

**Procesos de Integraciones Empresariales -M&A-
¿Crean Valor?**

Presentado por:

Santiago José Arias Cogollos

Colegio de Estudios Superiores de Administración, CESA

Maestría de Finanzas Corporativas

Bogotá D.C.

2024

**Procesos de Integraciones Empresariales -M&A-
¿Crean Valor?**

Presentado por:

Santiago José Arias Cogollos

Tutor:

Federico La Molina

Colegio de Estudios Superiores de Administración, CESA

Maestría de Finanzas Corporativas

Bogotá D.C.

2024

TABLA DE CONTENIDO

1.	INTRODUCCIÓN.....	6
2.	HIPOTESIS	14
3.	OBJETIVO GENERAL Y OBJETIVOS ESPECÍFICOS	15
3.1.	Objetivo General:.....	15
3.2.	Objetivos Específicos:	15
4.	MARCO TEÓRICO Y ESTADO DEL ARTE	16
4.1.	Métodos de Valoración:.....	16
4.2.	Identificación de Sinergias.....	19
4.3.	Reconcomiendo de Primas.....	23
4.4.	Estructura de Capital	24
5.	METODOLOGÍA.....	28
6.	RESULTADOS ESPERADOS	30
6.1.	Breve descripción de las organizaciones estudiadas	30
6.2.	Motivos de Fusión Kraft-Heinz y Crecimiento Orgánico Grupo Bimbo	34
6.3.	Principales Dificultades en la Fusión Kraft -Heinz	37
6.4.	Crecimiento Orgánico de Grupo Bimbo	41
6.5.	Resultados Comparativos.....	45
7.	BIBLIOGRAFIA	47

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Tendencia globales M&A, segundo semestre 2022	7
Gráfico 2 Valor de Transacciones de M&A en Latam, 2022	8
Gráfico 3 Comportamiento de la acción de The Kraft Heinz Company,.....	38

LISTA DE TABLAS

Tabla 1 Subsidiarias más importantes del Grupo Bimbo.....	33
Tabla 2 Principales Accionistas del Grupo Bimbo	34
Tabla 3 Cifras Financieras Kraft.....	36
Tabla 4 Cifras Financieras Grupo Bimbo	36
Tabla 5 Repartición de Dividendos Grupo Bimbo, (Tomado de Informes Anuales Grupo Bimbo).	44

1. INTRODUCCIÓN

Las fusiones y adquisiciones (M&A) son herramientas de estrategia corporativa para lograr el crecimiento orgánico y la expansión de empresas y grupos empresariales. A través de las fusiones y adquisiciones, los adquirentes pueden aumentar sus cuotas de mercado, lograr economías de escala y obtener financiación y sinergias operativas. Algunas fusiones y adquisiciones pueden proporcionar beneficios fiscales a los adquirentes o eliminar las amenazas de competencia. De hecho, el ajuste de la estructura de capital puede servir como un motivo financiero importante detrás de la toma de decisiones de fusiones y adquisiciones (*Leland, H, Financial synergies and the optimal scope of the firm: Implication for mergers, spinoffs and structured finance. Journal of Finance, 2007*).

Como todas las industrias, en el año 2021 las transacciones de fusiones y adquisiciones o su denominación en inglés *Mergers and Acquisitions* -M&A- tuvieron un importante incremento, pero el año 2022 ha demostrado una pausa en el número de transacciones de M&A y el valor asociado a las mismas.

De acuerdo con Bain & Company en el año 2021 el volumen de las transacciones de M&A respecto al año 2020 creció en un 47% con un total de \$3.8 trillones de Dólares (*M&A Reporte - State of the Market, Bain & Company, 2022*).

En la siguiente gráfica se presentan el número de transacciones de M&A durante los últimos 4 años (*Tendencias globales de la industria de M&A: segundo semestre de 2022, PricewaterhouseCoopers, 2022*)

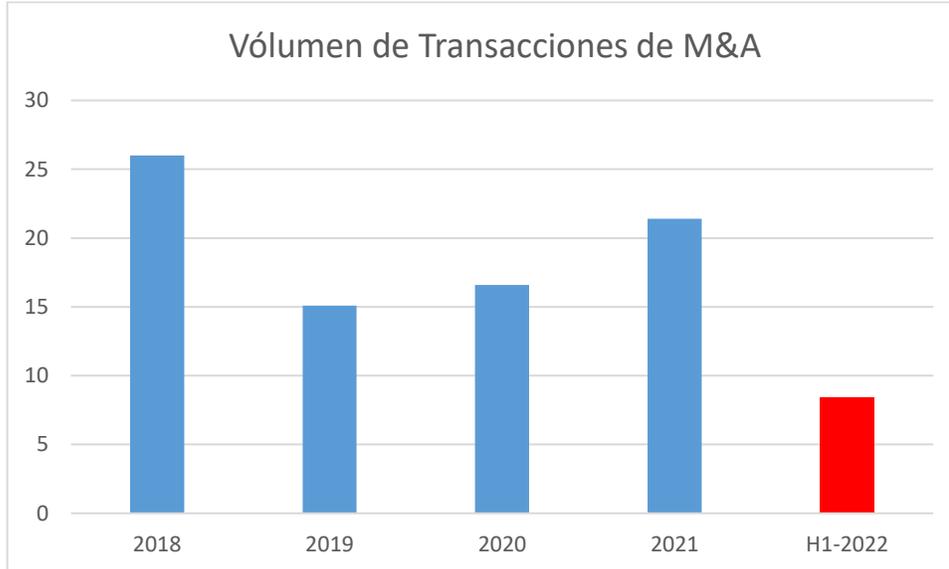


Gráfico 1 Tendencia globales M&A, segundo semestre 2022

Aunque los valores del año 2022 son muy similares a aquellos previos a la Pandemia Covid-19, la inestabilidad geopolítica, el aumento de la inflación mundial, los problemas de cadena logística y la inestabilidad de los mercados de capitales, entre otros, han ocasionado que el año 2022 haya sido un año de mucha incertidumbre, lo cual es un elemento muy importante al momento de decidir si realizar transacciones de M&A (*Global M&A Market Slows in 2022 First Half—But Shows Signs Of Strength- McKinsey & Company, 2022*).

Según *McKinsey M&A Practice*, las transacciones llevadas a cabo en las Américas (principalmente Estados Unidos) durante el año 2022 equivalen al 48% del total de las transacciones del mundo, seguidas por aquellas de Europa, Oriente Medio y África con un 28% y Asia-Pacífico con un 24% restante.

Para el caso de Latam, durante los últimos años la mayoría de las transacciones de fusiones y adquisiciones se llevaron a cabo en Brasil, Chile, México y Colombia (en ese orden) e involucraron inversionistas, principalmente, de Estados Unidos, Europa -Francia e Italia- y Asia -China y Japón- (*Deloitte, “M&A in Latin America” Octubre 2019*).

En la siguiente gráfica se presentan el valor de las transacciones de M&A durante los últimos 4 años en Latam (*Tendencias globales de la industria de M&A: segundo semestre de 2022, PricewaterhouseCoopers, 2022*)

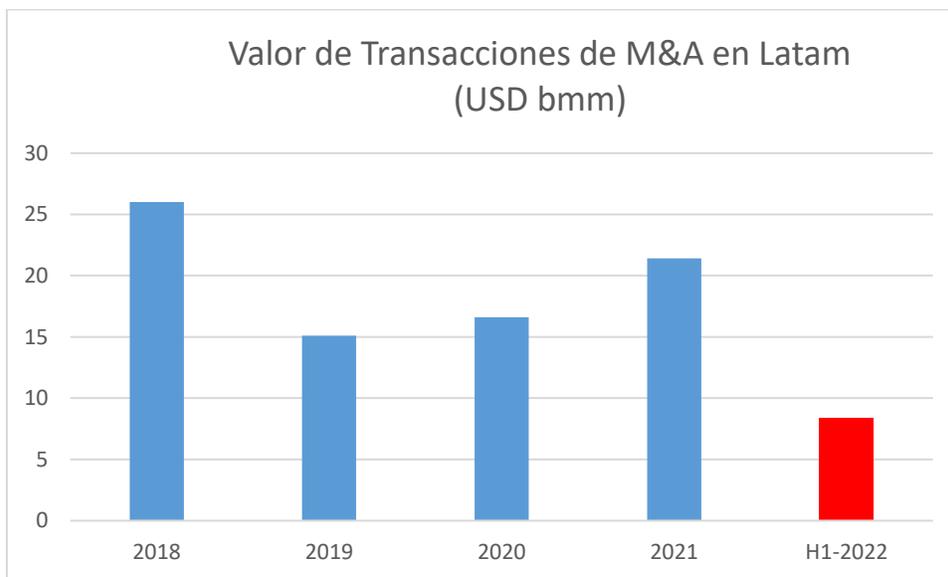


Gráfico 2 Valor de Transacciones de M&A en Latam, 2022

Por su parte, de acuerdo con el portal especializado Transactional Track Record (TTR) Colombia ha cerrado con corte al tercer trimestre del año 2022 -Q3- 87 transacciones y con USD 7.518m en capital movilizado. Por su parte, de acuerdo con el Diario La República, el mercado transaccional “En los ocho meses del año (2022) se han producido un total de 2.184 movimientos, de las cuales 44% registran un importe conjunto de US\$69.780 millones, lo que

implica un descenso de 8% en el número de operaciones y una disminución de 34% en el importe de estas frente al mismo período de 2021”.

Aunque el año 2020 y la Pandemia Covid-19 afectó de manera grave y significativa la economía de America Latina, las transacciones de M&A siguen siendo una actividad que representa importantes movimientos financieros y que ayuda al crecimiento de la economía (*Forbes, Oficina México*). Sin embargo, la actual coyuntura global, sin lugar a dudas, ha disminuido el mercado de fusiones y adquisiciones, en particular sectores tecnológicos y venture capital (McAlister, 2023).

Dentro de los diversos tipos de transacciones de M&A las más comunes son aquellas propias de adquisición de acciones que se instrumentan a través de acuerdos de compraventa, recompra de acciones, canje de acciones, fusiones de compañías, adquisiciones hostiles, entre otros (*Molina Federico Javier, Tipos de Transacciones, Estructuras y Características, 2021*).

Igualmente, el mundo del M&A incluye acuerdos de ampliación de capital, ofertas públicas de valores, ventas de activos, escisiones, privatizaciones, alianzas estratégicas, *joins ventures*, así como cualquier tipo de asociación para llevar a cabo un proyecto o empresa. (*Molina Federico Javier, Tipos de Transacciones, Estructuras y Características, mayo 2021*).

Por su parte, las integraciones empresariales se pueden catalogar entre tipos (*Jaffe, J. F., Ross, S.A., Westerfield, R.W, Finanzas Corporativas. McGrawHill/Interamericana Editores, S.A., 2012*): (i) Adquisición horizontal: Tanto la empresa adquirente como la adquirida están en

la misma industria; (ii) Adquisición vertical: comprende empresas ubicadas en diferentes niveles del proceso de producción; y (iii) Adquisición de Conglomerado: La compañía adquirente y la firma adquirida no se relacionan entre sí.

Un proceso de M&A suele ser un proceso que toma tiempo (meses), pues inicia desde la escogencia de posibles candidatos o compañías “*target*” y culmina con el perfeccionamiento de los actos o contratos que se acuerdan en los respectivos documentos vinculantes. A modo de ilustración, un proceso de M&A involucra los siguientes pasos (Domenrgue Julian, M&A Básicos, 2021): (i) lista de candidatos; (ii) contactar a los candidatos seleccionados; (iii) acuerdo de confidencialidad; (iv) entrega de cierta información confidencial; (v) presentación de oferta de interés no vinculante; (vi) reuniones gerenciales; (vii) organización del cuarto de datos; (viii) debida diligencia; (ix) oferta vinculante; (x) acuerdo de compra; (xi) cierre de la transacción; y (xii) asuntos posteriores al cierre.

Las transacciones de M&A se basan, principalmente, en dos pilares fundamentales: (i) una adecuada valoración de la empresa o activos a ser adquiridos; y (ii) lograr que las compañías que se integran en una transacción de M&A generen valor, es decir, que se logren sinergias financieras, administrativas y operativas que permitan un crecimiento inorgánico, teniendo como base una estructura adecuada de capital.

Respecto al primer asunto, existen diferentes métodos de valoración, que se basan en el balance de la empresa, aquellos basados en la cuenta de resultados, los que se basan en los métodos mixtos y los métodos basados en el descuento de flujos de fondos (*Fernandez Pablo,*

Métodos de Valoración de Empresas, 2008). Sin embargo y en palabras del propio Pablo Fernandez “*Los métodos que se están convirtiendo cada vez más popular (y conceptualmente "correcto") son los basados en el descuento de flujos de efectivo. Estos métodos ven a la empresa como un generador de flujo de efectivo y, por lo tanto, evaluable como un activo financiero*”

En ese orden de ideas, el método de descuento de flujo de caja (DFC) y el método de múltiplos son los métodos de valoración más comunes que se utilizan actualmente en el mercado (*Barrionuevo Canto Francisco J., Método de valoración de empresas, 2014*), sin que lo anterior implique que aún se sigan usando otros métodos basados en conceptos contables, dividendos o valor terminal.

El segundo pilar fundamental en una transacción de M&A es lograr que las entidades involucradas y, en particular, aquella que participa en calidad de compradora (compraventa) o absorbente (fusión), obtenga beneficios económicos que permitan crear valor de una manera rápida y eficiente. El atractivo de los M&A radica en que parecen ser soluciones más inmediatas que la típica inversión en R&D y en que permitirían reducir la incertidumbre en la consecución del objetivo estratégico, en la medida en que la operación se escoja y se ejecute con el debido cuidado (*García Castillo, J. P. (2018). M&A para la creación de valor. Review of Global Management, 2(1), 11-12.*). Por tanto, el M&A resulta ser una herramienta disruptiva para CEOs y CFOs en la medida en que permite presentar resultados a corto plazo.

Las fusiones y adquisiciones se consagran como una vía para alcanzar la maximización de valor. De esta forma, se crea valor para la totalidad de *stakeholders* y se conciben estas operaciones como herramientas empresariales para crecer y expandirse en el mercado. Además, son transacciones que conllevan ventajas como resultan “las sinergias, la eficiencia operacional, la cuota de mercado, la entrada en nuevos mercados y beneficios tecnológicos, entre otros” (Mohapatra, J.K. *Economic Impact of Mergers; Its Motives and Consequences. A Case of Indian Aviation. Pacific Business Review Internationa, 2014*).

En virtud de lo anterior, resulta aquí un inconveniente y reto muy importante a cargo de los participantes en una transacción de M&A, pues éstos además de llevar cabo un proceso de valoración del *target*, debida diligencia y negociación de los acuerdos definitivos, deben lograr identificar las sinergias y beneficios que resulten de la integración empresarial, como consecuencia de la operación de M&A.

Igualmente, un elemento determinante para concluir si una operación de M&A es exitosa, es el valor final que se le otorga a la entidad adquirida o entidades involucradas, en virtud del proceso de negociación. Principalmente, el reconocimiento de primas de control o primas por adquisición de acciones preferenciales, en el caso de los procesos de adquisición o el reconocimiento de primas por sinergias, posicionamiento en el mercado, capacidad de mercado, en procesos de fusión, en ocasiones ha conllevado a que se pague y/o reconozca un valor precio y/o valor que, posteriormente, no es posible recuperar (Gauchan, 2015).

En una encuesta reciente realizada por McKinsey, se identificaron tres comportamientos que diferencian a los practicantes expertos en M&A de los novatos: (i) evaluar el portafolio de nuevas oportunidades con frecuencia; (ii) moverse rápidamente a través de los procesos de due diligence y ejecución; y (iii) desarrollar mejor sus capacidades de integración (Doherty, Liu, & West, 2015).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, surge la inquietud que se pretende resolver en este trabajo **¿las integraciones empresariales a través de procesos de M&A siempre generan valor?**

2. HIPOTESIS

El crecimiento inorgánico a través de operaciones de M&A no es igual de confiable y eficiente como un crecimiento orgánico, pues llevar a cabo inadecuados procesos de valoración, no identificar correctamente las sinergias, reconocer primas de precio o valor por fuera del mercado o de la valoración e implementar deficientes estructuras de capital, ha conllevado la pérdida de valor para los accionistas de las entidades compradoras y/o participantes.

3. OBJETIVO GENERAL Y OBJETIVOS ESPECÍFICOS

3.1. Objetivo General:

Demostrar a través del estudio de dos casos de empresas que participan en la industria de alimentos (Grupo Bimbo y Kraft-Heinz), como el crecimiento inorgánico y acelerado (fusión de Kraft con Heinz) no arroja los mismos resultados que un crecimiento orgánico (Grupo Bimbo), toda vez que llevar a cabo un inadecuado proceso de adquisición conllevó a que los resultados esperados no fueran los deseados.

3.2. Objetivos Específicos:

- Identificar y describir las características de los grupos de empresas analizados.
- Entender los motivos que conllevaron a Kraft y Heinz a realizar la fusión
- Identificar los errores al momento de implementar la fusión entre Kraft y Heinz respecto a:
(i) valoración; (ii) sinergias; (iii) reconocimiento de primas; y (iv) estructura de capital.
- Presentar los resultados financieros entre las organizaciones estudiadas, a través de la revisión del comportamiento de la acción de cada compañía.

4. MARCO TEÓRICO Y ESTADO DEL ARTE

4.1. Métodos de Valoración:

Cuando se habla de valoración de activos todo se enfoca en la premisa fundamental de “a mayor riesgo mayor retorno y a menor riesgo menor retorno”. De lo anterior surge entonces la necesidad de contar con instrumentos que puedan medir la rentabilidad de los activos a través del tiempo (*Molina Federico Javier, Herramientas de Estimación del Costo De Capital y sus Limitaciones*” mayo, 2021).

Para ello, el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) establece que la tasa de retorno de equilibrio de todos los activos riesgosos es una función de su covarianza (co-movimiento) con el portafolio de mercado -aquel que reúne a todos los activos riesgosos de la economía- (*Fernández Viviana, “El Modelo CAPM Para Distintos Horizontes de Tiempo”, 2005*).

En otras palabras, el CAPM es muy útil para fines de inversión al representar una de las mejores alternativas para el cálculo de la tasa de retorno exigida por los inversionistas, Con base en el trabajo de Harry Markowitz (1952), los estudiosos William F. Sharpe (1964), John Lintner (1965) y Jan Mossin (1966) se desarrolló el método CAPM, que se fundamenta en el hecho de que los inversionistas, ciertamente, optan por aquellas inversiones que implican el mayor retorno esperado para determinado nivel de riesgo -nivel de volatilidad del retorno- (De Sousa Santana Fernando, Modelo de valoración de activos financieros (CAPM) y teoría de valoración por arbitraje (APT), 2013):

Teniendo una herramienta que permite calcular un rentabilidad esperada del costo de capital, se recurre entonces a la utilización del método de descuento de los flujos, puesto que éste considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dicho flujos utilizando una tasa de descuento apropiada (*Fernandez Pablo, Métodos de Valoración de Empresas, 2008*).

En otras palabras, el método de flujos descontados determina el valor intrínseco de una compañía y sus principales características son (i) El valor de un negocio en función de su capacidad para generar recursos financieros a futuro; (ii) incorpora el concepto de riesgo, tanto de negocio como financiero; (iii) Contempla el valor temporal del dinero; y (iv) Considera las inversiones requeridas para la generación de recursos (*Barrionuevo Canto Francisco J., Método de valoración de empresas, 2014*).

Tradicionalmente la tasa de descuento que se ha utilizado para descontar lo flujos es el WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) que en español significa el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC) que se trata de la tasa de descuento que debe utilizarse para descontar los flujos de fondos operativos para evaluar una empresa utilizando el método de descuento de flujos de fondos/caja. (*Barrionuevo Canto Francisco J., Método de valoración de empresas, 2014*). Sin embargo, el método del WAAC tiene algunos problemas en su aplicación pues considera elementos como el costo de la deuda, el ahorro en impuesto y la estructura de capital como aspectos constantes durante la vida de una compañía, cuando la realidad demuestra que dichos elementos son dinámicos (*Fernandez Pablo, WAAC, Definición, Interpretaciones Equivocadas y Errores, 2001*) y, por ende, la tasa de descuento distorsiona la realidad.

Por ende, existen otras tasas de descuento como el Valor Presente Ajustado (APV) que descuenta el FCF con el rendimiento exigido a una empresa no apalancada (k_u) (*López Dumrauf Guillermo, Métodos de valuación de empresas por descuento de flujos*).

En todo caso, la gran ventaja del análisis del valor actual de los flujos de caja libre, sea utilizando el WAAC o el APV, es que tiene en cuenta el valor fundamental de cada proyecto de inversión, medido por la cantidad de liquidez que se repartirá a largo plazo (Mascareñas. 2004).

Por otra parte, se encuentra la valoración por múltiplos entendida como una serie de técnicas o métodos específicos, sustancialmente empíricos, que se basan en el análisis de los mercados en que operan las empresas y que le da al experto y, en su caso a la gerencia, un punto de referencia sencillo de entender y cómodo de uso que toma como eje de la asignación de valor aquella o aquellas variables de otras empresas o sectores que podrían ser consideradas como similares a las que utiliza la empresa en cuestión (*Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Valoración por Múltiplos, 2018*).

En cuanto a su metodología, valoración por múltiplos puede ser analizada desde tres variantes: (i) Valoración por múltiplos inmediata: asignar un valor a una empresa objeto de estudio basándose en sustitutos perfectos; (ii) - Valoración por múltiplos de un solo factor que se divide en dos etapas (a) el valor de una empresa comparable o de un grupo de empresas comparables se expresa como un múltiplo de una base de referencia, normalmente contable; y (b) el múltiplo obtenido se aplica sobre la base de referencia de la empresa objetivo; y (iii) . La

valoración por múltiplos multifactor que se basa en más de un factor de referencia y tienen más de una base de referencia (*Meitner, M, The Market Approach to Comparable Company Valuation. (Wolfgang Franz, Ed.). Mannheim. Germany: ZEW Economic Studies, 2006*).

Algunos expertos consideran que las valoraciones por múltiplos son superficiales y de utilidad limitada, pero lo cierto es que pueden ofrecer estimaciones de precios basadas en la realidad de los mercados de capitales que difícilmente puede ignorarse, sobre todo cuando se trata de inversionistas extranjeros (Marín, Ketelhohn, 2008).

Actualmente, el método de valoración más utilizado en la industria es a través de los múltiplos de EBITDA (principalmente para empresas que no cotizan en bolsa), pues incorpora el concepto de flujos y, además, permite “estimar” tanto el valor de la empresa como su valor patrimonial (Marín, Ketelhohn, 2008).

4.2. Identificación de Sinergias

Identificado y aplicado el método de valoración aplicable a una operación de M&A, el siguiente paso es entender y determinar las sinergias que conlleva la operación y la estructura de capital que se deberá implantar para maximizar la rentabilidad.

Una compañía que crea valor no sólo beneficia a sus accionistas, sino también a todas las partes involucradas (Rappaport, Alfred - La creación de valor para el accionista. Deusto- 1998). Entre los efectos de las fusiones & adquisiciones, el más deseado es el de la creación de sinergias, de distintas clases. Sobre las causas de la sinergia, Rhodes-Krop y Robinson (2008) destacan que

las compañías se fusionan porque tienen características similares y, por lo tanto, pueden generar sinergias entre ellas más fácilmente (*Salvador Espinosa de los Monteros Pérez-Brotóns, Valoración y Posible Fusión o Adquisición De Meliá Hotels International: Una Solución Ante El Impacto De La Covid-19 en la Compañía, 2020*).

Sin embargo, las operaciones de integración no siempre crean valor para el accionista, toda vez que mercado no es perfecto y se puede equivocar en las predicciones sobre las virtudes o defectos de las operaciones (*Izquierdo, G., Mascareñas, J. ¿Por qué se compran y se venden las empresas en España? Instituto de Estudios Económicos, 2020*).

Existen múltiples motivos para llevar a cabo procesos de M&A; sin embargo, los 3 motivos que más se presentan son: (i) la búsqueda de la diversificación; (ii) la autosuficiencia; y (ii) la búsqueda de un menor costo de financiación (Jaffe, J. F., Ross, S.A., Westerfield, R.W, Finanzas Corporativas. McGrawHill/Interamericana Editores, S.A., 2012). Sin perjuicio de todo lo anterior, los procesos de M&A tienen como fin lograr que la integración empresarial entre las entidades participantes conlleve en la creación de sinergias que dé como resultado que, el valor luego de la integración, debe ser mayor al valor de cada una de las participantes previo a llevar a cabo la operación. En otra palabras, sinergia es la creación de rentas económicas adicionales (S) a las existentes. La ecuación de la sinergia muestra que $2+2=5$. Esto significa que el precio de compra debe ser menor al valor presente de la renta económica de la empresa adquirida, más las sinergias generadas por la fusión, menos un rendimiento sobre la inversión que cubra también el riesgo incurrido en la compra (Marín, Ketelhohn, 2008)

Para concluir que la integración empresarial ha creado valor se toma el Valor Actual Neto de la operación que determina la diferencia entre las ganancias generadas por la operación y el costo de adquisición y solo cuando el VAN es positivo, la operación de M&A ha creado valor a los accionistas (*Izquierdo, G., Mascareñas, J. ¿Por qué se compran y se venden las empresas en España? Instituto de Estudios Económicos, 2020*).

Para calcular el costo de adquisición de una compañía, se deberá determinar la diferencia entre el pago en efectivo realizado y el valor de mercado de la compañía objetivo antes de la operación (*Allen, F. & Brealey, R. A., Myers, S. C. Principios de finanzas corporativas. McGraw-Hill/Interamericana Editores, S.A. 2010*). Ahora bien, a este cálculo se le deberá adicionar cual prima adicional que resulte de la negociación derivada de la obtención de control (en procesos de adquisición), el tipo de acciones adquiridas o el tipo de entidades involucradas (Gauchan, 2015)

Por su parte, para calcular sus ganancias se requerirá determinar las sinergias entre los siguientes aspectos:

1. Aumento de los Ingresos: Una empresa combinada podría generar más ingresos que dos compañías por separado. Los aumentos de los ingresos podrían provenir de ganancias de marketing, beneficios estratégicos y poder de mercado (*Jaffe, J. F., Ross, S.A., Westerfield, R.W, Finanzas Corporativas. McGrawHill/Interamericana Editores, S.A., 2012*).

2. Reducción de Costos: El principal factor son las economías de escala, entendidas éstas como la distribución de los costos fijos entre un mayor volumen de actividad (*Allen, F. &*

Brealey, R. A., Myers, S. C. Principios de finanzas corporativas. McGraw-Hill/Interamericana Editores, S.A. 2010). Otro elemento importante en la reducción de costos son las integraciones verticales en la medida en que se unifican procesos. Igualmente, la transferencia de tecnología, los recursos complementarios y la eliminación de la administración ineficiente son elementos que aporten a la reducción de costos (*Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, 1986*).

3. Eficiencias Fiscales: A través de las integraciones empresariales se logran obtener beneficios tributarios en la medida en que se podrán compensar pérdidas entre las compañías intervinientes o establecer mecanismos que reduzcan la tasa impositiva de las participantes (*Juan Manuel Idrovo, socio de impuestos Brick Abogados*);

4. Disminución de Necesidades de Capital -Económicas de Escala-: Cuando se lleva a cabo una operación de integración, los flujos de caja que generan las compañías podrán ser utilizados para atender necesidades de la otra compañía e, igualmente, se crea una mayor capacidad de endeudamiento (*Salvador Espinosa de los Monteros Pérez-Brotóns, Valoración y Posible Fusión o Adquisición De Meliá Hotels International: Una Solución Ante El Impacto De La Covid-19 en la Compañía, 2020*).

5. Mayores oportunidades de desarrollo profesional: Las buenas oportunidades de trabajo retienen y atraen al mejor talento ejecutivo y las mismas se derivan del talento mayor de la empresa, es decir, que la empresa fusionada se beneficia al contar con un mejor talento ejecutivo (*Marín, Ketelhohn, 2008*);

6. Transacciones interdivisionales e Integración vertical: Adquirir productos o servicios de una división hermana es una actividad competitiva, pues ambas partes buscan maximizar sus ganancias y, por ende, el resultado final se ve favorecido. Por su parte, la integración vertical permite obtener los márgenes de clientes y/o proveedores (Marín, Ketelhohn, 2008);

7. Cultura Organizacional de las Organizaciones Involucradas: Las fusiones y adquisiciones generan cambios en las vidas de las personas que trabajan en las organizaciones y es natural que haya fuerzas que se opongan a la integración (Ashkenas y Francis, 2005).

4.3. **Reconcomiendo de Primas**

La prima de negociación hace referencia al precio que se paga por encima del valor de mercado de las acciones de la entidad adquirida con el objetivo de garantizar el éxito de la operación y conseguir el control de la entidad objetivo (Diaz, Sanfilippo y Lóez, 2006).

Por un lado, los directivos de las entidades adquirentes tienden a pagar en exceso debido a que sobrestiman las ganancias futuras derivadas de la operación (Roll, 1986). Por otro lado, la existencia de varios competidores hace que la prima se incremente a medida que se realizan sucesivas ofertas y que la empresa que finalmente se hace con el control pague un precio excesivamente alto (Ruback, 1982). Por último, la existencia de problemas de agencia puede provocar que los directivos paguen un precio elevado por una operación, debido a que buscan su propio beneficio personal sin tener en cuenta las ganancias que se derivan de la misma (Shleifer y Vishny, 1997).

Existen múltiples casos que evidencia que el reconocimiento de una prima de negociación (por control, acciones preferenciales, posicionamiento de mercado, entre otros) ha conllevado a que la operación y/o integración resulte cuestionada o con resultados financieros deficientes. Por tanto, cuanto más alta sea la valoración y el premio pagado en la adquisición, el rendimiento de inversión será menor (Carlton y Perloff, 2005) y, por ende, en múltiples ocasiones la renta económica creada por las operaciones de fusiones y adquisiciones es capturada por los accionistas de las organizaciones adquiridas (Carlton y Perloff, 2005).

4.4. Estructura de Capital

Una vez llevado a cabo el proceso de valoración, identificadas las sinergias que conlleva la transacción y de manera paralela con el proceso de negociación, se debe revisar la estructura de capital que será utilizada, esto es, con recursos propios del adquirente, mediante aporte de sus inversionistas o, quizás la más utilizada y más adecuada, mediante el apalancamiento del adquirente o del *target*.

En la determinación de una estructura de capital eficiente, las compañías deben enfocar sus esfuerzos en la consecución de tres objetivos fundamentales: (i) *Disminuir el costo de capital*: aumentar el valor económico generado por la compañía al disminuir el factor de descuento de sus flujos de caja proyectados; (ii) Protegerse ante escenarios de estrés financiero: asegurar la estabilidad en los flujos de caja de la compañía como cobertura ante escenarios negativos. Y (iii) Adquirir niveles apropiados de flexibilidad financiera: contar con recursos, fuentes de financiación y capacidad de toma de decisión para llevar a cabo la estrategia del negocio a través del aprovechamiento de oportunidades de negocio estratégicas (*Felipe Castrillón Cuartas y Carlos*

Hernando Bedoya Graciano, Modelo De Valoración y Asignación de Estructura de Capital Eficiente Universidad Eafit Escuela de Economía y Finanzas, Maestría en Administración Financiera, 2019).

De esta manera, la estructura de financiación se vuelve un problema de optimización para el *sponsor*, debido a que debe buscar una combinación de instrumentos crediticios con bajo costo, pero que le permitan la mayor flexibilidad posible y sobre todo, que en conjunto tengan un vencimiento adecuado y sus pagos se ajusten a los Flujos de Caja Libres Operativos (FCLO) del target durante el horizonte de inversión con el fin de garantizar así el éxito de la transacción (*Sebastián Ramírez Guevara, La Estructura de Capital como creadora de valor y factor de éxito en adquisiciones apalancadas o Leveraged Buyouts (LBOs) Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA Maestría en Finanzas Corporativas, 2015*)

En relación con el apalancamiento para llevar a cabo una operación de M&A, la literatura financiera ha debatido entre dos cuestiones fundamentales al momento de determinar la estructura de capital; esto es: (i) determinar un ratio de apalancamiento específico; y (ii) mantenerse siempre muy cerca del ratio de apalancamiento escogido. En virtud de lo anterior, la teoría de la compensación de la estructura de capital indica que las empresas eligen un índice de apalancamiento óptimo que equilibre, por un lado, los efectos del ahorro fiscal, frente a los incentivos de inversión potencialmente distorsionados, la compensación de ejecutivos y los costos de quiebra (*Mark J. Flannery, Jan Hanousek, Anastasiya Shamshury Jiri Tresl, M&A Activity and the Capital Structure of Target Firms, publicado por Cambridge University Press, 2022*).

Korteweg calcula que desviarse del índice de apalancamiento objetivo de una empresa deteriora su valor, en particular para las empresas sobreapalancadas. (Korteweg, A. "The Net Benefits to Leverage." *Journal of Finance*, 65 (2010), 2137–2170).

Ahora bien, la cuestión respecto a identificar el ratio de apalancamiento óptimo para llevar cabo una operación de M&A depende de la naturaleza de la entidad compradora, esto es, si es pública o si es una entidad privada.

Las diferencias entre las políticas financieras de las empresas públicas y privadas son sorprendentes. Las empresas privadas tienen índices de apalancamiento que son aproximadamente un 50% más altos (33,7% frente a 22,7%), en promedio, que sus contrapartes públicas. Una mirada más cercana a las estructuras de capital de las empresas públicas y privadas revela más diferencias en la estructura de vencimiento de la deuda. La relación entre la deuda a corto plazo y la deuda total es del 64 % para las empresas privadas, mientras que la misma relación para las empresas públicas es aproximadamente la mitad del 37 %. Mientras que las emisiones de capital comprenden aproximadamente el 40% de los incidentes en los que las empresas públicas obtienen capital externo, para las empresas privadas esta cifra es de aproximadamente el 10%. Estas grandes diferencias transversales, así como el hecho de que estos dos grupos de empresas difieren notablemente en su capacidad para acceder a los mercados de valores públicos, proporcionan una configuración ideal para examinar las teorías racionales de la estructura de capital (Omer Brav, *Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm*, *The Journal of Finance*, VOL. XIV, NO. 1 • 2009).

La mayoría de las estrategias de M&A trasladan a las empresas adquirentes, la estructura de capital objetivo de la empresa adquirente. Comparando el déficit de apalancamiento de empresas adquirentes antes y después de las fusiones, Vermaelen y Xu (2011) informan que los adquirentes en el 80% de las transacciones, pueden acercarse a su objetivo de apalancamiento. De manera similar, Yang (2011) encuentra que la mayoría de los adquirentes reducen la desviación entre índice de apalancamiento real y objetivo después de fusiones y adquisiciones.

En consecuencia de lo anterior, además de la sinergia financiera lograda por el movimiento de las empresas hacia una estructura de capital óptima, el desempeño posterior de la integración también puede mejorarse mediante cambios en el apalancamiento financiero absoluto. Desde el punto de vista de la estrategia corporativa, las fusiones y adquisiciones y la estructura de capital tienen como objetivo el rendimiento a largo plazo (*Taoufik Bouraoui y France Ting Li, The Impact Of Adjustment In Capital Structure In Mergers & Acquisitions On Us Acquirers' Business Performance, The Journal of Applied Business Research –2014*)

5. METODOLOGÍA

Con el fin de responder la inquietud planteada en la introducción del presente escrito, en este documento, se utilizará la siguiente metodología. En primer, se realizará una breve descripción de los 2 grupos empresariales objeto de estudio antes de la fecha en que Kraft y Heinz formalizarán su fusión.

Es importante tener presente que aunque las 2 organizaciones seleccionadas no son competidores directos y cuentan con estructuras patrimoniales distintas, si participan en varios sectores de la industria de alimentos. Ahora bien, el motivo de analizar a Kraft-Heinz y Grupo Bimbo es que, por un lado, la historia de Kraft y Heinz estuvo inmersa en múltiples adquisiciones, fusiones y escisiones, mientras que Grupo Bimbo, a pesar de tener momentos de su historia con adquisiciones estratégicas, es una compañía de origen familiar y con un perfil conservador y de crecimiento orgánico a través del tiempo.

Posteriormente, se explicarán los motivos y fundamentos que conllevaron a que Kraft y Heinz se fusionaron.

En tercer lugar, se analizará el proceso de fusión entre Kraft y Heinz y las razones que conllevaron a sus malos resultados bajo las 4 variables explicadas en este trabajo: (i) errores en la valoración; (ii) equivocación en la identificación de sinergias; (iii) deficiente estructura de capital; y (iv) exagerado reconocimiento de prima de negociación.

Posteriormente, se presentarán las principales características que explican el crecimiento orgánico de Grupo Bimbo y como dicho crecimiento ha generado valor en sus accionistas.

Por último se realizará una comparación de ambos grupos a nivel financiero para demostrar el impacto económico a nivel de sus inversionistas, a través de la revisión del comportamiento del valor de las acción de cada en relación con el S&P.

6. RESULTADOS ESPERADOS

6.1. Breve descripción de las organizaciones estudiadas



James L. Kraft fundó Kraft en 1903 en Chicago como una empresa de venta de quesos al por mayor. En 1912, la empresa estableció su sede en Nueva York para comenzar el desarrollo internacional. Para 1914, Kraft tenía 31 variedades diferentes de queso disponibles para la venta en todo Estados Unidos (Brown, Davis, Foran. 2010). En 1915, Kraft inventó el queso procesado pasteurizado que no requería refrigeración, lo cual le otorgó una ventaja competitiva en su mercado y nuevas líneas de negocio (venta de porciones al ejército) Lo anterior le permitió su expansión (orgánica e inorgánica), adicionando a su “*pool*” de productos aderezos para ensaladas, mayonesa y leche en polvo (Brown, Davis, Foran. 2010). Ese año, Kraft fue adquirida por uno de sus mayores competidores, National Dairy. En 1969, National Dairy cambió su nombre a Kraftco Corporation y en 1976 se cambió a Kraft, Inc. En ese momento, Kraft vendía sus diversos productos en todo el mundo (Brown, Davis, Foran. 2010).

Kraft continuó consolidando la industria láctea de los Estados Unidos a través de adquisiciones y fusiones. Una de las fusiones más grandes en la historia de Kraft fue en 1989 cuando las empresas de Philip Morris fusionaron Kraft con General Foods y luego con Nabisco Holdings en 2000.

“En el año 2007, Phillips Morris comienza a desprenderse de estas empresas convirtiendo a Kraft Foods Inc. en una corporación pública totalmente independiente. Ese mismo año Kraft Foods Inc. compra la compañía francesa de galletas Groupe Danone por US\$ 7.000 millones y, en 2010, la compañía británica de dulces Cadbury por más de US\$ 19.000 millones. En el año 2012, Kraft Foods se divide en dos: Kraft Foods Group Inc (mercado estadounidense) y Mondelez International (mercado internacional)”. (Bruno, 2022)

Para el 2014, las principales marcas de Kraft eran Oscar Mayer, Velveeta, Planters, Philadelphia, Maxwell House, Lunchables, Capri Sun, Kool-Aid and JELL-O (<https://ir.kraftheinzcompany.com/news-releases/news-release-details/kraft-foods-group-reports-fourth-quarter-and-full-year-2014>)



H.J. Heinz fundó Heinz en 1869 con un producto basado en una receta de su madre con el cual aderezaba sus alimentos usando un rábano picante. Con los años Henry J. Heinz decidió formalizarse y se asoció con L.C. Noble para crear la marca Heinz, Noble & Company enfocándose a la producción de vegetales picantes en una granja de Pensilvania. Luego de la bancarrota en 1875, Heinz se asoció con su primo y su hermano y fundaron H & J Heinz Company, y crearon su más famosos producto «Ketchup» (Butko. 2014).

A comienzos del siglo XX Heinz se convirtió en el fabricante de tomate más grande del mundo, iniciando operaciones en el Reino Unido. En esa década se consolidó la venta del producto de sopa de tomate Heinz Cream of Tomato y se desarrolló el producto Heinz Salad Cream, todo bajo el concepto de enlatados (<https://www.heinz.es/our-story>).

Heinz tuvo un rol fundamental para la economía americana, en particular en la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial (Butko. 2014). En los años sesenta, Heinz ya contaba con más de 57 productos e inició su conocida y exitosa campaña basada en el número 57 (<https://www.heinz.es/our-story>). Durante las últimas décadas del siglo XX y comienzos del siglo XXI, Heinz se consolidó como una empresa líder en la industria de salsas y derivados, manteniendo su cultura y espitar original (Butko. 2014).



El Grupo Bimbo, llamado en un principio Panificación Bimbo, fue fundado en 1945 por un grupo de hermanos y amigos cercanos (Siegel, 2007). Cuando la empresa abrió su pequeña fábrica en 1945, adoptó rápidamente al osito, que llamó Bimbo. La empresa utilizó el osito para comercializar su línea inicial de productos, que consistía en cuatro tipos básicos de pan y tostadas. En la primera planta de la ciudad de México, el Grupo Bimbo se diferenció de sus competidores al envolver sus productos de panadería y tostados en celofán transparente (en lugar de utilizar el papel cera convencional), de forma que la frescura y la calidad del producto se apreciaban con claridad. (Siegel, 2007)

A partir de 1960, Bimbo se expandió mediante la creación de miles de productos de panadería y dulces que fabricaba en plantas que tenían fama en el sector por la adecuación de su tamaño y flexibilidad. A principios de los 70, la empresa empezó a producir Palomitas y consolidó sus productos de chocolate y caramelos. Entre 1984 y 1997, bajo la empresa amplió sus fronteras, expandiéndose a Estados Unidos, Centroamérica y Sudamérica. La empresa extendió su presencia mundial con la adquisición de una gran empresa brasileña en 2001, con las importantes adquisiciones en EEUU de Mrs. Baird's en 1997 y la división occidental de Weston en 2002, además de adoptar la decisión de convertirse en una de las primeras y escasas empresas latinoamericanas de productos de consumo en China en 2006 . (Siegel, 2007).

En la siguiente imagen se presenta las subsidiarias de Grupo Bimbo en todo el mundo en el año 2015, resaltando que Grupo Bimbo ejerce el control total sobre las mismas:

Tabla 1. Subsidiarias más importantes de Grupo Bimbo S.A.B de C.V (al 31 de Diciembre 2016)

Subsidiaria	Participación	País	Segmento	Actividad Principal
Bimbo, S.A de C.V	97%	México	México	Panificación
Barcel, S.A. de C.V.	98%	México	México	Dulces y botanas
Bimbo Bakeries USA, Inc.	100%	Estados Unidos	EUA y Canadá	Panificación
Canada Bread Corporation, LLC.	100%	Canadá	EUA y Canadá	Panificación
Bimbo do Brasil, Ltda.	100%	Brasil	OLA	Panificación
Bimbo, S.A.U	100%	España y Portugal	Europa	Panificación
Bakery Donuts Iberia S.A.U	100%	España y Portugal	Europa	Panificación

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Tabla 1 Subsidiarias más importantes del Grupo Bimbo

La anterior tabla es muy importante y significativa, pues muestra el perfil de Grupo Bimbo, esto es, hay un control accionario en todas sus subsidiarias con muy poca presencia de socios estratégicos.

A nivel accionario, por su parte, a 2016 seguía siendo una organización controlada por el mismo grupo de accionistas que han controlado esta organización desde sus inicios. La siguiente imagen demuestra como entidades de origen mexicano, son los controlantes de esta organización.

Tabla 2. Principales Accionistas Grupo Bimbo S.A.B de C.V (al 31 de Diciembre 2016).

Nombre	Acciones	%
Normaciel, S.A. de C.V.	438,796,285	37.3
Monser, S.A. de C.V.	133,504,636	11.4
Promociones Philae, S.A. de C.V.	58,173,026	5.0
Grupo Valacci, S.A. de C.V.	45,947,077	3.9
Distribuidora Comercial Senda, S.A. de C.V.	43,740,000	3.7
Fideicomiso Banamex 14483-3 (Las acciones de estos fideicomisos son controladas por la familia Servitje Montull)	42,967,349	3.7
Marlupag, S.A. de C.V.	40,303,384	3.4
Fideicomiso Banamex 14484-1 (Las acciones de estos fideicomisos son controladas por la familia Servitje Montull).	17,292,657	1.5
Grupo de accionistas personas físicas y morales (En lo individual, su tenencia directa no representa más de 5.0% del capital social)	94,993,673	8.1
Total	915,718,087	77.9%

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Tabla 2 Principales Accionistas del Grupo Bimbo

6.2. Motivos de Fusión Kraft-Heinz y Crecimiento Orgánico Grupo Bimbo

Fusión Kraft-Heinz

The Kraft Heinz Company es el nombre de la sociedad resultante de la fusión entre Kraft Foods y Heinz. La fusión ocurrió en el año 2015, inspirada principalmente por las bancas de inversión 3G Capital y Berkshire Hathaway, luego de absorber otras reconocidas marcas como Nabisco, Post y Oscar Mayer (Bruno, 2022).

El objetivo de la fusión entre Kraft y Heinz, conforme el perfil expansionistas de estas 2 organizaciones, según se ha explicado atrás, consistió, fundamentalmente, en continuar expandiéndose y creciendo en el mercado alimenticio, tanto a nivel nacional como internacional. Heinz actuaría como “comprador o adquiriente” y se hizo con el 51% de la nueva compañía (Kraft Heinz Company), mientras que Kraft recibió el 49% (Marín, 2019). Kraft Company estaba situada como la cuarta compañía del sector alimenticio más grande en EEUU. Heinz Company era la compañía más rentable del sector alimenticio americano (Kraft Heinz Merger Announcement Presentation, 2015).

La fusión de Heinz y Kraft conllevó a la reorganización de la compañía en tres segmentos diferenciados por regiones territoriales: (i) Estados Unidos; (ii) Canadá; y (iii) Europa, con 8 marcas con un valor superior a un billón (americano) de dólares y 5 marcas valoradas entre 500 millones y 1 billón (americano) de dólares (Kumar, 2019).

De manera previa a la fusión, las siguientes era las cifras de ambas organizaciones tomadas de sus estados financieros de ambas compañías:

Kraft:

*miles de Dólares	2013	2012
Ingresos Netos	\$18.218	\$18.271

Costo de Ventas	\$-11.395	\$12.4999
Utilidad bruta	\$6.823	\$5.772
Utilidad Neta	\$2.715	\$1.642

Tabla 3 Cifras Financieras Kraft

Heinz:

*miles de Dólares	2013	2012
Ingresos Netos	\$11.528	\$11.649
Costo de Ventas	\$-7.333	\$7.649
Utilidad bruta	\$4.195	\$3.999
Utilidad Neta	\$1.027	\$939

Tabla 4 Cifras Financieras Grupo Bimbo

Como se puede observar a partir de las anteriores cifras contables, ambas compañías tenían una estructura de ingresos y costos parecida y el tamaño de ambas era proporcional, por lo que fusionar las mismas, podría generar un aumento significativo en los ingresos y unas sinergias en los costos.

“El objetivo principal y “lema” de la fusión llevada a cabo entre KRAFT y HEINZ era crear una potencia global en alimentos y bebidas. La operación conllevaría la unión de dos de las más grandes productoras alimenticias de Estados Unidos. Las sinergias principales que se pretendían conseguir con esta transacción eran; una considerable mejora en la eficiencia de los costes de producción y con una reducción de los mismos estimada en \$1.5 billones (americanos) a partir del año 2017, junto con un aumento de los beneficios generados” (Kraft Heinz Merger Announcement Presentation, 2015). Sumado a la mejora del rendimiento económico, se alcanzaría una gran expansión internacional de las marcas que formarían parte de la compañía Kraft Heinz. La nueva compañía Kraft Heinz será la tercera empresa más grande en el sector alimenticio en Norte América” (Marín, 2019).

De acuerdo con Forbes, la principal sinergia que se pretendía conseguir con esta fusión era una reducción en los costos por 1.5 billones de Dólares a través de economías de escala en el mercado americano, mayor volumen de ventas y mejor margen operativo para la empresa fusionada. Otro elemento a destacar es la buena calificación crediticia de Kraft, que permitirá refinanciar la deuda de Heinz (Forbes, 2015).

Igualmente, dentro de las sinergias identificadas dentro del proceso de fusión se destacaron: (i) mayor participación dentro de la industria de alimentos, lo cual les otorgaba una mejor posición con relación a los competidores estratégicos; (ii) ampliación de productos sustitutos; (iii) mayor poder de negociación con proveedores; (iv) mejoramiento de la calidad del producto, a través del conocimiento de cada organización; (v) optimización del portafolio (Bruno, 2019).

En relación con la relación de intercambio entre los accionistas de ambas organización, los accionistas de Kraft, además de recibir acciones de Heinz (absorbente) recibieron una prima adicional en dinero de \$10 billones de Dólares, es decir, de \$16.50 Dólares por acción. Para ello, se utilizó un esquema de financiación por parte de Heinz (Kraft Heinz Merger Announcement Presentation, 2015).

6.3. Principales Dificultades en la Fusión Kraft -Heinz

Los primeros 2 años post-fusión arrojaron resultados financieros para The Kraft Heinz Company. A saber, en el 2016 las ganancias fueron de USD.5.601 millones de dólares, mientras que en el año 2017 fueron de USD6.057 millones (Bruno, 2019).

La siguiente gráfica (Bruno, 2019) muestra cómo fue el comportamiento de la acción The Kraft Heinz Company, evidenciando que en el año 2016 generaba retornos similares al S&P.

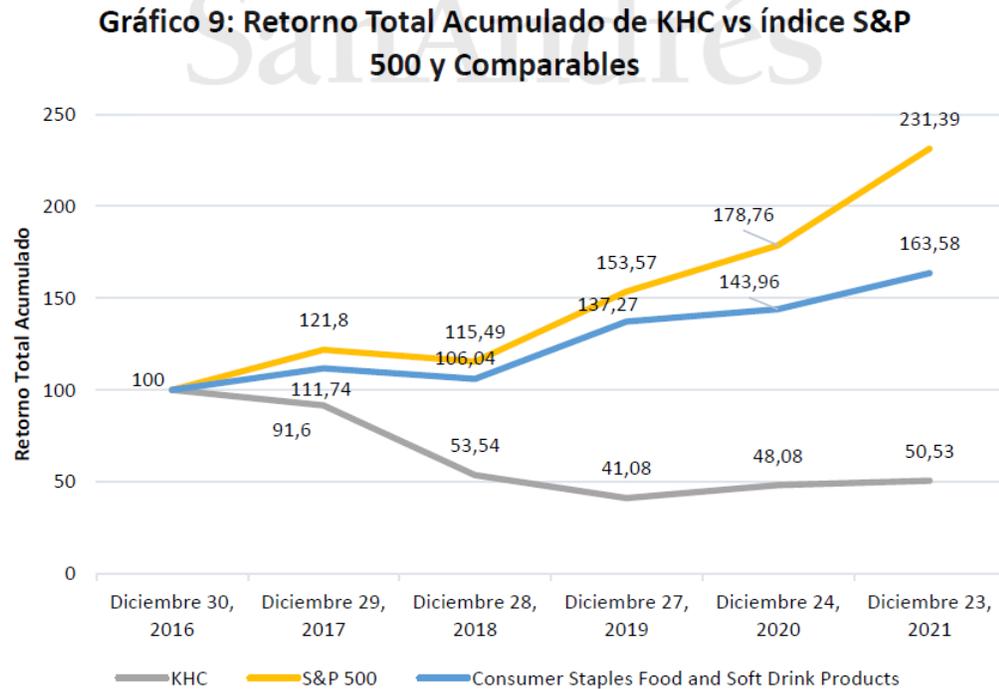


Gráfico 3 Comportamiento de la acción de The Kraft Heinz Company,

De acuerdo con Blomberg, Kraft-Heinz en el 2016 tenía una participación en el mercado de alimentos del 9,30%. Respecto a los gastos, “Con posterioridad a la fusión, y durante el periodo 2016-2017, los gastos de la compañía se mantuvieron bajos. Uno de los principales objetivos que tenía la firma por ese entonces era la reducción de los gastos. Se observa en el gráfico precedente que los gastos representaban el 11,41% del total de las ventas, proporción más baja del último lustro.(Bruno, 2019).

Por su parte y de acuerdo con los estados financieros de esta organización, las ventas netas en el año 2017 fueron de USD26.076 millones, con un costo de ventas USD17.043 millones.

De lo anterior, se concluye que la fusión Kraft-Heinz, si bien había arrojado algunos resultados financieros favorables en virtud de la suma aritmética de sus activos, pasivos, patrimonios, ingresos y costos, los mismos estaban lejos de ser extraordinarios.

Ahora bien, el año 2018 fue el momento de quiebre y en el cual se evidenció el deterioro de las finanzas de Kraft-Heinz generando pérdidas por USD10.205 millones, lo cual se recuperó en los siguientes años, pero sin poder revertir el comportamiento financiero. Como se demuestra en la gráfica atrás transcrita, el retorno de inversión de la acción de Kraft-Heinz Company se mantuvo en niveles bajos, aumentando, significativamente, la diferencia con el S&P.

Como lo explica Jacobo Marín Puente, a nivel del precio de la acción los resultados fueron aún más catastróficos. Mientras que en el año 2103 la acción de Heinz se cotizaba en 72 dólares y la acción de Kraft en el 2014 se cotizaba en 62 dólares, en el año 2019 la acción de Kraft-Heinz Company solo alcanzaba los 28 dólares.

Una de las principales causas que generó el deterioró económico de Kraft-Heinz consistió en que la administración de ésta luego de la fusión se enfocó mayoritariamente en la reducción de costos y generación de economías de escala, pero dejaron de lado elementos fundamentales como la satisfacción del cliente, la reducción de repartición de dividendoss, entre otros (LaMonica en CNN Business, 2019).

Bajo la política de reducción de costos, la estrategia más agresiva fue la reducción de personal y asignación de responsabilidades y fusiones a personas que no contaban con la capacidad, experiencia e idoneidad para ellos. El propio Diario la República en su artículo “Las razones por las que a Kraft Heinz no le ha ido bien desde su fusión en 2015” señaló lo siguiente “*Según los analistas, parte del problema fue que 3G realizó sus recortes justo cuando Kraft Heinz debería haber invertido más en investigación y desarrollo para poder competir con las empresas emergentes que comenzaban a ganarles espacio de anaquel a las gigantes de la industria alimentaria. En 2014, antes de la fusión, Kraft invirtió 149 millones de dólares en ese rubro. En 2017, la inversión combinada de Kraft Heinz ascendió a US\$ 93 millones, según algunos documentos presentados a las autoridades.*” (<https://www.larepublica.co/empresas/las-razones-por-las-que-a-kraft-y-heinz-no-les-ha-ido-bien-desde-su-fusion-en-2015-2915354>)

Igualmente, la participación de sus accionistas no resultó como se esperaba y los intereses de 3G Capital y Berkshire Hathaway eran contradictorios y forzaron la implementación de políticas propias que no eran óptimas para Kraft-Heinz.

Por su parte y bajo la óptica expansionista que caracterizaba a Kraft-Heinz y sus accionistas en el año 2017 la intención de adquirir Unilever con una oferta de US\$143.000 millones fue un total fracaso. A ojos del mercado, la estrategia de seguir creciendo de manera inorgánica demostró que la intención de esta organización y sus accionistas era, simplemente, aumentar tamaño y capacidad, dejando de lado el verdadero el pilar fundamental de un compañía la creación de valor (Joe Lynam, correponsal de la BBC)

6.4. Crecimiento Orgánico de Grupo Bimbo

A continuación se presentarán las principales características que explican que el pilar fundamental en la estrategia de crecimiento de Grupo Bimbo es el crecimiento orgánico a través la creación de nuevos productos, inmersión en nuevos mercados y el mejoramiento de sus procesos.

Ahora bien, un aspecto que demuestre el perfil conservador de este grupo es la historia de su presidente, Daniel Servitje (nieto del fundador) quien ingresó a la organización en 1982 y desde 1997 es su presidente (página oficial Grupo Bimbo). A pesar de ello, Servitje fue fundamental en la estrategia de crecimiento de Grupo Bimbo a través de 3 pilares.

El primero y más llamativo, fue la internalización de la marca mediante al ingreso de nuevos mercados como Estados Unidos, consolidación de presencia en Latinoamérica y adquisición de una planta de producción en China (Siegel, 2007).

De acuerdo con Siegel, la consolidación de Bimbo en Estados Unidos fue una tarea de varios años que, a pesar de no arrojar grandes rentabilidades, con el tiempo las marcas y productos Bimbo se fueron consolidando y varias líneas lograron importantes resultados. Aunque en Estados Unidos, la estrategia inicial fue crecer mediante pequeñas adquisiciones, solo fue hasta 2005 a través de la implementación de sus procesos que Luego, como producto de mejoras operativas, obtuvo un pequeño margen de utilidad en el 2006 (Moreira, Rodríguez 2012).

El segundo pilar fundamental consistió en el mejoramiento de procesos e incorporación de tecnología, a comienzos de la primera década del siglo XXI. A saber, Bimbo emprendió una serie de cambios a nivel de cultura organizacional fundamentado todo en la calidad; transformaron su plataforma informática de soporte a un modelo flexible; prepararon su plana gerencial vía reingeniería en sus operaciones; le dieron mayor importancia a la tecnología moderna en sus plantas de producción; entre otros aspectos, que hicieron que contara con la tecnología, la gerencia y economías de escala para competir en todos los mercados (Moreira, Rodríguez 2012).

“La tecnología para Bimbo se ha convertido en un factor importante e indispensable, no solo para su desarrollo y crecimiento, sino también para su competitividad. El Grupo Bimbo cuenta con 199 instalaciones con acceso a tecnología de punta, un enfoque de producción de bajo costo, realiza inversiones en robótica para automatizar los procesos y así garantizar calidad y frescura” (Grupo Bimbo, 2019)

Por su parte, durante las últimas 2 décadas, se inauguró la panificadora más innovadora de Europa por medio de Bimbo Iberia, y se inauguró el Parque Eólico Piedra Larga, el cual le suministra energía eléctrica verde a casi la totalidad de sus instalaciones en México (Freyle, Garcia, 2019).

El tercer pilar en la estrategia de crecimiento de Grupo Bimbo es la diversificación de productos. Actualmente, Grupo Bimbo es titular de más 100 marcas, entre las cuales están Bimbo, Marinela, Barcel, Milpa Real, Tía Rosa, Thomas, Takis, Sara Lee, Little Bites, Artesano,

Saníssimo, Pullman, Ideal, Harvest Gold, The Rustik Bakery, Dempsters, POM, Supán, entre otras (Bimbo, 2023).

A pesar de su perfil tradicional, el Grupo Bimbo, en su plan de expansión, ha adquirido diferentes compañías, pero no una estrategia de crecimiento acelerado, sino para adquirir marcas que le permitan facilitar su proceso de internacionalización mientras desarrollan productos propios para dicha plaza. En dos décadas ha adquirido 36 empresas en diferentes países con el fin de consolidarse como la panificadora más grande del mundo (Santiago & Gallardo, 2019).

Teniendo en cuenta los anteriores pilares fundamentales, de acuerdo con el Informe Anual del Grupo Bimbo para el año 2020, la empresa logró un crecimiento orgánico gracias a la expansión geográfica, la diversificación de su portafolio de productos, la inversión en innovación y la eficiencia operativa. Dicho crecimiento orgánico se ha mantenido estable a un ritmo del 3-5% anua (Informe Anual 2020, Grupo Bimbo).

Para el año 2021, de acuerdo con el reporte financiero enviado a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), las ventas de Bimbo alcanzaron niveles récord, con un aumento de 5.4% contra aquellas del 2020, impulsadas por sus volúmenes y una mezcla de precios favorable en todas las regiones donde opera la compañía (Forbes 2021).

Por su parte, en el año 2019, *Fitch Raintings* al calificar al Grupo Bimbo cEN AA+ indicó lo siguiente respecto a su crecimiento “La proyección del caso base de Fitch considera que los ingresos consolidados de Bimbo crecerán anualmente alrededor de 5% en 2019 y 2020. Se espera

que este incremento esté impulsado en mayor medida por el crecimiento orgánico de marcas reconocidas, efecto positivo por tipo de cambio de las operaciones de Estados Unidos y la integración de las adquisiciones en Asia y Latinoamérica.” (Fitch Raintings)

En virtud de todo lo anterior, la compañía se ha destacado por tener una política constante de repartición de dividendos y desde el año 2017 hasta la fecha ha incrementado un constante crecimiento como se señala en la siguiente tabla:

2017	0.29 pesos mexicanos por acción Serie A
2018	0.35 pesos mexicanos por acción Serie A
2019	0.45 pesos mexicanos por acción Serie A
2020	0.50 pesos mexicanos por acción Serie A
2021	1 pesos mexicanos por acción Serie A

Tabla 5 Repartición de Dividendos Grupo Bimbo, (Tomado de Informes Anuales Grupo Bimbo)

6.5. Resultados Comparativos

Habiendo revisado los antecedentes y características de la fusión Kraft-Heinz y el crecimiento orgánico de Grupo Bimbo, ahora se presentarán algunos indicadores financieros entre esta compañía y Grupo Bimbo, con el fin de ejemplificar los resultados financieros de estos 2 grupos durante los años 2017 a 2020. Posteriormente, se presentará el análisis en relación con el comportamiento de cada una de las acciones en relación con el S&P con el fin de demostrar la hipótesis planteada en este estudio.

Con relación al crecimiento en ventas, mientras que Kraft-Heinz no superó los USD26.000 millones, Grupo Bimbo en el año 2016 pasó de vender USD13.500 millones a USD15.200 millones con un crecimiento mejor al de sus competidores.

Respecto al margen Ebitda, para el caso de Kraft -Heinz disminuyó de 29,1% a 23% (Bruno, 2019), mientras que Grupo Bimbo subió del 10% al 12%. Este indicador es muy disiente para demostrar el perfil de ambas organizaciones.

En principio, se podría concluir que los márgenes de Kraft-Heinz, a pesar de ser castigados, son mejores que aquellos de Grupo Bimbo. Sin embargo, dicho análisis es corto, pues desconoce que para el caso de Kraft-Heinz las expectativas de rentabilidad son mayores y más exigentes a corto plazo, pues todo el proceso de fusión entre tales organizaciones y la alineación de intereses de todos los accionistas, implican lograr márgenes y rentabilidades altas a corto plazo. Por el otro lado, el Grupo Bimbo, bajo una estrategia de crecimiento orgánico y pausado, tiene márgenes menores pero en constante crecimiento.

Respecto al valor de la acción, como ya se explicó atrás, Kraft-Heinz a 2019 solo alcanzo los 28 dólares, mientras que Grupo Bimbo a tenido un valor por acción estable entre 40 y 45 dólares.

7. BIBLIOGRAFIA

- Allen, F. & Brealey, R. A., Myers, S. C. Principios de finanzas corporativas. McGraw-Hill/Interamericana Editores, S.A. 2010
- Ashkenas, R, Francis, S “Integration, managers: special leaders for special times” Harvard Business Review, 2000.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Valoración por Múltiplos, 2018.
- Barrionuevo Canto Francisco J., Método de valoración de empresas, 2014
- Brown D, Davis D and Foran A, Overview Of Kraft Foods Inc., 2010.
- Bruno, Mariano, The Kraft Heinz Company, Universidad de San Andrés Escuela de Administración y Negocios Magister en Finanzas, 2022.
- Butko, Brian, Heinz Mucho Mora Than 57 Varieties, 2014,
- Calva Moreira, Jaime Alberto, Rodriguez, Lino Rolando “Plan Estratégico Para El Grupo Bimbo: 2007 – 2011, 2012.
- Carlton, D y Perloff J, Modern Industria Organization, 2005.
- De Sousa Santana Fernando, Modelo de valoración de activos financieros (CAPM) y teoría de valoración por arbitraje (APT), 2013)
- Deloitte, “M&A in Latin America” Octubre 2019.
- Diaz, Diaz, B, Sanfilippo Azofra, S, López Gutierrez. C, Influencia de la prima sobre la creación de valor en las fusiones y adquisiciones bancarias en Europa, 2006.
- Doherty, R., Liu, S., & West, A. (2015, octubre). How M&A practitioners enable their success. McKinsey&Company. Recuperado a partir de <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-m-and-a-practitioners-enable->

[their-succes.](#)

Domenrgue Julian, M&A Básicos, 2021

Felipe Castrillón Cuartas y Carlos Hernando Bedoya Graciano, Modelo De Valoración y Asignación de Estructura de Capital Eficiente Universidad Eafit Escuela de Economía y Finanzas, Maestría en Administración Financiera, 2019

Fernandez Pablo, Métodos de Valoración de Empresas, 2008.

Fernandez Pablo, Métodos de Valoración de Empresas, 2008.

Fernandez Pablo, WAAC, Definición, Interpretaciones Equivocadas y Errores, 2001)

Fernández Viviana, “El Modelo CAPM Para Distintos Horizontes de Tiempo”, 2005.

Freyle Gomez, Andrea, García Suarez María Alejandra, Generación de valor mediante procesos de innovación: Caso de estudio Grupo Bimbo, 2019

Gauchan, Patrick A, Mergers Acquisitions & Corporate Restructurings, Seventh Edition, 2015.

Global M&A Market Slows in 2022 First Half—But Shows Signs Of Strength- McKinsey & Company, 2022

Harrison Christopher, Make The Deal, 2016.

Izquierdo, G., Mascareñas, J. ¿Por qué se compran y se venden las empresas en España? Instituto de Estudios Económicos, 2020

Jaffe, J. F., Ross, S.A., Westerfield, R.W, Finanzas Corporativas. McGrawHill/Interamericana Editores, S.A., 2012.

Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, 1986

Jordan Siegel, Grupo Bimbo, Harvard Business Scholl, 2007

Korteweg, A. “The Net Benefits to Leverage.” Journal of Finance, 65 (2010), 2137–2170)

Kraft Heinz Merger Announcement Presentation, 2015

Kumar, R. (2019). Wealth Creation in the World's Largest Mergers and Acquisitions.

La Monica, P. (2019). What went wrong at Kraft Heinz. CNN Business, Página Web. Obtenido el 5/06/19 de <https://edition.cnn.com/2019/02/22/investing/kraft-heinz-stockstrategy/index.html>.

Leland, H, Financial synergies and the optimal scope of the firm: Implication for mergers, spinoffs and structured finance. Journal of Finance, 2007.

López Dumrauf Guillermo, Métodos de valuación de empresas por descuento de flujos.

M&A Reporte - State of the Market, Bain & Company, 2022

Marín Puente, Jacobo, Análisis General de las Fusiones y Adquisiciones: Motivaciones, Métodos de Pago y Estudio de Casos Internacionales, 2019.

Marín Ximenez, José Nicolás, Ketelhohn Escobar, Werner, Fusiones y Adquisición en la Práctica, 2008.).

Mark J. Flannery, Jan Hanousek, Anastasiya Shamsbury Jiri Tresl, M&A Activity and the Capital Structure of Target Firms, publicado por Cambridge University Press, 2022

Mascareñas, Juan, Fusiones y Adquisiciones de Empresas, Cuarta Edición, 2004

McAlister, Miguel. (2023). Entrevistado por Santiago Arias (<https://co.linkedin.com/in/miguelmcallister>) .

Meitner, M, The Market Approach to Comparable Company Valuation. (Wolfgang Franz, Ed.). Mannheim. Germany: ZEW Economic Studies, 2006.

Mohapatra, J.K. Economic Impact of Mergers; Its Motives and Consequences. A Case of Indian Aviation. Pacific Business Review International, 2014.

Molina Federico Javier, Herramientas de Estimación del Costo De Capital y sus Limitaciones”

mayo, 2021.

Molina Federico Javier, Tipos de Transacciones, Estructuras y Características, 2021

ROLL, R. «The hubris hypothesis of corporate takeovers», Journal of Business, 1986.

Ruback, R, The Conoco takeover and stockholder returns», Sloan Manage-Mment Review, 1982.

(Omer Brav, Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm, The Journal ff Finance, VOL. XIV, NO. 1 • 2009).

PricewaterhouseCoopers, Tendencias globales de la industria de M&A: segundo semestre de 2022

Salvador Espinosa de los Monteros Pérez-Brotóns, Valoración y Posible Fusión o Adquisición De Meliá Hotels International: Una Solución Ante El Impacto De La Covid-19 en la Compañía, 2020.

Santiago, J., & Gallardo, E. (2015, 22 julio). Grupo Bimbo ha adquirido 36 empresas. 2019.

Sebastián Ramírez Guevara, La Estructura de Capital como creadora de valor y factor de éxito en adquisiciones apalancadas o Leveraged Buyouts (LBOs) Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA Maestría en Finanzas Corporativas, 2015

Shleifer, A. y V ISHNY W.R. «A survey of corporate governance», Journal of Finance, 1197.

Taoufik Bouraoui y France Ting Li, The Impact Of Adjustment In Capital Structure In Mergers & Acquisitions On Us Acquirers' Business Performance, The Journal of Applied Business Research –2014.