: Grupo Patria Cultural, CECSA 2002.

Robbins, S. (2005). *Administración*. México: Pearson Prentice Hall.

Sudarsanam, P. (1996). *La esencia de las fusiones y adquisiciones*. México: Prentice Hall Hispanoamericana.

Yahoo Finance (Septiembre de 2013). *Yahoo Finance*. Obtenido de IPC: <http://finance.yahoo.com/q?s=^MXX&uhb=uhb2>