

LA GENERACIÓN DE VALOR CORPORATIVO A TRAVÉS DE LAS FUSIONES: APLICACIÓN DE LOS MODELOS EVA Y FED

María Luisa Saavedra García*
Claudia Marlene Luna Arriaga**
Máximo Jorge Saavedra García***

*Contador Público por la Universidad de San Martín de Porres de Lima, Perú
Especialista en Finanzas,
Maestra en Administración
y Doctora en Administración
por la Universidad Nacional Autónoma de México.

Investigadora de carrera de la Universidad Nacional Autónoma de México,
Facultad de Contaduría y Administración.
maluisasaavedra@yahoo.com

**Contador Público y Maestra en Finanzas por la UNAM.
claudia.luna@smurfitkappa.com.mx

***Licenciado en Administración de empresas por la Universidad Inca Garcilazo de la Vega de Lima, Perú
Maestro en Finanzas por la Universidad Nacional Autónoma de México
Profesor Investigador de la Universidad de la Sierra Sur de Oaxaca, México.
jsaavedra@unsis.edu.mx

RESUMEN

El objetivo de este trabajo consistió en evaluar si las fusiones han generado valor en las empresas, medido este, en términos del Valor Económico Agregado (EVA por sus siglas en inglés) y del flujo de efectivo disponible (FED), así como identificar que modelo brinda mayores ventajas en la realización de un análisis del valor. Para este fin se eligió a las empresas del sector telecomunicaciones que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, considerando dos casos de fusiones que fueron los más representativos: América Móvil y Grupo Iusacell, abarcando un período de estudio de 5 años (2004-2008). Se determinó el valor de las empresas y se realizó un análisis de los indicadores de FED, EVA y EBITDA, antes y después de la fusión, los resultados permitieron determinar que la estrategia de fusión si fue eficaz en la generación de valor en las empresas de este sector y que EVA, brinda mayores ventajas para realizar un análisis de valor en este tipo de estrategias en comparación de FED y EBITDA.

Palabras clave: creación de valor, fusiones, EVA, EBITDA, FED.

Recibido: 09-07-12
Aceptado: 22-07-13

ABSTRACT

The aim of this study was to assess whether mergers have created value in companies measured this, in terms of Economic Value Added (EVA for short) and free cash flow (FCF), and to identify which model provides greater advantages in performing an analysis of the value. To this end we chose telecommunications sector companies listed on the Mexican Stock Exchange, considering two cases of mergers that were the most representative: America Movil and Grupo Iusacell, covering a study period of 5 years (2004-2008). We determined the value of companies and an analysis of indicators DCF, EVA and EBITDA, before and after the merger, the results have revealed that if the merger strategy was effective in creating value in companies EVA this sector and provides greater advantages for analysis of value in this type of strategy compared to EDF and EBITDA.

Keywords: Creating Value, Mergers, EVA, EBITDA, EDF.

THE CORPORATE VALUE CREATION THROUGH MERGERS: IMPLEMENTING EVA MODELS AND FCF

María Luisa Saavedra García
Claudia Marlene Luna Arriaga
Máximo Jorge Saavedra García

I. INTRODUCCIÓN

Las empresas se han enfrentado a diversos cambios suscitados por la globalización, el desarrollo de mercados activos, el progreso tecnológico y la desregulación(1), por mencionar algunos factores. Esto las ha llevado a buscar diferentes estrategias que les permitan operar en un mundo empresarial competitivo. Es así como las Fusiones y Adquisiciones (F&A) se han convertido en una alternativa para que las empresas puedan afrontar los retos de un mercado global diversificado, manteniendo una ventaja competitiva, logrando establecerse como entidades más sólidas y alcanzando un crecimiento constante.

Las F&A no es un tema que se haya creado recientemente, pues ha sido a lo largo del siglo XX cuando mayor crecimiento han mostrado las empresas al efectuar este tipo de procesos, mismas que han traído como consecuencia modificaciones en diversas ramas económicas.

En los últimos 20 años las empresas han presentado alteraciones en sus estructuras organizacionales, las cuales han tenido un fuerte impacto para el desarrollo de F&A, llegando a ser un punto relevante e inevitable para que muchas compañías puedan lograr expandirse hacia diferentes mercados y lograr un mayor posicionamiento ante la presencia de grandes empresas competitivas, tanto a nivel nacional como internacional.

Las F&A son una alternativa de gran importancia, ya que han probado ser un

medio significativo que ha permitido a las empresas alcanzar competitividad, diversidad, así como un crecimiento corporativo.

México no ha sido ajeno a esta tendencia. En un estudio realizado por la firma PricewaterhouseCoopers (PWC, 2010), se señala que debido a un ambiente macroeconómico favorable para las inversiones, a la estabilidad monetaria y a la baja inflación, en el año 2007, 44 empresas mexicanas fueron adquiridas, sin embargo a pesar de ello se mostró una disminución del 12% contra el año 2006 donde se realizaron 50 compras.

Los estudios antecedentes (Kitching, 1967; Sang-Yong y Kim, 2006; Campa y Hernando, 2004; Mulherin and Bone, 2000 y Martínez-Jerez, 2002), se han centrado en analizar el impacto de las fusiones en el valor de la empresa, utilizando como única medida los rendimientos del mercado, es decir centrándose en el precio de la acción, sin embargo se considera que no es suficiente la realización de esta simple comparación, sino que se deben utilizar modelos más elaborados para la determinación del valor.

Así, el objetivo de este trabajo consistió en evaluar si las fusiones han generado valor en las empresas, medido este, en términos del Valor Económico Agregado (EVA por sus siglas en inglés) y del flujo de efectivo disponible (FED), así como identificar qué modelo brinda mayores ventajas en la realización de un análisis del valor.

En el primer apartado de este documento se presenta el Marco Teórico, el cual contiene el desarrollo de las temáticas de Generación de valor a través de las F&A, los monopolios, el modelo de Valor económico agregado y el modelo del flujo de efectivo disponible. En el segundo apartado se describe la metodología de la investigación y en el tercer apartado se realiza la parte empírica de la investigación aplicando los modelos EVA y FED a dos empresas del sector telecomunicaciones, realizando un análisis descriptivo y correlacional, por último, se presentan las conclusiones.

II. MARCO TEÓRICO

2.1 La Generación de Valor a través de las F&A

La justificación por la que se producen las F&A es económica si se cumple con el objetivo principal de la empresa, es decir, conseguir la máxima creación de valor posible. Esto permitirá de una u otra manera, saber si la estrategia considerada ha resultado ser un éxito o un fracaso.

Los motivos económicos mencionados tienen que ver con aspectos tales como: la diversificación del riesgo, la obtención de economías de escala y alcance(2), mismas que ayudan a incrementar el valor en las empresas.

En este sentido, el parámetro que no se debe perder de vista es la creación de valor, puesto que esto asegura la maximización conjunta de diversos indicadores: la rentabilidad, crecimen-

to o eficiencia, además de que se logra la reducción de costos y también ayuda a satisfacer las demandas de los accionistas, que difícilmente podrían ser atendidas si no se genera valor.

Las empresas al llevar a cabo una F&A están tomando una decisión de tipo económico, la cual consiste específicamente en realizar una inversión, en donde se asignan ciertos recursos, con el propósito de garantizar en un futuro la recuperación de dichos fondos invertidos, obteniendo a su vez un beneficio de ellos. El objetivo de las F&A es el crecimiento externo para reforzar su presencia en los mercados, aprovechar sinergias que se derivan de toda operación de este tipo, aumentar su potencial de competitividad para llevar a cabo estrategias de internacionalización e incrementar su valor bursátil, superando así la medida de sus principales competidores.

Kitching (1967) encontró en una muestra de 22 compañías que se fusionaron que un desajuste en el tamaño (donde las ventas de la compañía adquirida representaban menos del 2% del volumen de ventas de la empresa matriz antes de la fusión), se produce en el 84% de las adquisiciones consideradas como fracasos.

Sang y Kim (2006) realizaron una investigación donde analizaron el valor que crearon las F&A, así como las joint ventures en empresas del sector de Tecnologías de información (TI) y en empresas que no pertenecen a este sector. Utilizaron una muestra de 170 empresas, en este estudio encontraron

para las empresas del sector de TI, que al anunciarse la operación de F&A en el mercado de valores, las expectativas originaron ganancias significativas que incrementaron el valor de estas empresas, por otro lado, en las empresas de los sectores distintos a los de TI, se obtuvieron retornos anormales que incrementaron también el valor de la empresa.

Campa y Hernando (2004) analizaron una muestra de 262 empresas que anunciaron F&A en Europa durante el periodo 1998-2000, pertenecientes a diversos sectores, se encontró que el anuncio de la operación en el mercado de valores originó retornos anormales acumulados de 9%. De otro lado, las empresas que se encuentran altamente reguladas por el gobierno generan retornos más bajos que las que no se encuentran reguladas. Incluso los retornos de las empresas reguladas llegan a ser negativos cuando se trata de dos empresas que se encuentran en países diferentes, siendo consistente este resultado, con los obstáculos que enfrentan estas empresas (culturales, legales o barreras para realizar las transacciones) para concluir con éxito este tipo de transacción, lo cual disminuye la probabilidad de que la fusión anunciada se realice y, por lo tanto, reduce el valor esperado.

De este modo, Corrales (2005) ha mencionado también que las F & A, han probado ser un medio popularmente significativo y creciente para alcanzar diversidad y crecimiento corporativo, sin embargo, el éxito de esta estrategia depende de una planeación extensiva,

un análisis riguroso y una implementación cuidadosa.

Por otro lado, Mascareñas (2005: 2) menciona: “Como la decisión de adquirir una compañía, o fusionarse con ella, es una decisión empresarial (de hecho es una de las decisiones más complejas que puede tomar un directivo por la gran cantidad de tiempo y dinero utilizados, y por las repercusiones que puede tener sobre los empleados, clientes, proveedores, etc.) debe realizarse sólo cuando haya importantes expectativas de aumentar el valor global de las empresas implicadas”.

Así pues, el valor total de las decisiones estratégicas que tomen las empresas debe medirse con el incremento en la rentabilidad de estas para los accionistas, y por otro lado, en el incremento del bienestar de los consumidores, a través de las mejoras de eficiencia, competitividad o calidad en el sector. De este modo, una de las medidas más utilizadas, es la generación de valor para los accionistas de las empresas involucradas.

Más sin embargo, Campa y Hernando (2007) mencionan que las fusiones crean valor para los accionistas de la empresa que vende, para la empresa que compra por lo regular no generan valor, ya que la tendencia de las acciones de esta última es a la baja ante el anuncio de una fusión.

Un estudio que realizó KPMG (2002) dio como resultado que sólo el 31% de las F&A incrementaron el

valor para los accionistas, el resto no generó ni destruyó valor. En la mayoría de los estudios realizados, se ha encontrado que dicho porcentaje es un dato consistente, que se da en casi todas las investigaciones relacionadas con la creación de valor para accionistas en F&A, sucede así independientemente del sector, localización geográfica y el período.

De otro lado, Martínez y López (2003) realizaron un estudio acerca de la generación de valor en las F&A, de las empresas colombianas y llegaron a la conclusión de que las fusiones en estas empresas si constituyeron una estrategia exitosa de generación de valor; explicando este resultado por la existencia de sinergia en las empresas fusionadas. Así también en otro estudio realizado por Pinaud y González (2007), con datos de empresas chilenas se determinó que los beneficios de las fusiones fueron: sinergia y aumento de participación en el mercado.

Refrendando los hallazgos anteriores KPMG en 2008, publicó un estudio basado en el análisis de 510 operaciones corporativas a escala mundial, encontrando que las operaciones que están motivadas por cuestiones como el aumento de capacidad financiera, las ganancias en materia de distribución y el recorte de costos, fueron las que mejores rentabilidades proporcionaron a los accionistas (KPMG, 2008).

Por último Werner y Carsten (2010), han mencionado que las empresas grandes pueden tener la capacidad de crear un valor mucho más ele-

vado comprando empresas pequeñas y optimizando su operación, siendo esto coincidente con los hallazgos de Chein y otros (2008), quienes afirman que son las empresas de mayor tamaño la que mejores resultados presentan con las fusiones.

2.2 Las Fusiones y Adquisiciones y los monopolios

De acuerdo con Fernández y Bonet (2008), las F&A pueden tener aspectos negativos que deben ser ponderados por los agentes interesados en la operación. También es importante que existan disposiciones legales (o instituciones especializadas) que prevengan abusos y situaciones injustas, por ejemplo, la mejora de la eficiencia con un costo desproporcionado para los trabajadores y consumidores afectados. Una de estas situaciones a prevenir se produce cuando todas las empresas suministradoras de un producto se fusionan y se convierten en un monopolio lo que ocasiona que: el precio del producto aumente (perjudicando a los consumidores) y la cantidad producida generalmente disminuya (perjudicando a muchos empleados que son despedidos).

Por lo anterior, muchos economistas argumentan que las fusiones aumentan invariablemente el poder de monopolio de las empresas. Aunque si esto fuera así, cuando dos empresas se fusionan, el resto de las empresas supervivientes en el sector debería aumentar de valor. Sin embargo, en un intento por probar lo anterior Stillman (citado en Fernández y Bonet, 2008),

realizó este estudio y no encontró ningún cambio significativo en el valor del resto de las empresas.

2.3 Valor Económico Agregado

En la década de los noventa, el Grupo Internacional de Consultoría Stern Stewart & Company desarrolló un estado de valor agregado, generado a través de la información de los estados financieros básicos. Dicho procedimiento es conocido como Valor Económico Agregado (EVA⁽³⁾), por sus siglas en inglés⁽⁴⁾, y es considerado como una herramienta de medición que evalúa la utilidad generada por la empresa, además que asigna la forma en que se aplican los recursos derivados de las diferentes líneas de negocio directamente relacionados con la operación de la empresa (Stewart, 2009).

2.3.1 Definición EVA

Según Amat (2001: 32), el EVA se define como “El importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el costo de oportunidad del capital y los impuestos. En otras palabras, el EVA es lo que queda una vez que se han atendido todos los gastos y satisfecho la rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas”. Así también, el EVA, se mide a través de la diferencia entre el ingreso operativo neto ajustado después de impuestos de una empresa y su costo de capital (medido tradicionalmente a través del costo de capital promedio pon-

derado (CCPP), o WACC por sus siglas en inglés⁽⁵⁾) (González, 2005).

2.3.2 Características del EVA

A diferencia de otros indicadores clásicos de rentabilidad, el EVA cumple con los siguientes objetivos (Amat, 2001):

- ✓ Puede aplicarse para una empresa de forma general o por centros de responsabilidad o unidades de negocio. Toma en cuenta el Costo de Capital y el Costo de Deuda. Considera el riesgo con el que opera la empresa. Disminuye el impacto de la contabilidad creativa y ajusta la información a los requerimientos para su cálculo.
- ✓ Es fiable en la comparación de cifras con otras empresas. No está limitado por los postulados básicos. Favorece la reinversión para mejorar o mantener la posición competitiva de la empresa. Muestra la creación real de la riqueza.
- ✓ Otra de las características del EVA es que integra a la rentabilidad y crecimiento con el riesgo y rendimiento, dando un resultado favorable.
- ✓ Otra finalidad del EVA es el interés por cumplir los objetivos básicos de las finanzas dentro de las empresas:
 - Maximizar el rendimiento para maximizar el beneficio.

- Incrementar el rendimiento, minimizando la inversión.
- Hacer coherente la toma de decisiones.
- Obtener los recursos adecuados.

Así también, de acuerdo con Martínez y López (2003) los inversionistas van tras las compañías que generan retornos competitivos no necesariamente utilidades, considerando de este modo la situación de muchas empresas que a pesar de tener utilidades destruyen valor.

2.3.3 Metodología para el cálculo del EVA

Se han definido para el EVA dos métodos para su cálculo (Saavedra 2002):

1) Método Spread: El cual se ha definido como la diferencia entre la tasa de rendimiento sobre el capital invertido, menos el costo de capital promedio ponderado, multiplicado por el capital invertido.

$$\text{EVA} = (r - \text{CCPP}) \times \text{Capital Invertido}$$

Donde:

r = Tasa de rendimiento sobre capital invertido

CCPP = Costo de Capital Promedio Ponderado

Capital Invertido = Capital Invertido al Inicio⁽⁶⁾.

2) Método Residual: Se define como la diferencia que existe entre

la Utilidad Operativa después de Impuestos menos el Capital Invertido multiplicado por el Costo de Capital Promedio Ponderado.

$$\text{EVA} = \text{UNODI} - (\text{Capital Invertido} \times \text{CCPP})$$

Donde:

UNODI = Utilidad Neta de Operación después de Impuestos

Capital Invertido = Patrimonio Contable o Capital Invertido al Inicio

CCPP = Costo de Capital Promedio Ponderado

Si se obtiene un valor positivo de EVA, significa que la rentabilidad de la empresa es suficiente para cubrir el costo de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en la empresa para producir los resultados operativos, es decir, se está generando valor para los accionistas, lo cual debería verse reflejado en el precio de las acciones. Sin embargo, si como resultado se tiene un EVA negativo, significa que la compañía está destruyendo valor y dando como resultado un retorno más bajo para los accionistas.

2.3.4 Elementos que conforman el EVA

A continuación se explicarán a detalle cada uno de los elementos que conforman al EVA.

a) *Utilidad Neta de Operación después de Impuestos (UNODI)*

La fórmula para calcular el UNODI se obtiene restando los impuestos a la utilidad de operación (no se

deberá incluir el costo integral de financiamiento(7) ni otras partidas), es decir, para dicho cálculo no se consideran los gastos financieros, tampoco los ingresos o egresos que no estén asociados con la operación del negocio. Por lo tanto, se deberán eliminar otros ingresos y egresos, así como partidas extraordinarias. Se trata de la utilidad generada por la empresa antes de cualquier costo de alguna fuente de financiamiento.

Existen diferentes maneras de calcular el UNODI, uno de los recomendados por Stewart (2009) es a través de la forma operativa, que se obtiene de la siguiente forma:

Ventas

- Costo de Ventas

= **Utilidad Bruta**

- Gastos de Operación

+ Otros Ingresos de Operación

= **Utilidad Neta de Operación (UNO o EBIT)**

- Impuestos

= **Utilidad Neta de Operación Después de Impuestos (UNODI)**

La utilidad neta de operación (UNO) se afecta con los impuestos que sólo tienen que ver con esta utilidad. La UNO equivale a lo que en inglés se conoce como el EBIT(8). La UNODI es lo que también se conoce por sus siglas en inglés como NOPAT(9).

b) Capital Invertido o Capital Empleado

Cualquier inversión conlleva un

costo (que el activo deberá ser capaz de pagarlo), ya que la forma de allegarse del capital es a través de diferentes fuentes de financiamiento, entre ellas las internas, tales como los recursos del accionista, es decir, el capital contable o las externas como los pasivos.

El Capital Invertido, se define como la sumatoria del Capital de Trabajo Operativo(10) más activos fijos más otros activos. Otra forma de calcularlo es a través de la suma de la deuda financiera a corto y largo plazo con costo más el capital contable.

Asimismo también se puede definir al capital empleado con el objetivo de evaluar la creación de valor de la empresa, como el activo total menos el pasivo sin costo explícito(11) menos el activo disponible o puede conformarse por el capital de trabajo operativo considerando para este caso sólo el pasivo sin costo, más el activo fijo.

Al Capital Invertido que se calcule se le deberá aplicar la tasa del costo de capital promedio ponderado.

c) Costo de Capital Promedio Ponderado

Para comparar la rentabilidad que la empresa debió generar contra lo que ha generado, será preciso conocer cuánto le cuesta financiarse por sus obligaciones, tanto internas como externas. Por lo tanto, es importante considerar que si los accionistas tienen invertido un patrimonio, la empresa deberá compensarlos, al menos por el costo de oportunidad y el riesgo asumido. Siendo así, se puede afirmar

que el CCPP es la tasa mínima que debe generar la empresa para cumplir con sus pagos.

Por consiguiente, el costo de los recursos es un ponderado entre el costo de los pasivos con costo y del capital contable, conocido como Costo de Capital Promedio Ponderado.

Para efectos de cálculo del CCPP, se deberá determinar el costo promedio de los recursos con los que esta fondeada la empresa, es decir, recursos sin costo, con costo y capital contable. En este sentido, McTaggart y otros (1994) mencionan que el CCPP, representa el costo promedio de la deuda y de capital de la compañía. Por lo tanto, el promedio ponderado del costo de los diversos elementos de financiamiento que utilizan las compañías es considerado como el Costo de Capital Promedio Ponderado.

La forma de calcular el CCPP:

Costo de Capital (% en la estructura de capital) + Costo de deuda (% en la estructura de capital)

c.1) Costo de Capital

El Costo de Capital, es el retorno esperado de una inversión de riesgo equivalente, donde todo inversionista desea obtener una rentabilidad por el costo de oportunidad de invertir sus recursos en una empresa en particular. De este modo, Mascareñas (2001:17) señala que: “el costo de capital es la tasa de rendimiento interno que una empresa deberá pagar a los inversores para incitarles a arriesgar su dinero

en la compra de los títulos emitidos por ella (acciones ordinarias, acciones preferentes, obligaciones, préstamos, etc.)”.

Asimismo, McTaggart y otros (1994: 187) mencionan que “el costo de capital de una compañía es la tasa de rendimiento mínima aceptable que demandan los accionistas por el uso del capital”.

El método más utilizado para calcular costo de capital, es través del modelo de equilibrio de activos financieros o modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM⁽¹²⁾, por sus siglas en inglés) donde el costo de oportunidad del capital es igual a la tasa de rendimiento de un instrumento libre de riesgo más el producto del riesgo sistemático de la empresa por la prima de riesgo del mercado, entendiéndose por esta la diferencia que existe entre la tasa de mercado y la tasa libre de riesgo (Guzmán, 1998). Sin embargo este modelo no siempre funciona en países emergentes donde los rendimientos del mercado son altamente volátiles y, por lo tanto, pueden presentar tasas excesivamente o elevadas o tasas negativas, que distorsionan los resultados (Saavedra, 2008a).

La fórmula del CAPM, es la siguiente:

$$C = T_{Ir} + B (T_m + T_{Ir})$$

Donde:

C = Costo de Capital

T_{Ir} = Tasa Libre de Riesgo⁽¹³⁾

B = Beta de la acción en su mercado⁽¹⁴⁾

T_m = Tasa de Mercado⁽¹⁵⁾

A diferencia de otras medidas tradicionales, el EVA ofrece resultados más precisos, por lo que, importantes empresas Transnacionales y mexicanas como Peñoles, Hylsamex, Palacio de Hierro, Grupo Vitro, FEMSA, entre otras, han optado por su aplicación e implementación.

2.4 Flujo de efectivo disponible (FED) o Free Cash Flow (FCF en inglés)

Este modelo ha sido analizado por diversos autores desde la década de los 70's uno de los primeros en tratarlo fue Jaensch en 1974, continuando Franks en 1985, les siguió Copeland en dos ocasiones en los años 1990 y 2000, posteriormente, Carvallo en 1995 y Mascareñas en el 2000 (Citados en Jiménez y Escobar, 2007). Otros autores han desarrollado modelos alternos para aplicarse en aspectos muy específicos.

El FED se fundamenta en la capacidad que la empresa posee a través del tiempo para generar flujos de efectivo, los cuales serán utilizados para cubrir la totalidad de sus compromisos independientemente de las fuentes de financiamiento de las que provienen. De este modo, Copeland (2000) afirma que el flujo de efectivo operativo es el verdadero flujo de efectivo de una empresa, porque es el flujo después de impuestos que está disponible para todos los accionistas y acreedores.

Por lo tanto, el valor de la empresa no es otorgado por las utilidades que genera en cada uno de los periodos, sino por la generación de flujos de efectivo en un lapso de tiempo. De este modo el valor de la entidad será la suma de los flujos de efectivo de un periodo determinado, calculados a valor presente, descontándole los pagos realizados a las fuentes de financiamiento a largo plazo (Ver gráfica No. 1).

Gráfica No. 1
Presentación esquemática de Flujo de efectivo disponible



Fuente: Saavedra (2008a).

2.4.1 Metodología de Cálculo

Para lograr una adecuada determinación del valor de la empresa, mediante el Método de Flujo de Efectivo se deben desarrollar los siguientes pasos:

1. Determinación del flujo efectivo libre disponible.

2. Cálculo de la tasa de descuento aplicable.
3. Obtención del valor continuo de la empresa.

2.4.2 Ventajas y desventajas del modelo FED

Al igual que otros modelos este

posee virtudes y defectos que deben tomarse en consideración al momento de emplearlo, los cuales se presentan a continuación:

Cuadro No. 1
Ventajas y desventajas de FED

Ventajas	Desventajas
<ul style="list-style-type: none"> • Sencillez en el cálculo. • Permite aproximaciones. • La información para la valuación se encuentra al alcance de todo interesado. • Considera el crecimiento esperado. • Refleja los rendimientos estimados en concordancia con el riesgo. • Permite aplicar factores de alteración para lograr el adecuado análisis de sensibilidad. • Evita las distorsiones del mercado. 	<ul style="list-style-type: none"> • Se complica el cálculo, en caso de que la empresa no cotice en el mercado de valores. • El inadecuado cálculo del riesgo altera significativamente los valores. • No toma en cuenta las inversiones realizadas por la entidad, a efecto de lograr nuevos flujos de efectivo. • Sólo toma en cuenta los Flujos de Efectivo generados por la empresa, sin considerar la generación o destrucción de valor.

Elaboración propia.

III. METODOLOGÍA

3.1 Planteamiento del problema

Desde mediados de la década de los ochenta se han acelerado las operaciones realizadas por las empresas en cuanto a F&A se refiere, esto a causa de que las organizaciones se han visto cada día más inmersas en una mayor competencia, como consecuencia de los avances tecnológicos, globalización de los mercados, relaciones comerciales internacionales etc., mismos que las han obligado a fusionarse, vender o adquirir otras empresas con el propósito de subsistir y hacer frente a las grandes competencias.

Para muchas empresas optar por estas estrategias ha sido un gran beneficio, que las ha mantenido en un constante crecimiento y les ha permitido incursionar en nuevos mercados, en un mundo altamente competitivo y cambiante, sin embargo es importante mencionar que no necesariamente todas las empresas que han realizado este tipo de negociaciones han salido triunfantes, es decir, para algunas de ellas los resultados han sido negativos.

Por tales motivos, es importante que las empresas cuenten con herramientas financieras que les permitan medir si una fusión o adquisición llevada a cabo

esta generando o destruyendo valor para la organización, ya sea de forma total o parcial, con el propósito de que puedan detectar a tiempo las diferentes problemáticas que pudieran llevarlas a fracasar y en su caso buscar las alternativas que les permitan corregir desviaciones de forma oportuna y confiable.

De acuerdo con lo anterior formulamos la siguiente pregunta:

¿Las fusiones han generado valor y qué modelo brinda mayores ventajas para realizar un análisis del valor?

3.2 Objetivo

El objetivo es evaluar si las fusiones han generado valor en las empresas, medido este, en términos del Valor Económico Agregado (EVA por sus siglas en inglés) y del flujo de efectivo disponible (FED), así como identificar qué modelo es el que brinda mayores ventajas en la realización de un análisis del valor.

3.3 Método

Se utilizará el método de caso múltiple, conforme al cual se analizarán dos fusiones realizadas por cuatro empresas, en el contexto mexicano, utilizando datos tanto cuantitativos como cualitativos por el período correspondiente a los años 2004 a 2008, recolectando los datos de los informes anuales de las empresas y de la información financiera de la Bolsa Mexicana de Valores.

Se calculará el valor de las empresas con los modelos EVA y

FED, se analizará la tendencia de este indicador antes y después de la fusión, para determinar si hubo aumento o disminución de valor. Adicionalmente se analizará la tendencia del precio de mercado de la acción y se comparará la misma con la tendencia de la generación de valor. Por último, se realizará un análisis comparativo de los dos modelos aplicados con el fin de determinar cuál brinda mayores ventajas en un análisis del valor.

IV LA GENERACIÓN DE VALOR A TRAVÉS DE LAS FUSIONES EN MÉXICO

Se utilizará el caso de dos fusiones: 1) América Móvil y América Telecom, 2) Iusacell y Unefon Holding

4.1 Descripción de la fusión de América Móvil y América Telecom

A continuación se presenta la historia de América Móvil, así como la descripción de la fusión y el resultado de la misma (Saavedra y Luna, 2010):

4.1.1 América Móvil

a. Historia

- América Móvil se constituyó en septiembre de 2000 mediante una escisión de Telmex.
- Las acciones de la Compañía se entregaron a los accionistas de Telmex el 7 de febrero de 2001.
- América Móvil proporcionaba servicios de telecomunicaciones inalámbricas en México a través

de Publicidad Turística, S.A., una filial de Telmex.

- En 1984, Publicidad Turística, S.A., cambió su denominación social a Radiomóvil Dipsa, S.A. de C.V., y en 1989 comenzó a operar bajo la marca “Telcel”.
- En 1999, la Compañía empezó a adquirir subsidiarias en otros países y a invertir en Telecom Américas Ltd. (“Telecom Américas”) y otras filiales extranjeras.
- La Compañía ha llevado a cabo algunas adquisiciones de forma significativa en América Latina.
- En diciembre de 2006, la Compañía se transformó de una sociedad anónima de capital variable a una sociedad anónima bursátil de capital variable.
- Al 31 de diciembre de 2007 aproximadamente el 67.4% de los usuarios celulares de la Compañía estaban ubicados fuera de México, lo que significa un crecimiento en usuarios superior al de sus operaciones en México.

b. Fusión con Amtel

Al 31 de octubre de 2006:

- Amtel era propietaria de 14,630’000,000 acciones de la Compañía, equivalentes al 40.74% de su capital en circulación.

- Los activos significativos de Amtel, eran su efectivo, inversiones temporales y las acciones representativas del capital social de la Compañía.
- Amtel tenía pasivos por un monto de aproximadamente \$14,426 millones de dólares.
- El 13 de diciembre de 2006, los accionistas de la Compañía aprobaron la fusión de esta última con América Telecom, S.A.B. de C.V. (Amtel).
- La fusión se realizó mediante la oferta de 4.07128 acciones de América Móvil por cada acción de Amtel.
- La fusión quedó inscrita en el Registro Público de Comercio del Distrito Federal el 8 de enero de 2007.

c. La Fusión dio como resultado:

- Eliminación de los honorarios por administración que la Compañía solía pagar a Amtel.
- Por otro lado se dio un incremento de aproximadamente \$11,628 millones de dólares en la cuenta de utilidad fiscal neta (CUFIN) de la Compañía⁽¹⁶⁾, cuya cantidad es la que esta última puede usar para la adquisición de sus propias acciones o pagar dividendos, sin sujetarse al pago de impuestos adicionales.

- Asimismo los accionistas de Amtel recibieron acciones Serie AA y Serie L representativas del capital social de la Compañía, en forma proporcional al número de acciones entregadas o a las solicitadas por los mismos según lo permitido en los estatutos sociales de la Compañía.
- La fusión también dio como resultado una disminución de aproximadamente 603'000,000 acciones Serie L en el capital social de la Compañía como resultado de la deuda neta asumida por la misma.

4.2 Descripción de la fusión de Iusacell y Unefon Holding

A continuación se presenta la historia de Grupo Iusacell, así como la descripción de la fusión y el resultado de la misma (Saavedra y Luna, 2010):

4.2.1 Grupo Iusacell

Actividad Principal

- Grupo Iusacell es una empresa prestadora de servicios de telecomunicaciones inalámbricas en México con poco más de 4.0 millones de usuarios de telefonía móvil inalámbrica al 31 de diciembre de 2007, de los cuales aproximadamente el 75.5% son clientes de prepago y 24.5% de postpago.

a. Historia

- Grupo Iusacell (GI) es una sociedad anónima de capital bursátil constituida al amparo de las leyes de México el 6 de agosto de 1998.
- A partir del 28 de julio de 2003 GI es subsidiaria de Móvil Access, S.A. de C.V., la cual a su vez es subsidiaria de Grupo Móvil Access, S.A. de C.V.
- Iusacell Celular, principal operadora de Grupo Iusacell, es una sociedad anónima de capital variable que se constituyó al amparo de las leyes de México el 6 de octubre de 1992.
- Las subsidiarias operativas de Grupo Iusacell comercializan sus productos y servicios bajo las marcas de Iusacell y Unefon.
- Iusacell Celular mediante sus subsidiarias tiene actividades comerciales en la industria de telecomunicaciones inalámbricas y mantiene concesiones para operar sistemas de telefonía celular en cinco áreas contiguas en el centro y sur de México.

b. Fusión con Unefon Holding (UH)

- Con el propósito de fortalecer la posición de la Compañía en

el mercado, los accionistas de GI y de Unefon después de la celebración de Asambleas Generales Extraordinarias de Accionistas, aprobaron la fusión de ambas sociedades con fecha 16 de abril de 2007.

- Con dicha fusión desaparece UH como sociedad fusionada y subsiste GI como sociedad fusionante.
- Para que UH formará parte de la fusión se emitieron acciones adicionales otorgándoles el derecho de recibir 0.00342 de acción nueva por cada acción que tuviera UH.

c. La Fusión dio como resultado:

- A partir de la fusión GI es el principal accionista de Unefon, S.A. de C.V.

- A partir del 19 de abril de 2007, se canceló la inscripción de las acciones de Unefon en el Registro Nacional de Valores, mismas que dejaron de cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (BMV).

4.3 Determinación del valor de las empresas fusionadas

Para determinar el valor de las empresas fusionadas se utilizaron los modelos: valor económico agregado (EVA) y flujo de efectivo disponible (FED), mismos que fueron descritos en el primer apartado de este trabajo, así también se analizó la tendencia del EBITDA⁽¹⁷⁾, ya que según KPMG⁽¹⁸⁾ (2008), este indicador es importante para saber si se ha generado flujo de efectivo después de la fusión, los resultados de esta aplicación se resumen a continuación:

Cuadro No 2.
Valor de América Telecom 2004-2008

América Telecom	antes de la fusión			después de la fusión	
	2004	2005	2006	2007	2008
EVA	12,122	26,226	36,354	63,262	61,297
Crecimiento EVA		116.35%	38.62%	74.02%	-3.11%
EBITDA	54,087,201	66,539,579	102,833,985	146,030,025	149,674,636
Crecimiento EBITDA		23.02%	54.55%	42.01%	2.50%
FED	59,458,060	77,324,580	131,167,226	170,161,330	191,612,946
Crecimiento FED		30.05%	69.63%	29.73%	12.61%

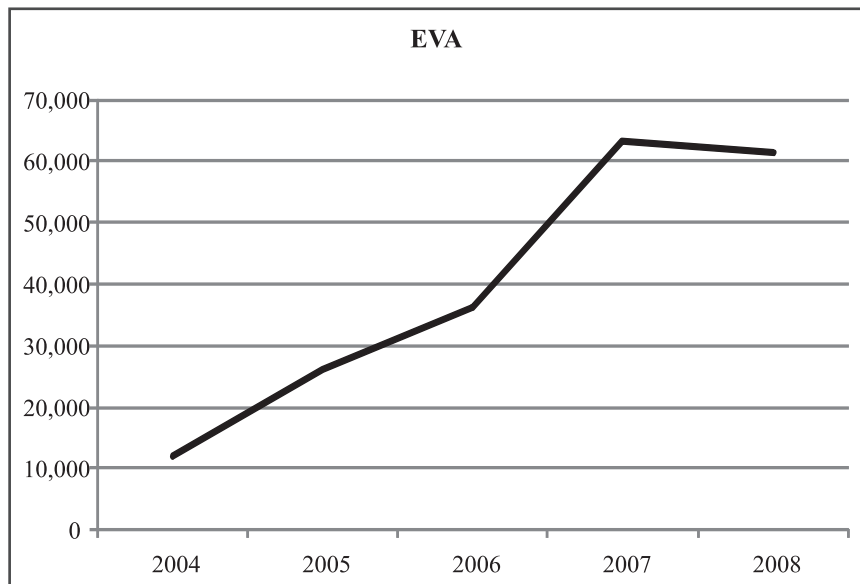
Elaboración propia.

Como podemos apreciar en el cuadro 2, en los tres años anteriores a la fusión la empresa generaba valor en términos del EVA, y el mismo era creciente, mostrando una alta tasa de crecimiento en los dos primeros años para seguir creciendo en un 38.62% en el tercer año, en el año en que se realiza la fusión se observa un crecimiento de este indicador en un 74.02%, lo que podría estar señalando que fue favorable la fusión para la creación de valor de la empresa. Sin embargo, en el año 2008, este crecimiento del valor se vuelve negativo, lo cual podría ser atribuido al impacto de la crisis económica, que experimentó México ese

año como consecuencia de la crisis financiera estadounidense(19).

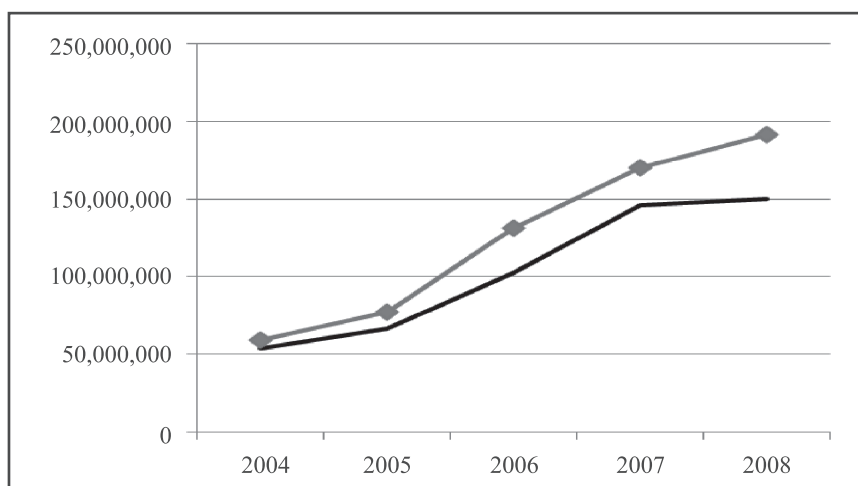
Con respecto al FED, en el cuadro 2 vemos que la empresa generaba flujos antes de la fusión reportando un crecimiento bastante considerable en el tercer año, en el año en que se realiza la fusión el crecimiento del flujo disminuye a 29.73%, probablemente ocasionado por las nuevas inversiones que tiene que realizar la empresa, reportándose una disminución más drástica en el 2008, pero sin alcanzar resultados negativos, lo cual se interpreta como favorable, dado el escenario de crisis económica.

Gráfica No. 2.
EVA de América Telecom 2004-2008 (Miles de pesos)



Elaboración propia.

Gráfica No. 3.
EBITDA de América Telecom 2004-2008 (Miles de pesos)



Elaboración propia.

En las gráficas 2 y 3, se puede ver como los tres indicadores siguen una tendencia creciente hasta el año 2007 y acusan una caída leve en el año 2008, que se debería al impacto de la crisis

económica. Así también, el EBITDA (línea inferior) sigue la misma tendencia que FED (línea superior) acusando una leve caída en 2008 pero sin llegar a valores negativos.

Cuadro No 3.
Valor de Grupo Iusacell 2004-2008
(Miles de pesos)

Grupo Iusacell	antes de la fusión			después de la fusión	
	2004	2005	2006	2007	2008
EVA	-2,314	-1,110	-658	-581	-315
Crecimiento EVA		-52.03%	-40.72%	-11.70%	-45.78%
EBITDA	572,924	1,292,777	1,657,347	2,423,637	2,388,522
Crecimiento EBITDA		125.65%	28.20%	46.24%	-1.45%
FED	613,659	1,498,416	2,273,998	3,295,864	3,232,741
Crecimiento FED		144.18%	51.76%	44.94%	-1.92%

Elaboración propia.

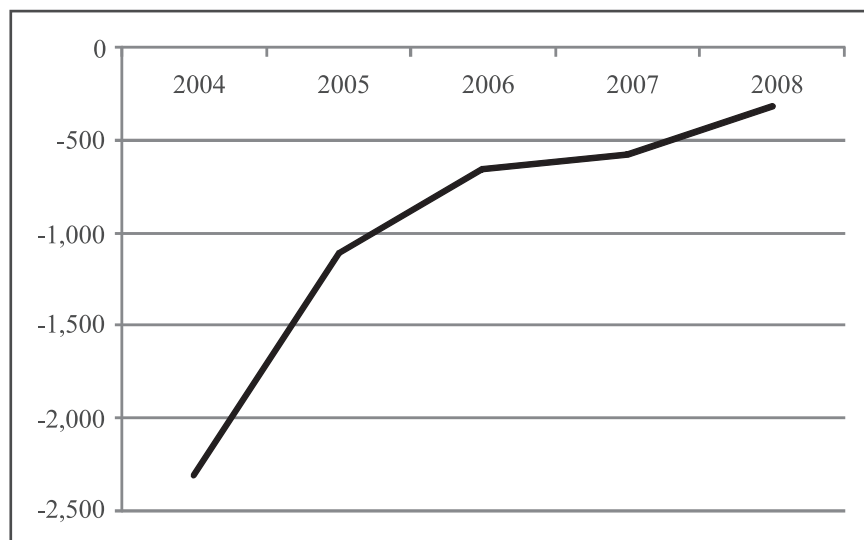
En el cuadro 3 se muestra que en los tres años anteriores a la fusión, la empresa mostraba una tendencia decreciente de destrucción de valor en términos del EVA, con tasas de decrecimiento de 46% en promedio, en el año de la fusión la destrucción de valor es menor que en los tres años anteriores, lo cual implica que el impacto fue positivo en términos de creación de valor. En el año 2008, la destrucción de valor muestra nuevamente una tasa de decrecimiento cercana a la tendencia histórica, mostrando con esto que su recuperación estaría siendo frenada por la crisis económica de ese año.

Con respecto al flujo de efectivo disponible vemos que la empresa genera flujos positivos y crecientes en los

años anteriores a la fusión, en el año de la fusión sigue generando flujos crecientes y de acuerdo con este indicador la fusión beneficio la creación de valor de la empresa. Sin embargo, en el año 2008 el crecimiento es ligeramente negativo en términos porcentuales, aunque como se puede observar se mantiene la generación de flujo de efectivo.

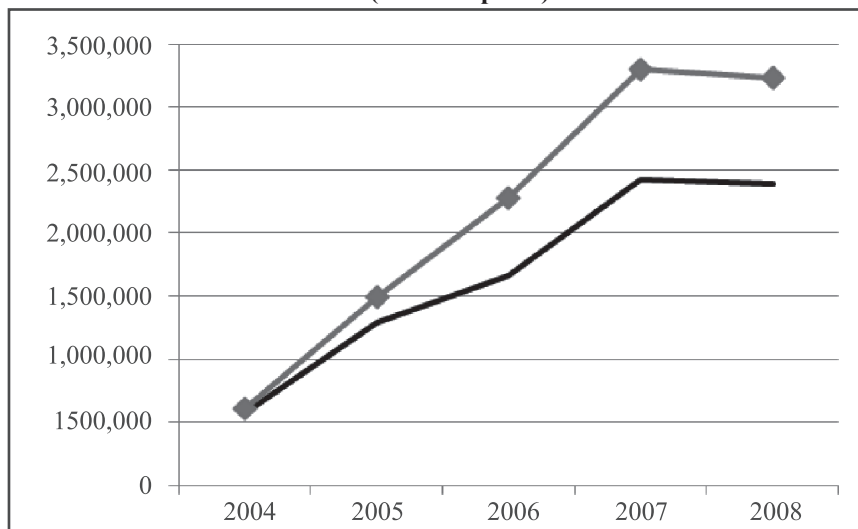
En las gráficas 4 y 5, podemos observar que mientras el EVA sigue una tendencia en la cual la destrucción de valor es cada vez menor medida en términos monetarios, el EBITDA (línea inferior) muestra un valor positivo creciente, al igual que el FED (línea superior). Mostrando ambos indicadores una leve caída en 2008, por efecto de la crisis económica.

Gráfica No. 4.
EVA de Iusacell 2004-2008
(Miles de pesos)



Elaboración propia.

Gráfica No. 5.
EBITDA de Iusacell 2004-2008
(Miles de pesos)



Elaboración propia.

4.4 Análisis correlacional de los valores obtenidos por los modelos de valuación

A continuación se presenta el análisis correlacional de los valores determinados con la aplicación de los modelos EVA, FED y el indicador de EBITDA, se utilizó la r de Pearson, utilizando el paquete estadístico SPSS, versión 19 en español para Windows®

Cuadro No 4.
Relación entre los valores de Telecom

Relación	Coefficiente correlación Pearson	Significancia	N
EVA/EBITDA	0.423	0.478	5
EVA/FED	0.468	0.427	5
FED/EBITDA	0.993	0.001	5

Elaboración propia.

Como podemos ver en el cuadro 4, los únicos valores que tienen una relación significativa son el FED y el EBITDA, mismos que para el caso de Telecom arrojaron

valores positivos elevados en los años bajo estudio. Esta relación es consistente con el hecho de que ambos indicadores toman como base valores contables.

Cuadro No 5.
Relación entre los valores de Iusacell

Relación	Coefficiente correlación Pearson	Significancia	N
EVA/EBITDA	-0.7790	0.120	5
EVA/FED	-0.7580	0.138	5
FED/EBITDA	0.997	0.000	5

Elaboración propia.

En el cuadro 5 podemos apreciar relaciones fuertes negativas entre el EVA y el EBITDA y el EVA y el FED, dado que para el caso de Iusacell el valor de EVA fue negativo en todos los años bajo estudio. Sin embargo, la relación entre FED y EBITDA es muy significativa, manteniendo la misma tendencia de crecimiento en los años analizados. Explicándose esta relación en el hecho de que ambos

indicadores toman como base valores contables.

4.5 Análisis comparativo del crecimiento de EVA, FED y el crecimiento del Precio de la Acción

En el cuadro 6, se presenta el crecimiento porcentual del valor de la empresa para Telecom medido en términos del EVA, FED y el crecimiento porcentual del precio de la acción al cierre de cada período.

Cuadro No. 6.
Crecimiento EVA, FED y Precio de Acción América Telecom

América Telecom	antes de la fusión		después de la fusión	
	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008
Crecimiento FED	30.05%	69.63%	29.73%	12.61%
Crecimiento EVA	116.35%	38.62%	74.02%	-3.11%
Crecimiento de la acción	58.73%	51.70%	37.00%	-39.90%

Elaboración propia.

Cómo podemos observar el EVA después de la fusión crece a una tasa más elevada que el precio de la acción y en el año de la crisis (2008), decrece a una tasa menor que el precio de la acción la cual cae un 40%. En cuanto al FED observamos un crecimiento menor con respecto al precio de la ac-

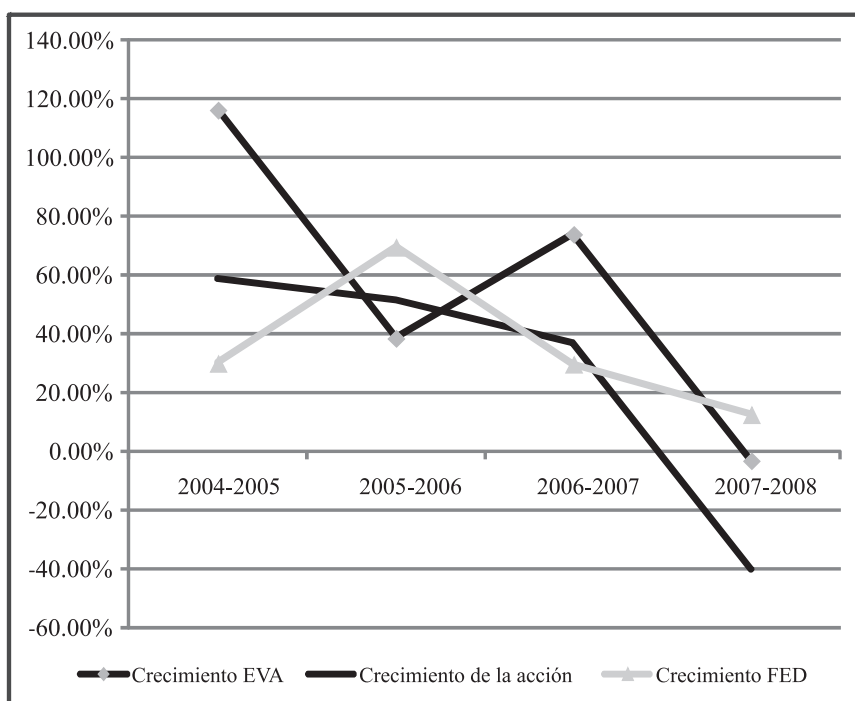
ción en el primer año, mientras que en segundo año el crecimiento es mayor, después de la fusión el crecimiento del flujo cae probablemente por la realización de nuevas inversiones, mientras que en el año de la crisis el crecimiento del flujo disminuye drásticamente pero sin llegar a ser negativo, a diferencia

los otros indicadores. Al comparar el valor de los modelos con el precio de la acción se debe tener en cuenta que este indicador está sujeto a la especulación del mercado, por lo que es un parámetro basado en expectativas,

más que en el verdadero valor de la empresa.

A continuación se mostrará en la grafica 6, la tendencia de los tres indicadores:

Gráfica No. 6.
Crecimiento EVA, FED y Precio de Acción América Telecom



Elaboración propia.

En la gráfica 6 se puede observar como el crecimiento del valor de la empresa, medidos tanto con EVA como con FED, cae en menor proporción que el precio de la acción, siendo esto coincidente con los estudios realizados por Werner y Carsten (2010), quienes encontraron que disminuye el precio de la acción como consecuencia del proceso

de la fusión, por la incertidumbre que esto crea en el mercado.

En el cuadro 7, se presenta el crecimiento porcentual del valor de la empresa para Iusacell, medido en términos del EVA, FED así como, el crecimiento porcentual del precio de la acción al cierre de cada período.

Cuadro N° 7.
Crecimiento EVA, FED y Precio de Acción Grupo Iusacell

Grupo Iusacell	antes de la fusión		después de la fusión	
	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008
Crecimiento FED	144.18%	51.76%	44.94%	-1.92%
Crecimiento EVA	-52.03%	-40.72%	-11.70%	-45.78%
Crecimiento de la acción	10.95%	187.49%	66.66%	-85.97%

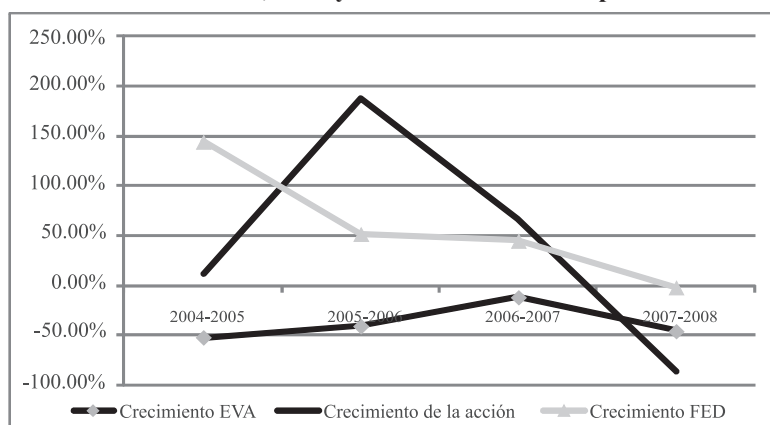
Elaboración propia.

Cómo podemos observar el EVA después de la fusión decrece a una tasa más baja que las tasas que mostraba antes de la fusión, respecto del precio de la acción este crece a una tasa menor que la que venía experimentando antes de la fusión y al momento de la crisis (2008), el EVA muestra una caída mucho menor que la caída del crecimiento del precio de la acción. En cuanto al crecimiento de FED comparado con el precio de la acción, en el primer año se observa un alto crecimiento, en el segundo año el crecimiento del flujo disminuye drásticamente, en el año de la

fusión se mantiene y en el año de la crisis el crecimiento es ligeramente negativo, pero con una caída menos drástica que el crecimiento de la acción. Como podemos observar el crecimiento del precio de la acción es elevado después de la fusión lo que indica la euforia del mercado al haber realizado las empresas esta operación, sin embargo la caída en el año de la crisis es muy fuerte y el mercado castiga duramente la acción.

A continuación se mostrará en la gráfica 7, la tendencia de los tres indicadores:

Gráfica N° 7.
Crecimiento EVA, FED y Precio de Acción Grupo Iusacell



Elaboración propia.

En la gráfica 7, podemos observar que el precio de la acción mantiene un comportamiento bastante volátil en el período bajo estudio con alzas y bajas bastante bruscas, mientras que el EVA, mantiene una tendencia constante, siendo menor su caída en el año de la crisis (2008), comparada con la caída del precio de la acción. El crecimiento de FED es a la baja, con una caída menos drástica que el precio de la acción y EVA, en el año de la crisis.

4.6 Análisis comparativo FED y EVA

Como vimos en los apartados anteriores, ambos modelos arrojan resultados diferentes aún cuando parten de la misma información contable y utilizan la misma tasa de descuento, analizando el modo como las variables incluidas en los modelos fueron tratadas vemos que la diferencia en el tratamiento de las mismas inciden en los valores arrojados por cada modelo, a modo de resumen tenemos:

Cuadro N° 8.
Análisis comparativo EVA-FED

Variable	Modelo EVA	Modelo FED
Impuesto sobre la renta	Tasa efectiva (Impuesto pagado/utilidad operativa).	Valor absoluto (Se calcula el impuesto sobre la utilidad operativa).
Inversión	Capital invertido (Activo fijo neto + capital de trabajo).	Activo fijo bruto (Variación de la inversión entre el año actual y el año anterior).
Costo de Capital	Se usa para calcular el costo sobre el capital invertido.	Se usa para descontar los flujos.
Generación de valor	Se determina por la diferencia entre la utilidad operativa después de impuestos y el cargo a capital (costo de capital).	Se determina por la capacidad de generación de flujos de efectivo.

Elaboración propia.

En el cuadro 8, vemos que el impuesto sobre la renta se calcula en el caso del EVA como la tasa efectiva, es decir la tasa de impuesto que realmente se pago, la inversión se calcula como la suma del capital invertido, es decir aquel activo fijo y capital de trabajo que está siendo utilizado realmente para generar utilidades y el costo de capital es calculado sobre este capital

invertido, es decir se calcula el costo de toda la inversión que está siendo utilizada para generar utilidades.

Por lo anterior, el EVA es el modelo que nos puede proporcionar una medida más adecuada del valor, dado que al considerar la diferencia entre el rendimiento y el costo, nos muestra el verdadero valor que se está generando

o destruyendo, lo cual es muy valioso cuando se trata de analizar el efecto de una fusión.

CONCLUSIONES

Las F&A tienen la gran capacidad de hacer que las empresas evolucionen, permiten que las compañías tomen mayor fuerza, además ayudan a las organizaciones a tener un mayor posicionamiento en el mercado de una forma mucho más rápida que si se intenta efectuar a su ritmo normal de desarrollo, también otorgan la posibilidad de obtener resultados positivos en la combinación de sus activos, así como la unión de diversas capacidades, lo cual resulta mucho más sencillo si se realiza conjuntamente al unir fuerzas con otra corporación.

Dentro del Sector Telecomunicaciones las razones por las cuales existe un gran dinamismo en F&A, son en primera instancia, porque es un campo emergente, es un mercado competido, con oportunidades para la innovación, constantemente se introducen nuevos modelos, frecuentemente se desarrollan conceptos que son lanzados al mercado, donde aquellos que tienen resultados exitosos y favorables, son captados y adquiridos por grandes empresas que aprovechan estas oportunidades para expandirse a segmentos márgenes de ganancia por encima del promedio, y en la medida en que estos maduran se presenta la consolidación, las empresas fuertes adquieren a las más débiles o se fusionan con otras, de tal suerte, que se reduce la competencia y se amplía el número de clientes.

Esto surge a raíz de las privatizaciones mismas que han extendido el poder de las transnacionales. Las grandes empresas de telecomunicaciones que antes eran públicas, hoy son privadas y se expanden vertiginosamente, sobre todo a los países en desarrollo. En México participan con la operadora de servicios básicos, Teléfonos de México, las empresas norteamericanas *Southwestern Bell* y *France Cable and Radio* (filial de France Télécom), respectivamente creando uno de los monopolios más grandes de Latinoamérica, con las características de ser costoso e ineficiente, imponiendo precios y tarifas sin regulación alguna.


Una de las medidas más utilizadas para determinar el impacto que tienen las fusiones, es la generación de valor para los accionistas de las empresas involucradas, aunque es una medida parcial, da la oportunidad de identificar las fuentes de valor para uno de los grupos más importantes, los inversionistas.

En este trabajo se analizó la generación de valor a través de las fusiones, tomando el caso de 4 empresas del sector telecomunicaciones, por un período de cinco años, que incluyeron tres antes y dos después de la fusión.

Los resultados permiten determinar para el caso de América Telecom, que la generación de valor medida en términos del EVA, después de la fusión, mostró un aumento notable lo cual podría estar indicando que la fusión si generó valor. En el caso de Grupo Iusacell los resultados no son contundentes,

puesto que, si bien es cierto la empresa mostró menor destrucción de valor la tasa de decrecimiento de este indicador también fue menor. Con respecto a la comparación que se hizo respecto del crecimiento del EVA y crecimiento del precio de la acción se encontró que el EVA, cae en menor proporción que el precio de la acción después de la fusión. Lo que implica que el valor intrínseco calculado por el EVA está libre de las especulaciones del mercado y nos permite tener una conceptualización más clara del valor. Por lo que también al realizar un análisis entre los dos modelos EVA y FED se puede destacar las bondades de EVA como el modelo más adecuado para valorar a las empresas que han realizado este tipo de estrategias.

Las limitaciones de este trabajo consisten en que se trata de un estudio de caso múltiple por lo que no es posible generalizar los resultados a todas las empresas que se fusionan, otra limitación estriba en el número de años analizados, es decir, tres antes y dos después de la fusión, una ampliación de los años nos permitiría determinar el efecto de esta estrategia en el mediano y largo plazo.

Por último, es necesario señalar que el posicionamiento de una empresa no es solo su valor, aún más cuando el mismo está supeditado a valores a futuro (cuando cotiza en bolsa), sino especialmente al servicio a la sociedad en la inclusión de más usuarios con servicios y productos de mejor calidad y a precios competitivos 

NOTAS:

1. A través del tiempo, los procesos masivos de fusiones y adquisiciones en diferentes sectores han sido originados a causa de diversos factores, siendo uno de los más importantes el cambio a la legislación o en la orientación de las políticas económicas
2. Las economías de alcance permiten reducir los costos o aumentar los ingresos por unidad, debido a las sinergias derivadas de la producción de múltiples servicios por parte de una misma empresa.
3. EVA es una marca registrada de la consultora norteamericana Stern Stewart Management Service de Nueva York.
4. Economic Value Added.
5. Weighted Average Cost of Capital.
6. Aclara Stewart (2009), que es importante para este cálculo considerar el capital de inicio porque es con el que la empresa comienza a crear valor a lo largo del año.
7. Conocido como CIF, mismo que se integra a través de los siguientes conceptos, de acuerdo a lo establecido por los postulados contables: Intereses ganados, Intereses pagados, Resultado por Posición Monetaria (REPOMO) y la fluctuación cambiaria.
8. Earnings Before Interest and Taxes.
9. Net Operating Profit After Taxes.
10. El Capital de Trabajo Operativo, es definido como la diferencia entre activos circulantes menos pasivos circulantes. Cuando los activos circulantes son superiores a los pasivos circulantes, la empresa tiene un capital de trabajo positivo, y éste será negativo cuando los pasivos circulantes son mayores a los activos circulantes. Es importante señalar que el Capital de Trabajo Operativo no considera los pasivos diferidos de impuestos a corto plazo así como los pasivos con costo.
11. Pasivo sin costo explícito, son aquellos que no pagan un costo en forma

explícita, por ejemplo, cuentas por pagar (estos si tienen un costo pero está incluido en el precio de compra del producto) y los gastos acumulados (rentas por pagar, sueldos por pagar, impuestos por pagar). Los pasivos con costo explícito son aquellos por los que se paga cierto tipo de interés.

12. Capital Price Assets Model.
13. Generalmente es la tasa de retorno a largo plazo de la deuda que emite el gobierno federal, o deuda pública, conocida en México como Cetes (Certificados de la tesorería de la federación).
14. Riesgo Sistemático de la Empresa: La beta representa la sensibilidad de rendimiento de una acción contra el rendimiento del mercado en su conjunto. Es decir si $B=1$, significa que si el mercado sube 3% las acciones subirán un 3%, y si $B=2$, significa que si el mercado sube 3% las acciones subirán el doble, es decir, un 6%.
15. Es la tasa de rendimiento de las acciones de la empresa en el mercado.
16. La CUFIN es una cuenta de control de las utilidades fiscales y dividendos empresariales.
17. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations: Ganancias antes de intereses, impuestos y depreciaciones.
18. Es una de las cuatro más grandes firmas de consultoría profesional en el mundo. Es el resultado de la fusión en 1987 entre Klynveld Main Goerdeler (KMG) y Peat Marwick International. Tiene presencia en 148 países.
19. Para conocer a mayores detalles este impacto ver Saavedra (2008b).

BIBLIOGRAFÍA

- AMAT, ORIOL (2001). EVA: Valor añadido económico. *Un nuevo enfoque para optimizar la gestión, motivar y crear valor*. Gestión 2000. Barcelona.
- CAMPA, JOSÉ MANUEL y HERNANDO, IGNACIO (2004). **Shareholder calculate creation in Europe M&A**. *European financial management*. Vol.10. No 1. pp. 47-81.
- CAMPA, JOSÉ MANUEL y HERNANDO, IGNACIO (2007). **The reaction by industry insiders to M&As in the European Financial Industry**. *IESE, Working Paper*. N° 689.
- COPELAND, TOM; KOLLER, TIM & MURRIN, JACK. (2000). **Valuation: Measuring and managing the value of companies**. Mc Kinsey & Company. Estados Unidos de América.
- CORRALES ESTRADA, MARTHA (2005). **Fusiones y adquisiciones: Una consecuencia de la Globalización, Competitividad y Posicionamiento**. *Revista Transferencia*. No 72. pp. 27-29.
- CHEIN FARIDE NAZLHE, LABTUT SERER GREGORIO y APARISI, JOSÉ ANTONIO (2008). **Fusiones y adquisiciones de empresas en México: análisis económico y fiscal**. *Revista Ciencia*. Fuente: www.revista.ciencia.uat.edu.mx, (Consultado el 18-06-10).

- FERNÁNDEZ, PABLO Y BONET, ANTONIO (2008). Fusiones, adquisiciones y control de las empresas. Mimeo IESE. Barcelona.
- GONZÁLEZ ARAYA, MARCELO y SÁEZ, RODRIGO (2005). *Relación entre EVA y los retornos accionarios de empresas chilenas emisoras de ADRs*. Ponencia presentada en la IX Asamblea General de ALAFEC en la Habana, Cuba. Fuente: www.alafec.unam.mx/asam_cuba/ponencias/fin/valuacion/valua06.doc. (Consultado el 15-01-2013).
- GUZMÁN PLATA, MARÍA DE LA PAZ (1998). **Los modelos CAPM y ARCH-M. Obtención de los coeficientes beta para una muestra de 33 acciones que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores**. *Revista Economía Teoría y Práctica, Nueva época*. No 9. pp. 63-76.
- JIMÉNEZ, F. y ESCOBAR, B. (2007). *Una propuesta para Incluir el Capital Intelectual en el Modelo de Flujos Descontados*. Conocimientos, innovación y Emprendedores: Camino al futuro. Ed. Universidad de La Rioja. Sevilla.
- KITCHING, JOHN (1967). **Why do mergers miscarry**. *Harvard Business Review*. pp. 84-101.
- KPMG, CÁRDENAS DOSAL, S.C. (2002). **Reporte de la Actividad de Fusiones y Adquisiciones**. *Revista KPMG*. México.
- KPMG, CÁRDENAS DOSAL, S.C. (2008). *Las claves del éxito de las fusiones y adquisiciones*. KPMG. México.
- MCTAGGART JAMES, MANKINS MICHAEL y KONTES PETER (1994). *The value imperative*. The Free Press. Estados Unidos de América.
- MARTÍNEZ, GLORIA y LÓPEZ, GLORIA (2003). **¿Generan valor las fusiones a las empresas colombianas?** *Revista Estudios Gerenciales*. No 86. pp. 53-61.
- MARTÍNEZ-JEREZ, ANY (2002) **Interaction between accounting and corporate governance: evidence from business combinations**. Mimeo Harvard Business School. Estados Unidos de América.
- MASCAREÑAS, JUAN (2001). **La gestión del valor en las compañías españolas que cotizan en el mercado continuo**. *Bolsa de Madrid*. No 99. pp. 14-19.
- MULHERIN, HAROL & BONE, AUDRA (2000). **Comparing acquisitions and divestitures**. *Journal of corporate finance*. No 6. pp.117-139.
- PINAUD VERDE RAMO, NICOLE y GONZÁLEZ, ARAYA MARCELO (2007). **Estrategias asociadas a la creación y destrucción de valor en empresas chilenas**. *Organizaciones en contexto*. Vol. 3. No 5. pp. 188-206.

- PRICE WATERHOUSE COOPERS (2010). *Renewables Deals: 2009 Annual Review Mergers and acquisitions activity within the global renewable power market*. ricewaterhouseCoopers. United States.
- SAAVEDRA GARCÍA, MARÍA LUISA (2002). **La valuación de empresas. Enfoques teóricos y aplicación de los modelos Black & Scholes, valor económico agregado, y flujo de efectivo disponible en México: 1991-2000**. Tesis de Grado de Doctorado en Administración. Universidad Nacional Autónoma de México. México.
- SAAVEDRA GARCÍA, MARÍA LUISA (2008a). *Valuación de empresas. Metodología para su aplicación*. Gasca Sicco. México.
- SAAVEDRA GARCÍA, MARÍA LUISA (2008b). **La crisis financiera estadounidense y su impacto en la economía mexicana**. *Revista Economía*. Vol. 33. No 26. pp. 11-41.
- SAAVEDRA GARCÍA, MARÍA LUISA y LUNA ARRIAGA CLAUDIA MARLENE (2010). Las fusiones y adquisiciones como estrategia para la generación de valor. Ponencia presentada en la XII Asamblea general de ALAFEC. Noviembre. Lima-Perú. Fuente: alafec.contabilidad.unmsm.edu.pe (Consultado el 25-02-2013).
- SAMYONG TOM LEE & KIM SENG LIM (2006). **The impact of M&A and joint ventures on the value of IT and non IT firms**. *Rev Quant Finan Acc*. No 27. pp. 111-123.
- STEWART, STERN (2009). **EVA Momentum: The One Ratio That Tells the Whole Story**. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 21. No 2. pp. 74-86.
- WERNER, REHM y CARSTEN BUCH, SIVERTSEN (2010). **A Strong foundation for M&A in 2010**. *Mc Kinsey on Finance*. No 34. pp. 17-22.