

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
ESCUELA DE POSGRADO**



**Buenas Prácticas Financieras en el Proceso de Fusiones por Absorción en
Empresas Peruanas que Cotizan en la Bolsa de Valores de Lima**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN
FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO**

**OTORGADO POR LA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Patricia Mogollón Olivos

Albert Pariona Retamozo

Rafael Raa Hervias

Roberto Varas Hilario

Asesor: Jesús Manuel Chu Rubio

Surco, julio de 2018

Agradecimientos

Expresamos nuestra mayor gratitud y aprecio a:

El profesor Jesús Manuel Chu, nuestro asesor, por su dedicación y apoyo brindado en este trabajo por las sugerencias e ideas, y por la dirección y rigor a lo largo de la elaboración de la tesis de investigación. Agradecer también a las personas que contribuyeron en este estudio directamente o indirectamente, así como a los revisores anónimos por sus comentarios constructivos que contribuyeron en nuestra tesis. Finalmente, agradecer a todos los profesores de CENTRUM Católica por sus enseñanzas en las aulas, las cuales nos servirán para poder aplicarlas en el mundo laboral.

Dedicatorias

A Dios por permitirme realizar este grado académico, a mi madre por su ejemplo, a mi esposo y a mi hijo Nicolás, por su apoyo permanente, paciencia y continuo aliento.

Patricia Mogollón

A Dios por seguir bendiciéndome todos los días de mi vida; a mis padres, por sus enseñanzas, sabiduría y amor; y a mi esposa, por su apoyo permanente e incondicional.

Rafael Raa

A mis padres por el apoyo incondicional a lo largo de mis estudios de maestría, mis hermanas Merly y Maricela, y mi sobrina Aitana por ser mi fuerza en mis momentos de flaqueza.

Albert Pariona

A mis amados padres María y Carlos, por su amor, esfuerzo, sacrificio incansable y por ser a quienes les debo todo en la vida. A mis hermanos Zoila y Carlos, por su cariño y apoyo constante ante la adversidad. A mis sobrinas María Gracia y Dana Sofía, por ser el alboroto que mi vida necesita. Y a ti Milagros, por tu todo tu apoyo.

Roberto Varas

Resumen Ejecutivo

Algunas de las estrategias desarrolladas por las empresas están vinculadas a la concentración empresarial. Dentro de este tipo de estrategias destacan claramente dos: las fusiones y las adquisiciones. Los objetivos que buscan las corporaciones cuando optan por algunas de ellas son diversos, pero los más resaltantes son la búsqueda de sinergias, el ahorro en costos, las economías de alcance y escala, y la búsqueda de creación de valor para la empresa adquirente y para sus accionistas. No obstante, en el Perú aún no se han explotado estas estrategias, como ya se hace en otros países de la región con éxito, debido a que no existen prácticas financieras estandarizadas que sirvan como parangón en las industrias. Por tanto, surge la necesidad de realizar una investigación que identifique cuáles son las buenas prácticas financieras en el marco de los procesos de fusiones por absorción. Para dicho fin, se obtuvieron ratios de creación de valor de una muestra conformada por empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima y que realizaron fusiones por absorción durante el periodo 2000-2012; luego, se compararon con un listado de prácticas financieras que fueron obtenidas a través de entrevistas realizadas a personal de las empresas pertenecientes a la muestra. Los resultados de la comparación de las prácticas financieras con los indicadores de creación de valor arrojaron que el proceso de *due diligence*, la determinación del costo de oportunidad real del inversionista, la consideración de indicadores de creación de valor, la realización de un seguimiento y control a través de indicadores financieros, y la identificación de la empresa *target* en el proceso de planeamiento financiero se constituyen como buenas prácticas financieras, toda vez que mediante estas hubo creación de valor.

Abstract

One of the strategies that are developed by companies is business concentration; and among these, two clearly show up: Mergers and Acquisitions. The objectives that are searched by corporations when they choose any of these strategies are diverse, being the ones that stand out: the search for synergies, cost savings, economies of scope and scale, and the search for value creation for the acquiring company and its shareholders. Nevertheless, in Peru this strategy has not been fully exploited, as it has been done with success in other countries of the region, due to the fact that there are no standardized financial practices that serve as a pattern in the industries. Consequently, there is a need to conduct an investigation that identifies which are the financial best practices within the framework of the merger by absorption processes. For that purpose, ratios related to value creation were obtained for a sample conformed by companies that were listed on the Lima Stock Exchange and that completed mergers by absorption during the period 2000 – 2012, and they were compared with a list of financial practices that were identified through interviews with personnel of the companies belonging to the sample. The results of the comparison between the financial practices and the value creation indicators showed that the due diligence process, the determination of the real opportunity cost of the investor, the consideration of value creation indicators, the monitoring and control through financial indicators, and the identification of the target company during the financial planning process, constitute good financial practices due to the fact that, through these, there was value creation.

Tabla de Contenidos

Capítulo I: Introducción	1
1.1. Antecedentes	2
1.2. Problema de Investigación	13
1.3. Propósito de la Investigación	15
1.3.1. Objetivos de la investigación	15
1.3.2 Preguntas de la investigación.....	15
1.4. Justificación de la Investigación.....	16
1.5. Limitaciones	16
1.6. Delimitaciones.....	17
1.7. Resumen del Capítulo.....	18
Capítulo II: Revisión de la Literatura.....	19
2.1. Buenas Prácticas Financieras	19
2.1.1. Buenas prácticas.....	19
2.1.2. Prácticas financieras	25
2.1.3. Buenas prácticas financieras.....	30
2.2. Creación de valor.....	35
2.2.1. Definición de creación de valor	35
2.2.2. Medidas de creación de valor	37
2.3. Fusiones y Adquisiciones.....	45
2.3.1. Procesos de concentración empresarial	45
2.3.2. Fusiones y adquisiciones	48
2.3.3. Situación del mercado de fusiones y adquisiciones	54
2.4. Resumen del Capítulo.....	61
Capítulo III: Metodología.....	63

3.1. Diseño de la Investigación	64
3.2. Recolección de Datos.....	65
3.3. Diseño de Muestreo	66
3.3.1. Población de estudio.....	66
3.3.2. Marco de muestreo	67
3.3.3. Técnica del muestreo.....	67
3.3.4. Tamaño de la muestra	68
3.4. Instrumento.....	70
3.5. Proceso de Recolección de Datos.....	70
3.6. Análisis e Interpretación de Datos.....	71
3.7 Resumen del Capítulo	72
Capítulo IV: Caso de Empresas de Fusión por Absorción	73
4.1. Perfil de Informantes	73
4.2. Situación Actual de las Empresas Seleccionadas.....	75
4.2.1 Caso de la empresa Volcan Compañía Minera S.A.A.....	75
4.2.2 Análisis financiero de la empresa Volcan.....	80
4.2.3 Caso de la empresa Corporación José R. Lindley S.A.	83
4.2.4. Análisis financiero de la Corporación José R. Lindley S.A.....	87
4.2.5 Caso de la empresa Alicorp S.A.A.	89
4.2.6 Análisis financiero de la empresa Alicorp S.A.A.....	93
4.2.7 Caso de la empresa Laive S.A.....	98
4.2.8 Análisis financiero de la empresa Laive S.A.	103
4.3. Buenas Prácticas Financieras Identificadas por Empresa.....	106
4.5. Consolidados de Entrevistas y Relación con los Indicadores de Creación de Valor	113
4.6. Resumen del Capítulo.....	116

Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones 118

5.1. Conclusiones 118

5.2. Contribuciones..... 122

5.3 Recomendaciones 123



Lista de Tablas

Tabla 1. Evolución del Mercado de Fusiones y Adquisiciones.....	54
Tabla 2. Ranking de Operaciones de F&A a Nivel Mundial	56
Tabla 3. Lista de Empresas de Fusión por Absorción que Pertenecen a la Bolsa de Valores de Lima.....	68
Tabla 4. Listado de Empresas Seleccionadas	69
Tabla 5. Lista de Fuentes Utilizadas	74
Tabla 6. Información de los Entrevistados	74
Tabla 7. Información sobre las Empresas	74
Tabla 8. Lista de empresas Absorbentes y Absorbidas.....	75
Tabla 9. Precios de Venta por Metal.....	77
Tabla 10. Volumen de Venta de Metales Finos Vendidos	77
Tabla 11. ROIC Compañía Minera Volcan S.A. A. (Miles de Soles)	81
Tabla 12. EVA Compañía Minera Volcan (Miles de Soles).....	82
Tabla 13. Índice de Lucratividad Minera Volcan (Miles de Soles).....	82
Tabla 14. ROE Compañía Minera Volcan (Miles de Soles)	83
Tabla 15. Volumen de Ventas	85
Tabla 16. Participación de Marcas.....	86
Tabla 17. ROIC Corporación Lindley (Miles de Soles).....	88
Tabla 18. EVA Corporación Lindley (Miles de Soles).....	89
Tabla 19. Índice de Lucratividad Corporación Lindley (Miles de Soles).....	89
Tabla 20. ROE Corporación José R. Lindley S.A. (Miles S/.).....	89

Tabla 21. Lista de Distribución de Accionistas con sus Respectivas Participaciones.....	91
Tabla 22. ROIC Alicorp S.A.A. (Miles de Soles)	95
Tabla 23. EVA Alicorp S.A.A. (Miles de Soles).....	96
Tabla 24. Índice de Lucratividad Alicorp S.A.A. (Miles de Soles).....	97
Tabla 25. ROE Alicorp S.A.A. (Miles de Soles).....	97
Tabla 26. Composición Porcentual de las Líneas de Negocios de la Empresa Laive S.A.....	99
Tabla 27. Volumen de Ventas Netas (en Toneladas Métricas)	101
Tabla 28. ROIC Empresa Laive S.A. (Miles de Soles).....	104
Tabla 29. EVA Empresa Laive S.A. (Miles de Soles).....	105
Tabla 30. Índice de Lucratividad de Empresa Laive S.A. (Miles de Soles)	105
Tabla 31. ROE Empresa Laive S.A. (Miles de Soles).....	106
Tabla 32. Buenas Prácticas Financieras en el Proceso de Fusión por Absorción.....	107
Tabla 33. Relación de Buenas Prácticas Financieras en Proceso de Fusión por Absorción .	113
Tabla 34. Frecuencia de Utilización de Buenas Prácticas Financieras	114
Tabla 35. Ponderación de Empresas que Realizan Buenas Prácticas Financieras en Procesos de Fusión.....	115
Tabla 36. Relación entre las Buenas Prácticas Financieras y los Indicadores Generadores de Valor	115
Tabla 37. Estado de Situación Financiera de la Empresa Buenaventura	137
Tabla 38. Estado de Situación Financiera de la Empresa Bayer	138
Tabla 39. Estado de Situación Financiera de la Empresa José R. Lindley	139
Tabla 40. Estado de Situación Financiera de la Empresa Milpo	140

Tabla 41. Estado de Situación Financiera de la Empresa Quimpac	141
Tabla 42. Estado de Situación Financiera de la Empresa Alicorp.....	142
Tabla 43. Estado de Situación Financiera de la Empresa Volcan	143
Tabla 44. Estado de Situación Financiera de la Empresa Laive.....	144
Tabla 45. Estado de Resultados de la Empresa Buenaventura	145
Tabla 46. Estado de Resultados de la Empresa Bayer	146
Tabla 47. Estado de Resultados de la Empresa Lindley	147
Tabla 48. Estado de Resultados de la Empresa Milpo	148
Tabla 49. Estado de Resultados de la Empresa Quimpac	149
Tabla 50. Estado de Resultados de la Empresa Alicorp.....	150
Tabla 51. Estado de Resultados de la Empresa Volcan	151
Tabla 52. Estado de Resultados de la Empresa Laive.....	152
Anexo 01. Guía de Entrevistas.....	153

Lista de Figuras

Figura 1. Mapa conceptual de la revisión de la literatura	20
Figura 2. Evolución de las buenas prácticas entre 500 a. C. y 1985.....	23
Figura 3. Evolución de las buenas prácticas entre 1986-2011	24
Figura 4. Correlación entre el rendimiento total para el accionista (RTA) y el crecimiento del empleo (CE).....	46
Figura 5. Evolución de las fusiones entre 1983-2018.....	52
Figura 6. Evolución del mercado mundial de fusiones y adquisiciones	54
Figura 7. Mercado mundial de fusiones y adquisiciones por volumen de operación.....	56
Figura 8. Evolución del mercado de fusiones y adquisiciones en LATAM.....	57
Figura 9. Principales mercados de fusiones y adquisiciones en LATAM (US\$ mil).....	58
Figura 10. Principales sectores de las transacciones de F&A	59
Figura 11. Origen de fondos de las transacciones de F&A.....	60
Figura 12. Proceso de diseño de la investigación	65
Figura 13. Distribución de volumen de ventas por destino.....	76
Figura 14. Producción nacional de zinc por empresa, 2017.....	78
Figura 15. Producción nacional de plata por empresa, 2017.....	79
Figura 16. Producción nacional de plomo por empresa, 2017 (Distribución porcentual)	79
Figura 17. Evolución de ventas versus costo.....	85
Figura 18. Historial de adquisiciones.....	91
Figura 19. Portafolio de productos.....	92
Figura 20. Cadena productiva de lácteos 2012.....	102

Figura 21. Relación entre las buenas prácticas financieras y los indicadores generadores de valor..... 116



Capítulo I: Introducción

Los procesos corporativos que ayudan a generar la creación de nuevas empresas se catalogan, principalmente, en (a) fusión, que consiste en la unión de empresas; y (b) absorción, que consiste en incorporar una nueva filial. Para cualquiera de estas modalidades los procesos suelen ser complejos, y se realizan con un objetivo fundamental, que es la generación de sinergias, las cuales permiten el desarrollo de la empresa en tamaño, consiguiendo su crecimiento en el mercado en el que se desenvuelve, y generando de esta forma la creación adicional del valor (Sánchez, 2014).

La generación de valor dentro de una empresa se puede alcanzar a través de las sinergias, que se pueden considerar como de dos tipos: (a) las sinergias productivas, enfocadas en la reducción de costos, penetración y nuevos nichos de mercado; y (b) las sinergias financieras, las cuales se traducen en el aumento de flujo de caja, disminución del costo de capital, y mejores tasas de apalancamiento financiero que permitan afrontar nuevos proyectos de inversión (Sánchez, 2014).

Las fusiones y adquisiciones se han convertido hoy en una alternativa cada vez más utilizada por las empresas para afrontar los nuevos retos en un mercado global, generando de esta manera una nueva ventaja competitiva, con la cual se diferencian en el mercado, logrando así establecerse como una entidad sólida y manteniendo un crecimiento constante (Saavedra & Luna, 2012).

El mercado peruano se vuelve cada día más competitivo por la presión que tienen las empresas para mejorar su desempeño financiero a través de la generación de valor. En ese contexto, las firmas deben tomar acciones estratégicas que las impulsen dentro de sus respectivas industrias, o fuera de ellas. Es así que las estrategias de concentración, como las fusiones y adquisiciones, se erigen como aquellas que impulsan el crecimiento empresarial, o protegen a las empresas de la desaparición, en el caso de las crisis financieras.

1.1. Antecedentes

Las firmas, en su proceso evolutivo, toman decisiones corporativas para sobrevivir en el mercado, mantenerse en la industria y, posteriormente, crecer y evolucionar, ya sea de forma orgánica o inorgánica. Estas decisiones, a medida que las firmas atraviesan los procesos antes señalados, deben revestirse de mayor creatividad, complejidad y reflexibilidad. De las diversas las estrategias que emergen en post de la evolución empresarial en la actualidad, destacan aquellas relacionadas con la gestión activa de portafolios de inversión, el éxodo de inversión en activos no estratégicos en el corto plazo y la concentración empresarial, siendo esta última la estrategia más utilizada en las últimas décadas, especialmente en épocas de crisis financieras. Por tanto, la concentración de firmas se convierte en una estrategia cuyo objetivo responderá a la coyuntura empresarial interna, así como a las variables macroeconómicas y de mercado; siendo uno de los objetivos más usuales la creación de valor para el inversionista (Israel, 2012; Palomo & Sanchis, 2010).

Por este motivo, la estrategia de concentración empresarial se erige como una manifestación corporativa que puede traducirse como: (a) la incorporación de firmas de la misma naturaleza empresarial y que generalmente actúan en un mismo mercado (concentración horizontal), (b) la unión de corporativos con la misma actividad productiva y que se complementan entre sí (concentración vertical) con la finalidad de perfeccionar la cadena de valor, (c) la unificación de empresas con distinto núcleo de negocio que actúan en distintos mercados y tienen como objetivo diversificar su riesgo sistémico (conglomerados), o (d) la combinación de firmas que, de alguna manera, se encuentran relacionadas a través de una parte de su cadena de valor o que comparten algún segmento de mercado. La concentración empresarial puede tomar forma mediante diferentes mecanismos, ya sea a través de la compra de activos de una empresa objetivo, mediante la celebración de contratos de colaboración o la formación de *holding* empresariales; sin embargo, son las fusiones y adquisiciones las

modalidades que reúnen los dos atributos fundamentales que caracterizan a las concentraciones empresariales: la organización y la colaboración; especialmente, los procesos de fusión (Israel, 2015; Sánchez, 2014).

En este punto resulta pertinente realizar una aproximación acerca del contexto en que se dio origen a la concentración empresarial, bajo la forma de las fusiones y adquisiciones. No cabe duda de que una de las economías más activas durante el siglo XIX fue la estadounidense, que contaba con mercados e industrias con un desarrollo importante. Durante esta etapa no se encontraba tipificada como delito la colusión, o también llamada concertación de precios, razón por la cual era común encontrar mercados con una cantidad importante de empresas participantes que concertaban los precios de sus productos, generando, en la práctica, acciones monopólicas. Bajo esta coyuntura americana nace, en 1890, la Ley Sherman Antitrust, más conocida como Sherman Act, norma que representa la base de las futuras legislaciones antimonopólicas; la cual señala que cualquier intento de impedir la competencia entre los estados de Estados Unidos es ilegal y, en consecuencia, constituye un delito. Asimismo, establece que cualquier acción que promueva la creación de monopolios es pasible de multas y presidio (Jeleztcheva, 2011; Lizana & Pavic, 2002). Es en este escenario que se concibe a las fusiones como un intento de encontrar una estrategia lícita de tomar control de mercados mediante prácticas, en el fondo, aún monopólicas. Posteriormente, en el año 1914, es promulgada la Ley Clayton Antitrust o Clayton Act, con la finalidad de complementar la Sherman Act y, además, reglamentar a las fusiones en el marco de la libre competencia y las prácticas antimonopólicas. Finalmente, hacia el año 1950, se crea la Celler Antimerger Act, cuyo objetivo principal era prohibir la creación de fusiones empresariales bajo un espíritu monopolístico; completando, de esta forma, el paquete antimonopolístico (Guindo, 2005; Jeleztcheva, 2011; Lizana & Pavic, 2002). Por tanto, se colige que las fusiones fueron concebidas como un intento de mantener el control del mercado sin perder el

espíritu monopolístico. En consecuencia, en un inicio las fusiones fueron concebidas como un intento lícito de mantener el control en ciertos mercados; sin embargo, posteriormente, junto con las estrategias de adquisición, han sido utilizadas para conseguir otros objetivos empresariales.

Durante los últimos 50 años, los procesos de fusiones y adquisiciones han sido investigados desde diversos enfoques, que han abarcando todo el espectro de especialidades empresariales, concentrándose, cada uno de ellos, en un tipo de problemática específica. Uno de los problemas planteados es el de las fusiones y adquisiciones que se han presentado en forma de oleadas mediante diseños metodológicos longitudinales. Al respecto, Golbe y White (1993) realizaron un estudio econométrico para demostrar la premisa de que las fusiones y adquisiciones se habrían realizado bajo la forma de oleadas en Estados Unidos. Para tal fin, adaptaron ondas sinuosas a las series de tiempo de fusiones y adquisiciones anuales durante el periodo de 1919 a 1989, y hallaron que las curvas sinuosas suministraban un poder explicativo estadísticamente significativo. Dicho de otra forma, el estudio confirmó la impresión causal de que las fusiones y adquisiciones se presentaron en forma de oleadas en Estados Unidos.

Asimismo, Gärtner y Halbheer (2009) investigaron las olas de fusiones en Estados Unidos y el Reino Unido, y se plantearon como objetivo encontrar evidencia cuantitativa sobre la hipótesis de la existencia de olas de fusiones tomando datos trimestrales de fusiones desde el año 1973 hasta el 2003. Las conclusiones a las que llegaron fueron que el modelo paramétrico de Markovian ofreció una precisa descripción de las fusiones en los Estados Unidos entre los años 1973 y 2003, además de señalar que se presentaron mayores oleadas en el Reino Unido que en Estados Unidos. A su vez, se obtuvo muy poca evidencia de que se haya presentado una ola de fusiones durante la década de los ochenta. Finalmente, la investigación arrojó, convincentemente, que no existiría una relación o vínculo entre las olas

de fusiones que se presentaron en Estados Unidos y las sucedidas en el Reino Unido durante el mismo periodo.

No obstante, Mascareñas y González (2013) efectuaron una revisión histórica de las fusiones y adquisiciones durante el periodo que va desde fines del siglo XIX a comienzos del siglo XXI, llegando a la conclusión de que se presentaron seis oleadas de fusiones y adquisiciones durante dicho periodo. Asimismo, explicaron el motivo por el cual surgieron, además de analizar las repercusiones económicas que generaron. Adicionalmente, concluyeron que existen causas comunes que propiciaron la aparición de las oleadas de fusiones y adquisiciones, como, por ejemplo, el relajamiento de barreras regulatorias, aparición de innovaciones tecnológicas y financieras, la presencia de un mercado de capitales orientado al alza y el desarrollo de la globalización.

Otro de los problemas que se abordan en los estudios de las fusiones y adquisiciones es la relación de estos procesos con los estándares de gobierno corporativo. Al respecto, Bris y Cabolis (2002) evaluaron el efecto en el valor de la industria (medido a través de la Q de Tobin) producido por los cambios en el gobierno corporativo como consecuencia de fusiones transfronterizas, llegando a la conclusión de que el indicador Q de Tobin (que mide la generación de valor) de una industria se incrementa cuando las empresas, pertenecientes a dicha industrias, son adquiridas por empresas extranjeras procedentes de países con mejores índices de gobierno corporativo. Asimismo, demostraron que empresas adquiridas, provenientes de países con regímenes menos proteccionistas, provocaban una disminución del valor de las empresas adquirentes. A su vez, la industria objetivo resultaba beneficiada cuando sus empresas fueron adquiridas por aquellas pertenecientes a países con un mejor gobierno corporativo.

Acorde con lo señalado en el párrafo anterior, Vasco, Cortés, Gaitán y Durán (2014) llevaron a cabo una investigación en la que se plantearon si el grado de actividad de las

fusiones y adquisiciones se encuentra influenciado por los estándares de gobierno corporativo de los países. Para dicho estudio se usó el modelo gravitacional, se tomó una muestra de seis países latinoamericanos pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD, por sus siglas en inglés) y se emplearon los indicadores de Kaufmann para medir los estándares de gobierno corporativo. Las conclusiones del estudio arrojaron que el modelo gravitacional tiene la capacidad de explicar que las fusiones y adquisiciones transnacionales se comportan como un motor de la inversión directa extranjera; y además, que la actividad de las fusiones y adquisiciones se ve incrementada ante la existencia de mejores estándares de gobierno corporativo tanto en el país de origen como en el país de destino.

Sin embargo, la problemática que mayor cantidad de estudios académicos ha acumulado a lo largo de los últimos 50 años es la que relaciona a las fusiones y adquisiciones con el desempeño financiero, traducido como generación de valor. Uno de los estudios más antiguos es el de Hogarty (1970), que se planteó como objetivo identificar hallazgos contradictorios al contrastar el rendimiento de la inversión y el crecimiento de las ganancias por acción de los adquirentes (empresas que adquieren a otra) con los del resto de empresas de la industria. Su estudio concluyó que el rendimiento de la inversión de las empresas fusionadas, en general, era menor que la media de la rentabilidad de las empresas de la misma industria. Asimismo, encontró que las fusiones parecieran ser una forma arriesgada de inversión.

Otro estudio que trata sobre el desempeño financiero es el de Kusewitt (1985), quien trató de encontrar la relación entre siete factores comunes de la estrategia de adquisición con el desempeño financiero a largo plazo de las empresas adquirentes: (a) tamaño relativo, (b) tasa de adquisición, (c) características comunes de la industria, (d) tiempo, (e) tipo de consideración, (f) rentabilidad adquirida, y (g) precio pagado. Para dicho fin tomó una

muestra de 138 empresas, las cuales habían realizado 3,500 adquisiciones durante el periodo comprendido entre los años 1967 y 1976. Su investigación concluyó que seis de los siete factores (a excepción del precio pagado) mantenían una relación estadísticamente significativa con los ratios de rendimiento; asimismo, comprobó que estos seis factores, en conjunto, explicaban la mayor parte del desempeño financiero, posterior a la fusión. Dicho de otra forma, el estudio de Kusewitt (1985) coligió que son seis variables las que explican, en mayor grado, el éxito de las estrategias de fusión y adquisición.

Por su parte, Chatterjee (1986), mediante su trabajo de investigación, examinó tres amplias clases de recursos (sinergias) que contribuyen a la creación de valor: (a) recursos relacionados con el costo de capital (lo que resulta en sinergia financiera), (b) recursos relacionados con el costo de producción (lo que resulta en sinergia operativa), y (c) recursos relacionados con los precios (lo que resulta en sinergia colusoria). Su estudio concluyó que la sinergia vinculada a la mayor creación de valor fue la colusoria (fusiones horizontales), seguida de la sinergia financiera (fusiones no relacionadas o conglomeradas) y la sinergia operacional (fusiones relacionadas o verticales).

Posteriormente, Fowler y Schmidt (1989) examinaron la relación entre los factores de interés de las adquisiciones y las medidas de rendimiento financiero, en el largo plazo, de las empresas adquirentes. Los factores de interés incluyen: (a) el tamaño relativo, (b) la experiencia ante adquisiciones previas, (c) la edad organizacional, (d) las características comunes de la industria, (e) las adquisiciones impugnadas frente a las no impugnadas, y (f) el porcentaje de acciones adquiridas. Las medidas financieras incluyeron datos contables y de mercado para un periodo de tiempo de cuatro años anterior a la adquisición y cuatro años posterior a la adquisición, para un total de 42 empresas del rubro de fabricación industrial. Los resultados que obtuvieron fueron que el desempeño mejoró de manera significativa en aquellas empresas que tuvieron experiencia previa de adquisiciones, un mayor porcentaje de

las acciones de la empresa objetivo o una mayor edad organizacional; y disminuyó, de forma significativa, en aquellas empresas adquirentes a las que se les presentó recurso de impugnación por parte de las empresas objetivo.

Scherer y Ravenscraft (1989), en su estudio de investigación, asumieron dos hipótesis: (a) las fusiones desplazan a los gerentes que tuvieron un desempeño deficiente en el objetivo de maximizar las ganancias de los inversionistas, bajo la premisa de que las empresas objetivo deberían presentar una rentabilidad menor que la de sus pares en la industria antes de la fusión; y (b) las operaciones de fusión generan economías de escala según el criterio de que las ganancias posteriores a la fusión deberían ser mayores que las ganancias previas, que la fusión o que el promedio de sus pares dentro de la industria. Para dicho fin, recolectaron datos de 2,732 firmas operadas por corporaciones manufactureras dentro del territorio de Estados Unidos, para un periodo comprendido entre los años 1957 y 1977. El estudio llegó a la conclusión de que las empresas, previo a la fusión, eran muy rentables, lo cual guardaba una relación inversa con el tamaño de la firma; sin embargo, después de la fusión la rentabilidad de las empresas adquiridas presentó caídas. La explicación que esbozan ante la caída de rentabilidad es la pérdida de control, porque después de la fusión se tienen estructuras organizacionales de mayor complejidad y menor competencia y/o motivación gerencial.

Asimismo, Schmidt y Fowler (1990) realizaron un estudio empírico del desempeño financiero posterior al proceso de adquisición y los cambios remunerativos de los ejecutivos. Cuatro tipos de variables (tamaño de la empresa, forma de adquisición, motivación de la plana ejecutiva y desempeño financiero) son analizadas para dos grupos de empresas adquirentes. Los resultados de estos dos grupos de empresas se comparan con un grupo de empresas que no realizó adquisiciones; además, los datos fueron tomados cuatro años antes y cuatro años después de la operación de adquisición. La investigación llegó a la conclusión de

que las empresas que pasaron por un evento de adquisición importante no presentaron un desempeño financiero favorable; es decir, que una estrategia de adquisición no es necesariamente una alternativa rentable para los accionistas.

Posteriormente, Seth (1990) examinó cómo se crea valor en los diferentes tipos de adquisiciones (horizontales, verticales). Para ello, empleó un enfoque de dos niveles a fin de evaluar los orígenes en la creación de valor en los procesos de adquisiciones: (a) creación de valor a partir de cambios en decisiones operativas o de financiamiento frente a diversificación financiera, y (b) análisis de regresión múltiple transversal para discernir entre los cambios en las decisiones operativas y los cambios en las decisiones de financiación frente a la creación de valor. Seth concluyó que la poca diversificación financiera no es relevante en la creación de valor en adquisiciones relacionadas (adquisiciones horizontales) o no relacionadas (adquisiciones verticales); y que existe una relación, estadísticamente significativa, entre un mayor apalancamiento (utilización de deuda) y la consecución en la creación de valor, para el caso de adquisiciones verticales.

Por otra parte, Healy, Palepu y Ruback (1992) llevaron a cabo una investigación en la que examinaron el rendimiento del flujo de caja, posterior a la fusión, de empresas adquirentes y adquiridas, además de explorar los orígenes de los cambios en el rendimiento del flujo de caja, producto de la fusión. Para dicho fin, examinaron las 50 mayores fusiones entre los años 1979 y 1984 en los Estados Unidos. El estudio arrojó como resultado que las empresas fusionadas mostraron mejoras, estadísticamente significativas, en la rentabilidad de sus activos, en comparación con los de la industria, lo que se traduce en mayores retornos de flujo de efectivo operativo, especialmente en líneas de negocio que se superponen (fusiones no relacionadas). Adicionalmente, encontraron una relación directa entre los aumentos en el flujo de efectivo operativo, posterior a la fusión, y los retornos anormales de las acciones en los anuncios de fusión.

Como es lógico deducir de los antecedentes detallados en esta sección, no existe un consenso, en los estudios realizados, de la relación positiva entre las fusiones y adquisiciones y el desempeño financiero. Datta, Pinches y Narayanan (1992) efectuaron un metaanálisis de los resultados encontrados en los estudios sobre la creación de riqueza o el rendimiento del mercado de fusiones y adquisiciones, empleando un marco multivariable y un análisis de regresión, para 41 estudios. El metaanálisis dio como resultado que se obtuvieron ganancias significativas en las firmas objetivo; mientras que en las empresas adquirentes no hubo tal resultado como producto de las fusiones y adquisiciones. Asimismo, que el uso de financiamiento tuvo un impacto estadísticamente significativo tanto en las empresas adquirentes, como en las empresas adquiridas. Además, que la presencia de múltiples empresas adquirentes y el tipo de adquisición (relacionada o no relacionada) influyen en el rendimiento de las empresas compradoras; mientras que los cambios en la regulación y las ofertas públicas influyen en la rentabilidad de las empresas objetivo.

Otra problemática constante, desde el punto de vista del rendimiento financiero, es la creencia generalizada de que las empresas adquiridas presentan mejor rendimiento financiero (creación de valor) que las empresas adquirentes. Sobre el particular, Rau y Vermaelen (1998) realizaron una investigación para encontrar la causa de dicha aseveración. Los datos obtenidos de las fusiones llevadas a cabo durante el periodo de enero de 1980 a diciembre de 1991 evidenciaron que las empresas adquirentes presentaban un rendimiento inferior al de las firmas adquiridas a los tres años de consumada la adquisición (no siendo uniforme en todas las empresas), señalando que este efecto se debía básicamente al bajo valor del *book to market* (valor contable de una acción dividido por su valor de mercado) de la empresa adquirente. Este hallazgo es interpretado como un exceso en la extrapolación del desempeño pasado de la firma adquirente (*book to market*) en el momento en que es evaluado el costo beneficio de una adquisición.

En concordancia con los estudios de Rau y Vermaelen; Capron y Pistre (2002) examinaron la relación existente entre los recursos provenientes tanto de la empresa adquirente como de la empresa objetivo y los rendimientos anormales (rendimientos obtenidos fuera de los esperados). Para dicho fin se tomó una muestra de 101 adquisiciones horizontales, combinando un estudio de eventos con una encuesta de transferencia de activos. Los resultados a los que llegaron fueron que las empresas adquirentes no obtienen rentabilidades anormales cuando solo reciben los recursos de la empresa adquirida. Sin embargo, cuando la empresa adquirente traslada sus recursos a la empresa adquirida, se espera que la primera obtenga rendimientos anormales. Los autores esbozaron una explicación para este efecto. Ellos señalaron que es probable que al ser trasladados los recursos a la empresa objetivo, esta no pueda desarrollarse con una mejor performance por la carga operativa.

En un estudio más actual, King, Dalton, Daily y Covin, (2004) realizaron un metaanálisis sobre la actividad de fusiones y adquisiciones, y el desempeño de la empresa. La muestra fue obtenida por estudios relacionados con el tema problemático durante el periodo comprendido entre los años 1921 y 2002. La conclusión a la que llegaron fue que las actividades de fusiones y adquisiciones presentan un modesto efecto negativo, a largo plazo, en el rendimiento de las empresas adquirentes. A su vez, encontraron que las variables más comúnmente estudiadas como condicionantes del desempeño financiero (adquisiciones de conglomerados, adquisiciones relacionadas, método de pago y experiencia de adquisiciones previas), en realidad no afectan el desempeño posterior de las fusiones y adquisiciones. Estos hallazgos les permitieron sostener que los factores o variables que en realidad determinan el desempeño financiero después de los procesos de fusiones y adquisiciones aún no se encuentran identificados ni medidos, a pesar del volumen de investigaciones que se han hecho en ese sentido durante todos estos años; por lo que sugieren dejar de lado el estudio de

estos factores y desarrollar investigaciones para encontrar aquellos que en realidad condicionan los retornos anormales.

Estudios académicos realizados en el último decenio se centran en aquellos tipos de fusiones y adquisiciones que generan desempeños financieros positivos reales. Tal es el caso de la investigación realizada por Kedia, Ravid y Pons (2011), quienes también desarrollaron un metaanálisis de los estudios disponibles sobre el tema. Los datos fueron recolectados a través de la base de datos Securities Data Company's US Mergers and Acquisitions Database, seleccionándose fusiones y adquisiciones en las que tanto la empresa adquirente como la empresa adquirida hayan cotizado en Estados Unidos durante el periodo que va de 1979 al 2002, tomando en total 1,692 transacciones. De la revisión de la data, concluyeron que hasta finales de la década de los noventa, los retornos anormales fueron positivos en el caso de fusiones verticales, para posteriormente volverse negativos después de dicho lapso. Además, corroboraron que las empresas adquirentes son las que sufren las mayores pérdidas. Asimismo, confirmaron el precepto teórico que señala que las fusiones no relacionadas (verticales) generan mayor valor cuando las fusiones y adquisiciones se realizan en mercados imperfectamente competitivos

De la acumulación de antecedentes académicos que se tienen sobre los procesos de fusiones y adquisiciones, se puede evidenciar que la problemática que mayor preocupación ha generado es la relación entre estos procesos y el desempeño financiero, es decir, generación de valor; y dentro de este campo se han desarrollado estudios cada vez más específicos, como, por ejemplo, qué tipo de fusión o adquisición se relaciona con un mayor desempeño financiero, si se genera valor en las empresas adquirentes o adquiridas después de las fusiones o adquisiciones, si las variables comúnmente señaladas como desencadenantes de generación de valor realmente lo gatillan, entre muchos otros. Lo que aún no parece quedar

claro es qué prácticas financieras pueden contribuir a la creación de valor en la nueva empresa fusionada.

1.2. Problema de Investigación

Conforme se puede colegir de los antecedentes explorados en el punto precedente, los procesos de fusión y adquisición de empresas se erigen como estrategias de desarrollo corporativo de gran envergadura y, por consiguiente, entrañan a su vez un gran riesgo en razón del capital invertido, no obstante, el enorme potencial positivo que conlleva su implementación y puesta en marcha. Aunque existe información empírica que evidencia la relación directa entre los procesos de fusión y adquisición y la creación de valor, también se ha logrado obtener certidumbre sobre cuando tal relación no se produce, generándose, en estos casos, destrucción de valor. A pesar de que uno de los objetivos principales de los procesos de fusiones y adquisiciones es mejorar el desempeño financiero a través del incremento de la eficiencia y eficacia económica de la firma recientemente formada; y teniendo como base la consecución de sinergias, el incremento de cuotas de mercado y el reemplazo de equipos ineficientes por aquellos de mejor gestión, tal objetivo no es alcanzado debido a conflictos de intereses relacionados con la teoría de la agencia, problemas con el flujo de caja libre, exceso de confianza de los directivos, deseo de fortalecer la posición de la alta gerencia, entre otros (Sehleanu, 2015). Incluso, en algunos casos, el incremento de la productividad (como resultado de la estrategia) no fue capaz de solventar los costos derivados de la propia operación (Hitt, Ireland, & Harrison, 2001).

El éxito de los procesos de fusiones y adquisiciones, a través de la generación de valor, puede ser evaluado desde diferentes aristas, siendo una de las más importantes, no cabe duda, la relacionada con la psicología organizacional; campo de estudio que se centra en cómo las conductas influyen los procesos corporativos. Existe literatura abundante al respecto que intenta identificar estas variables, como es el caso de la investigación que

realizó Leiva (2008), cuyo objetivo fue identificar qué variables conductuales y organizacionales predisponen al éxito en los procesos de fusiones y adquisiciones de empresas; concluyendo que la predisposición favorable a la fusión es la variable significativamente relacionada con el éxito de estos procesos, promoviendo, de este modo, la creación de valor. Sin embargo, desde el punto de vista financiero, y a pesar de que se cuenta con abundante literatura que relaciona el proceso de fusiones y adquisiciones con el desempeño financiero, no existen investigaciones que identifiquen las buenas prácticas de gestión financiera en este tipo de proceso. Las investigaciones relacionadas se concentran en interrogantes acerca de la relación entre el proceso y el grado de diversificación de la empresa adquiriente, la relación entre el rendimiento obtenido por el proceso de fusiones y adquisiciones y el tamaño de la empresa adquiriente y adquirida, la experiencia de la empresa adquiriente, la forma de pago para los procesos de adquisición, rendimientos antes y después del proceso de fusiones y adquisiciones, entre otros (Hitt et al., 2012).

Las investigaciones que versan sobre la problemática detallada en el párrafo anterior mantienen como foco de atención: (a) la creación de valor o el grado de rentabilidad del proceso de fusiones y adquisiciones, y (b) la promoción, en alto grado, de los procesos financieros para la consecución de estos objetivos. No obstante, no ahondan en la identificación de las buenas prácticas financieras que promueven el éxito de estas operaciones. La identificación de estas variables permitirá a los responsables de estos procesos contar con una guía de apoyo durante la fase financiera del mismo; así como un soporte funcional durante las etapas de control posfusión o adquisición. En consecuencia, la identificación de las buenas prácticas financieras, que se traducirá en la creación de valor, específicamente en el caso puntual del proceso de fusiones por absorción, brindará soporte financiero durante y después del proceso corporativo antes señalado; asimismo, permitirá dilucidar si el no éxito del proceso tiene como responsable a estas variables financieras.

1.3. Propósito de la Investigación

El propósito del presente trabajo de investigación es identificar las buenas prácticas financieras en el proceso de fusiones por absorción, en empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

1.3.1. Objetivos de la investigación

El objetivo principal de este estudio es el siguiente:

Identificar las buenas prácticas financieras en el proceso de fusiones por absorción en empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2000-2012.

En función de este objetivo principal, los objetivos secundarios son los que siguen:

- Identificar las buenas prácticas financieras en empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que realizaron fusiones por absorción durante el periodo 2000-2012.
- Determinar si las empresas de la Bolsa de Valores que realizaron fusiones por absorción y buenas prácticas financieras generaron valor durante el periodo 2000-2012.

1.3.2 Preguntas de la investigación

Conforme al propósito de la investigación y a los objetivos de la misma, el presente trabajo tiene como pregunta principal la siguiente:

¿Cuáles son las buenas prácticas financieras en el proceso de fusiones por absorción en empresas peruanas que cotizan en la BVL durante el periodo 2000-2012?

Como preguntas secundarias se plantearon las siguientes:

- ¿Cuáles son las empresas peruanas, que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que realizaron fusiones por absorción durante el periodo 2000-2012?

- ¿Cuáles fueron las buenas prácticas financieras en empresas peruanas, que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que realizaron fusiones por absorción durante el periodo 2000-2012?
- ¿Hubo generación de valor en empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que realizaron fusiones por absorción y buenas prácticas financieras durante el periodo 2000-2012?

1.4. Justificación de la Investigación

La identificación de las variables clave de éxito de los procesos corporativos revierte suma importancia, toda vez que permite contar con una guía de apoyo y de control para los procesos involucrados; así como proporciona un mecanismo de reducción de riesgo del no éxito. En el marco de la gestión del proceso de fusiones por absorción intervienen, de manera articulada, todas las especialidades corporativas (gestión del talento humano, gestión logística, gestión estratégica, gestión contable legal, gestión financiera, etc.); en consecuencia, resulta saludable identificar y reconocer aquellas prácticas que promueven una gestión exitosa del proceso de fusión por absorción. La gestión financiera no es ajena a este principio; por tanto, la identificación de las mejores prácticas financieras en la gestión del proceso de fusiones por absorción se constituye como requisito necesario, pero no único, para la subsecuente generación de valor; no obstante, tal resultado puede ser esquivo en el tiempo. Este último punto es clave porque si en la gestión del proceso de fusión por absorción se identificasen la aplicación de buenas prácticas financieras, pero sin el logro de generación de valor en el tiempo, esto podría ser un indicativo de que la estrategia corporativa tuvo deficiencias que no necesariamente tienen que ver con la gestión financiera.

1.5. Limitaciones

En el presente trabajo de investigación se han podido identificar las siguientes limitaciones:

- El tamaño de las empresas peruanas sujetas al proceso de fusión por absorción podría influenciar en la generación de valor.
- Por ser procesos de estrategia corporativa de gran envergadura, el número de operaciones se encuentra limitado en el Perú.
- En razón de las políticas de confidencialidad que se estipulan en este tipo de procesos, la obtención de información a través de encuestas a los directores financieros es limitada y/o incompleta.
- El acceso a información contable financiera de las empresas sujetas al proceso de fusión se encuentra limitado a la proporcionada por la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).
- No se cuentan con estudios previos, realizados en empresas peruanas, que versen sobre el objetivo principal del presente trabajo de investigación.

1.6. Delimitaciones

Se han considerado las siguientes delimitaciones:

- Las empresas elegidas deben cotizar en la BVL y tener cotización vigente a abril del 2018.
- Las empresas por elegir deben haber participado en, por lo menos, un proceso de fusión por absorción durante el periodo 2000-2012.
- Las empresas elegidas deben haber reportado a la BVL y a la SMV sus estados financieros consolidados tres años antes y cinco años después del proceso de fusión por absorción.
- Las empresas elegidas deberán haber realizado procesos de fusión por absorción como máximo el 31 de diciembre de 2012.
- Las entrevistas deben estar dirigidas a personal gerencial, o de mando medio, perteneciente a la gerencia o dirección financiera de las empresas fusionadas.

1.7. Resumen del Capítulo

En esta sección se realizó, en primer término, un recorrido acerca del cuerpo de conocimientos existente sobre el proceso de fusiones y adquisiciones; de lo que se puede concluir que este proceso se encuentra íntimamente relacionado con la aplicación de estrategias mega corporativas que tienen por finalidad la creación de valor bajo la premisa de la implementación de sinergias. A modo de síntesis, se puede señalar que en los procesos de fusión y adquisición se requiere la articulación y coordinación de las todas las especialidades empresariales dentro de la firma sujeta a dicho proceso, a fin de conseguir el objetivo trazado, siendo la gestión financiera una de las especialidades que asume gran protagonismo. Una gran cantidad de estudios relacionan la gestión financiera con la creación de valor (investigaciones cuantitativas); sin embargo, no se ha profundizado en cuáles serían las mejores prácticas financieras que incrementen las probabilidades de éxito en el logro del objetivo, pues su identificación es clave para el proceso propiamente dicho, su control y para posteriores procesos. El mercado peruano presenta una dinámica limitada en lo que respecta a fusiones y adquisiciones, donde la información pública es una de las limitaciones más importantes; no obstante, es posible recopilar información de los procesos de fusiones por absorción de empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Por tanto, la identificación de las mejores prácticas financieras en la gestión del proceso de fusiones por absorción de empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima brindará soporte financiero durante y después del proceso materia de la presente investigación.

Capítulo II: Revisión de la Literatura

Una tendencia en Sudamérica en la última década ha sido el desarrollo de procesos de fusión y adquisición entre compañías de los principales sectores económicos que componen la economía de estos países. Cabe señalar que la realidad peruana no ha estado ajena a esta tendencia, lo que reafirma la búsqueda constante de generación de valor por parte de los propietarios o sus representantes dentro de la dirección de la empresa. Sin embargo, no se trata de un proceso nuevo sino, por el contrario, que lleva alrededor de 100 años y ha pasado por varias transformaciones (McCann & Gilkey, 1990).

El desarrollo de la revisión de la literatura inició con un acercamiento al concepto de buenas prácticas, entendiéndose la definición de buenas prácticas en su sentido más amplio que abarca los diferentes aspectos de la vida humana, luego se procedió a identificar aquellas prácticas financieras que son importantes para el nacimiento y desarrollo de las organizaciones empresariales que finalmente decantó en la definición de buenas prácticas en el ámbito financiero. Seguidamente se definió el concepto de creación de valor en las empresas afín de identificar el proceso por el cual las empresas generan valor y delimitar los indicadores de generación de valor a emplearse en la presente investigación. Finalmente, se describen los procesos de concentración empresarial, tales como las operaciones de fusiones y adquisiciones, ahondándose en las fusiones por absorción. El mapa conceptual de la revisión de la literatura se muestra en la figura 1.

2.1. Buenas Prácticas Financieras

2.1.1. Buenas prácticas

La noción de “buenas prácticas” nace como la conceptualización de la realidad en dos importantes frentes de interpretación:

2. Revisión de la literatura

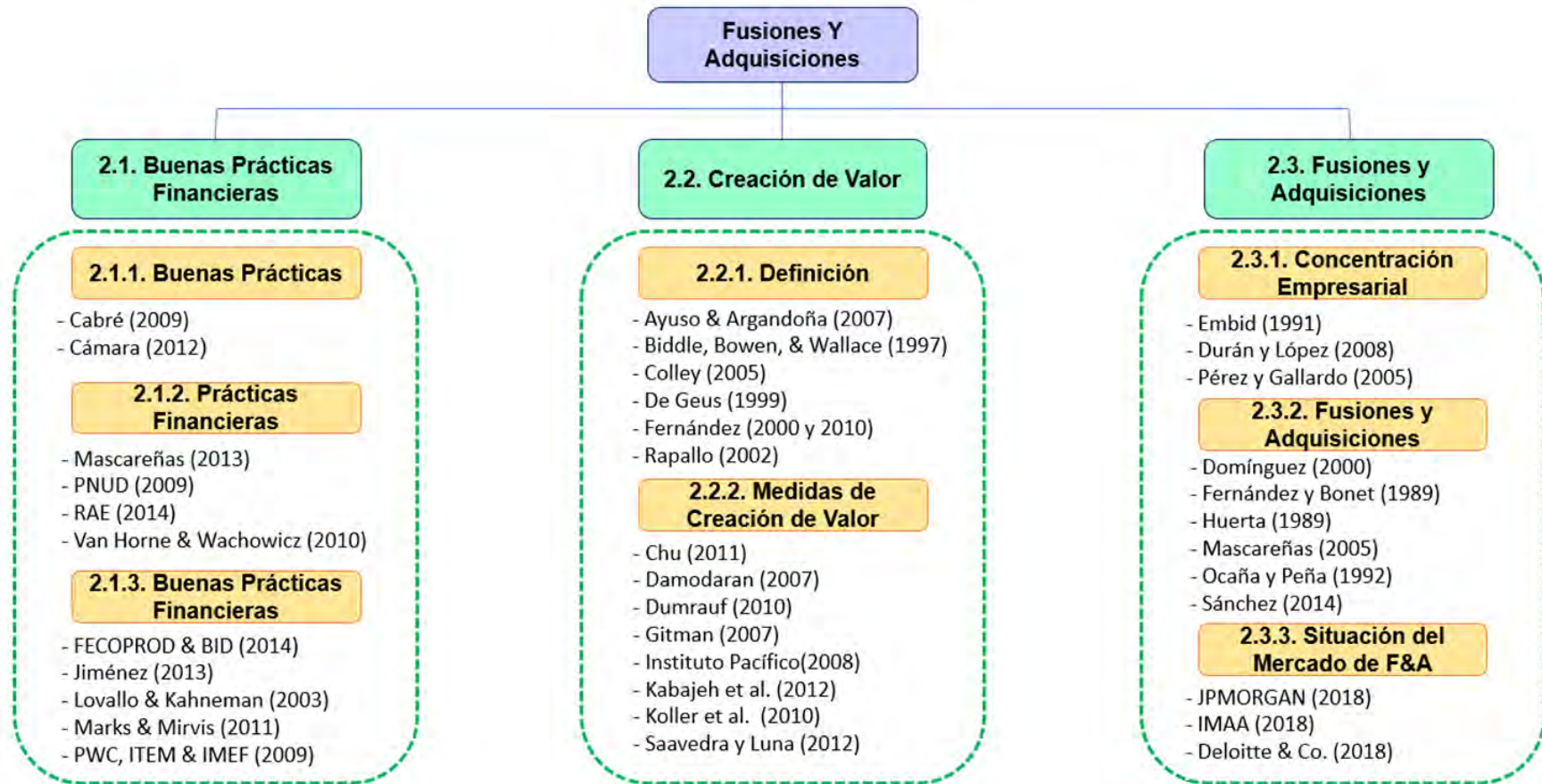


Figura 1. Mapa conceptual de la revisión de la literatura

- Una primera acepción hace referencia a la necesidad de uso relacionada con la vida en comunidad y, por ende, con su carácter ético y moral; “buenas prácticas”, desde esta concepción, se refiere a la forma correcta de hacer las cosas, aquello que está regulado por los estatutos de vida en sociedad y que influye positivamente en el mantenimiento de la colectividad y, de esta manera, evita la creación de conflictos o fisuras entre sus integrantes; por lo tanto, es un concepto opuesto a las nociones de prácticas negativas, malintencionadas o moralmente no aceptadas (Cabré, 2009).
- Una segunda acepción hace referencia al modo de realizar las cosas, es decir, el conjunto de normas, procedimientos o principios social y profesionalmente aceptados por la colectividad como correctos. Claramente, esta segunda definición engloba a conceptos arraigados en el quehacer mismo de la actividad humana y explica su amplia difusión en campos como el pedagógico, empresarial, administrativo, político, etc. Por otro lado, dentro la definición de política empresarial y con la expansión del modelo capitalista, el término de “buenas prácticas” ha sido generalizado para referirse a cualquier actividad ejecutada según ciertos estándares y procesos que permiten obtener resultados favorables a partir de un desempeño eficiente y eficaz (Cámara, 2012).

Debido al alcance general en el que la noción de buenas prácticas se desenvuelve, es necesario acotar nuestro ámbito de estudio al área de las finanzas y los negocios. En ese orden de ideas, un primer punto para tener en cuenta a lo largo de la historia de las naciones es el tema económico, que ha estado siempre presente como un factor determinante en el desarrollo de las sociedades. De la misma manera, en el nacimiento y la quiebra de las empresas, el factor económico-financiero ha tenido un rol importante, por lo cual a continuación se construirá una línea de tiempo con los principales estándares o

procedimientos que se han establecido a fin de generar principios sólidos para el desarrollo saludable de las empresas y evitar, de esta manera, los altos índices de mortandad a los que están sometidas.

Desde la época de Confucio en la antigua China (500 a. C.), con los primeros estándares referentes al respeto de la propiedad privada, hasta la más reciente regulación de Basilea IV, en el 2016, que tiene por objetivo normar los mínimos estándares que deben mantener las entidades bancarias para su correcto funcionamiento, se ha desarrollado un conjunto de regulaciones y estándares en la búsqueda de mantener “buenas prácticas” en el manejo y funcionamiento de los negocios. A continuación, se profundizará en los principales estándares reconocidos a nivel internacional como “buenas prácticas” en materia de regulación contable, gobierno corporativo, riesgos y procesos.

En los primeros años de la humanidad, se ha profundizado sobre la visión de la ética de los negocios desde el punto de vista religioso como una manera de normar los lineamientos que rigen el correcto proceder con base en lo ético y lo moral. En ese sentido, los primeros grandes desarrollos de normas de buenas prácticas parten del sentido ético y están basados fuertemente en la religión como una manera de control hacia los agentes que se desenvuelven en estas sociedades (ver Figura 2). Sin embargo, a pesar de la importancia que en su momento tuvo este tipo de ámbito, para nuestro estudio no es tan relevante, por lo cual no se procederá a profundizar sobre estos puntos.

En la Figura 2, se puede visualizar que el primer desarrollo en materia de buenas prácticas se dio con el surgimiento de los primeros libros religiosos como la Biblia y el Corán, que establecieron las normas sobre la moral y ética que regía la vida de las personas en sociedad; sin embargo, el supuesto para que este tipo de normativa funcionase era el

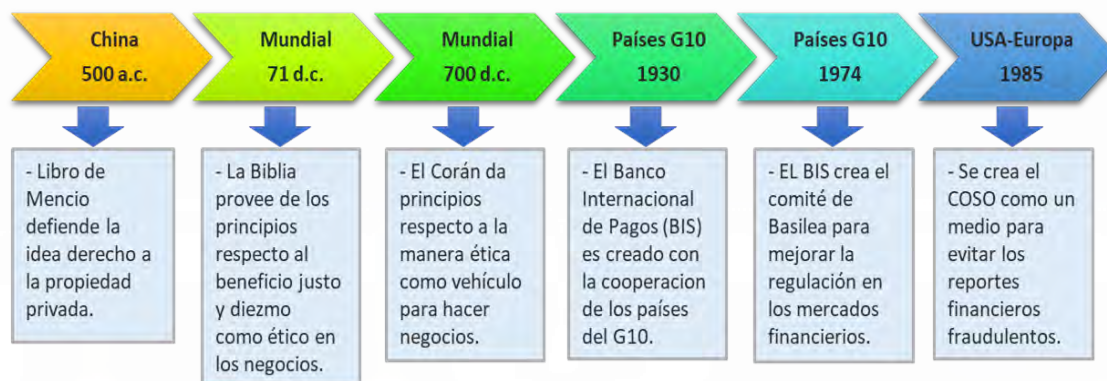


Figura 2. Evolución de las buenas prácticas entre 500 a. C. y 1985

miedo a Dios, y se ve claramente que en cada una de estas sociedades tales creencias religiosas difieren, por lo que se establece una norma particular que solo tendría alcance bajo determinadas características geográficas, religiosas, étnicas y consuetudinarias.

Adicionalmente, la expansión de la sociedad capitalista posterior al siglo XIX presentó otros inconvenientes para el buen funcionamiento de los negocios e hizo necesario determinar nuevos estándares o procedimientos que fuesen replicables y medibles.

Una de las primeras organizaciones que se crearon en la búsqueda de establecer cooperación y apoyo en los mercados financieros fue el Banco Internacional de Pagos (BIS) en 1974, cuya principal labor era crear un conjunto de procedimientos y estándares para fomentar las buenas prácticas en el sector financiero. Cabe señalar que esta iniciativa parte los países asociados al Grupo de los Diez (G10), que poseían los mercados financieros más desarrollados. Otra segunda iniciativa importante nace del grupo conformado por los países de la Unión Europea y Estados Unidos, donde cinco organizaciones sin fines de lucro de este último país se reunieron en una comisión voluntaria para establecer el liderazgo intelectual en tres líneas de desarrollo: gestión de riesgo empresarial (ERM), mecanismo de control interno y prevención de fraudes, tal como se aprecia en la Figura 3.



Figura 3. Evolución de las buenas prácticas entre 1986-2011

Este esquema permite visualizar una segunda etapa más prolija en el establecimiento de lineamientos para el correcto desarrollo de las actividades en el ámbito empresarial. A partir de 1986, la General Electric propone un conjunto de técnicas y herramientas que hagan posible determinar las “mejoras prácticas” en los procesos de mejora continua.

El desarrollo de las corporaciones en marco de los procesos de fusión y adquisición generó grandes abismos entre la información que era manejada por los *stakeholders* y los directivos de las corporaciones. En ese nuevo escenario, el riesgo de asimetría de información y la posibilidad de fraudes financieros se incrementaron de manera alarmante. Ante ello, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OECD) estableció principios básicos sobre el gobierno corporativo, pero no fue hasta el 2002 —después del colapso de Enron, provocado por fraudes financieros y manipulación de información financiera— que en Estados Unidos se promulgó la Ley de Sarbanes-Oxley (SOX), también llamada Ley de la Reforma de la Contabilidad Pública de las Empresas y de Protección al Inversionista.

En el marco de los procesos de fraude y el incremento de los riesgos empresariales, tanto por el manejo financiero y la exposición a la que está sujeto el negocio, como por los riesgos operativos inherentes al funcionamiento mismo de la organización, se estableció una metodología para controlar las buenas prácticas en este ámbito. En ese sentido, la

organización COSO, en el 2004, determinó el marco de buenas prácticas en la gestión de riesgos empresariales (ERM, por sus siglas en inglés).

En Europa, en el año 2005, como parte de la estandarización de la información financiera que era publicada por las corporaciones, fue necesario acordar la forma en que todos los países miembros darían a conocer su información financiera y, de esta manera, agilizar los engorrosos procesos de homogeneización de estados financieros. En ese sentido, 7,000 corporaciones europeas adoptaron las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por sus siglas en inglés).

Finalmente, en el 2011, después de la crisis financiera del 2008, el Comité de Basilea, que regula los estándares de buenas prácticas en la banca a nivel global, dispuso nuevas prácticas con la finalidad de prevenir los impactos negativos de los riesgos financieros y operativos que se vieron en la crisis de hipotecas subprime. Para ello, revisó los acuerdos en el marco de Basilea II y propuso nuevos acuerdos para ser discutidos como parte de Basilea III.

2.1.2. Prácticas financieras

La definición de “práctica” de acuerdo con la Real Academia Española (2014), proviene del latín tardío *practīcus* que significa activo o que actúa, es decir hace referencia al modo de realizar algo, asimismo también señala la aplicación de alguna teoría o concepto para realizar una actividad en concreto. Adicionalmente el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) elaboró el año 2009 una definición de “prácticas” como la manera en que los individuos se desenvuelven e interrelacionan en un entorno concreto, en otras palabras, se rigen a una convivencia en sociedad y por lo tanto las normas sociales y jurídicas del entorno donde se desarrollan. En síntesis, se puede precisar el término “prácticas” como la manera de realizar alguna actividad en base a un conocimiento previo y que esta actividad se desarrolla en un entorno concreto bajo ciertas normas o reglas que la rigen.

Por lo tanto, se puede definir "prácticas financieras" como el conjunto de métodos comunes o procedimientos operativos estandarizados que el personal de una empresa desarrolla con la finalidad de realizar la contabilidad, informes financieros, presupuestos y otras actividades relacionadas con las finanzas de la empresa. Cabe señalar que cada una de estas actividades permite dar soporte al resto de áreas con las que cuenta una empresa, ya sean áreas operativas o comerciales, indistintamente del tipo de empresa, las prácticas financieras tienen como finalidad permitir que la empresa en su conjunto logre alcanzar algún objetivo o meta trazada, ya sea la obtención de capital de trabajo para la realización de un producto o servicio determinado o inclusive estrategias financieras más complejas como la adquisición o venta de una empresa.

Para poder delimitar el concepto de prácticas financieras estrictamente a las operaciones de Fusión y Adquisición (F&A) es necesario previamente identificar dentro de que área de investigación de las finanzas se encuentran los estudios realizados en materia de F&A. En ese sentido, Mascareñas (2013) señaló que el campo de acción de las finanzas se puede dividir en tres grandes áreas, que son las siguientes:

1. Finanzas Corporativas: también llamado administración financiera, se encarga del estudio de creación de valor y como las compañías pueden mantener el valor generado a través del uso eficiente de recursos. Asimismo, este campo de estudio cuenta con 3 subáreas de investigación (a) las decisiones de inversión, dedicada al estudio de la mejor alternativa inversión en activos reales (tangibles o intangibles); (b) las decisiones de financiamiento o financieras, dedicada al estudio de las mejores alternativas de financiamiento para los planes de inversión en activos por parte de la empresa y (c) las decisiones directivas o de administración de bienes, que están relacionadas a las decisiones del día a día con la finalidad de permitir el funcionamiento adecuado de la empresa.

2. Inversiones Financieras: encargada de velar por las transacciones financieras desde el punto de vista del inversor, es decir, los excedentarios de recursos financieros que adquieren los títulos-valores que emiten las empresas. Por ejemplo: la valorización de acciones o bonos, así como instrumentos más sofisticados como los derivados financieros.
3. Mercados Financieros e Intermediarios de Valores: básicamente se encarga de analizar las transacciones realizadas por un grupo de agentes económicos diferentes al grupo de deficitarios de recursos financieros (Empresas) y los excedentarios de recursos financieros (Inversores), dado que estos dotan de dinamismo al mercado financiero a través de la transacción de activos por cuenta propia (Dealers) o a cuenta de terceros (Brókeres), es decir se encarga del estudio del mercado secundario de valores.

Para la presenta investigación solo se abordará el estudio de las finanzas corporativas debido que, dentro de esta área de estudio de las finanzas, se encuentran las estrategias de crecimiento a través del empleo de operaciones de F&A. Por lo tanto, las practicas financieras para nuestra investigación se refieren explícitamente a aquellas que permiten la toma de decisiones en 3 aspectos importantes: el tamaño de empresa que se tiene planeado tener, como se pretende financiar o desinvertir para llegar al tamaño de empresa deseado y finalmente cual es la mejor manera de manejar los activos deseados con la finalidad de crear valor para los accionistas (Van Horne & Wachowicz, 2010).

Las prácticas financieras más utilizadas en la administración financiera y que tienen especial relevancia para comprender los procesos complejos de fusiones y adquisiciones son los siguientes:

1. Valorización de activos, ya sea para valorar una venta a crédito, o los ingresos a percibirse por un depósito a plazo, es necesario entender el valor del dinero en el

tiempo y en el caso especial de recursos financieros obtenidos de los accionistas, identificar de manera adecuada cual es el costo de oportunidad también conocido como COK (del inglés Opportunity Cost of Capital) que satisface la rentabilidad exigida por el accionista. Para estos casos es común el empleo del modelo de valorización de activos CAPM (del inglés Cost Asset Pricing Model), cabe señalar que tanto Traynor (1962) y Sharpe (1964) llegan de manera aislada al desarrollo del modelo de CAPM en base a los trabajos previos del propio Traynor (1961) sobre teoría moderna del portafolio y Markowitz (1952) respecto a su trabajo en diversificación de activos. El modelo CAPM permite determinar el rendimiento esperado de un activo teniendo en consideración el riesgo que implica adquirir ese activo respecto a alguna otra alternativa libre de riesgo, para el caso norteamericano se considera como activo libre de riesgo los bonos del tesoro emitidos por el Sistema de Reserva Federal (FED) y para el caso peruano los bonos soberanos emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), continuación se presenta la fórmula empleada para calcular el CAPM.

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im} * (E(R_m) - R_f)$$

Donde:

$E(R_i)$: es la tasa de rendimiento esperada de capital sobre el activo i .

R_f : rendimiento de un activo libre de riesgo.

β_{im} : es la beta, que representa la cantidad de riesgo con respecto al portafolio del mercado.

R_f : rendimiento del mercado.

$(E(R_m) - R_f)$: exceso de rentabilidad del portafolio respecto al mercado.

La importancia del modelo CAPM dentro de las practicas financieras de inversión recae en la utilidad que tiene al momento de evaluar diferentes alternativas de

inversión y adicionar la cuantificación del riesgo, y de esta manera construir un portafolio de inversión adecuado al perfil de riesgo del inversionista, evitándose en lo posible tomar riesgos innecesarios para obtener la rentabilidad deseada por el uso de fondos propios de la empresa.

2. Presupuesto de Capital, una vez determinada cual es costo de los recursos propios a través del modelo CAPM es necesario plantearse una segunda interrogante, respecto a cuál es el costo de capital de la empresa, y por ende es necesario determinar cuál es el nivel de financiamiento óptimo (Mascareñas & Lejarriaga, 1993). Tal como señala Brealey et al. (2006), una vez determinado el costo de los recursos propios es necesario calcular el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) o por sus siglas en inglés WACC, a continuación, se presenta la fórmula empleada para calcular el valor del WACC tomando en consideración el efecto impositivo a la renta empresarial:

$$WACC = rD * (1 - T) * \frac{D}{V} + rE * \frac{E}{V}$$

Donde:

rD: rentabilidad de la deuda.

T: impuesto a la renta empresarial.

D: valor de la deuda.

E: valor de los recursos propios

V: valor de la empresa, que es igual a la suma del valor de la deuda y recursos propios (D+E).

rE: costo de los recursos propios, calculado a través del modelo CAPM.

Es importante señalar que una estructura adecuada de capital permite disminuir el riesgo de incumplimiento en los pagos a acreedores, debido a que identifica de manera clara cuál es el nivel óptimo de recursos ajenos que puede tomar la

empresa con la finalidad de financiar sus actividades de inversión. Se debe señalar que el costo total de capital de la empresa resulta ser un valor ponderado entre el costo de asumir recursos ajenos (deuda) y el costo de financiarse a través de recursos propios, de tal manera que el menor costo de la deuda permite generar valor para el accionista a través de un apalancamiento financiero, como se detallará más adelante (Van Horne & Wachowicz, 2010).

3. Gobierno corporativo, una aproximación a la definición de gobierno corporativo, enfocándose en el rol de los directivos de crear valor para los accionistas es propuesta por Pérez-Carballo (2007), en el que señala que el gobierno corporativo consiste en maximizar el valor para el accionista, legal, éticamente, y en bases sostenibles, asegurando la imparcialidad de todos los participantes. Asimismo, con el surgimiento de los inversores institucionales a inicios del siglo XXI como señala Aguilar (2013), la propiedad de las empresas que cotizan en el mercado de valores paso de las manos de inversiones individuales a grandes Fondos de inversión, este cambio generó una nueva estructura de poder, al permitirle a los fondos de inversión tener mayor importancia al momento de nombrar a los directivos que administran la empresa. Esto permitió disminuir los típicos problemas del principal y agente que señalaba Mascareñas (2011), al lograr mitigar la separación existente entre la propiedad por parte de los inversionistas respecto al control de la empresa, en manos de los directivos.

2.1.3. Buenas prácticas financieras

La definición de las buenas prácticas financieras, recoge las definiciones previas de buenas prácticas como la forma de realizar una actividad en base a un conocimiento previo y siguiendo ciertos estándares o normas establecidas; por otro lado las prácticas financieras obedecen al conjunto de tareas o actividad que se realizan al interior de la empresa (área

financiera) con la finalidad de dar soporte a la organización para alcanzar un objetivo concreto, siendo el objetivo de toda organización empresarial la creación de valor para sus accionistas. Por lo cual una primera aproximación a la definición de “buenas prácticas financieras” es el conjunto de actividades o tareas dentro del ámbito financiero que se realiza siguiendo los estándares o normas socialmente aceptados en un entorno en concreto, con la finalidad de ayudar a la empresa a alcanzar un objetivo o meta trazada. Una segunda definición es presentada por PricewaterhouseCoopers (PWC), Instituto Tecnológico de Monterrey (ITEM) & Instituto Mexicano de Executivos en Finanzas (IMEF) en el año 2009, en un estudio realizado sobre las mejores prácticas financieras en México, en el cual se puede establecer que las mejores prácticas financieras son aquellas actividades y tareas que se han realizado de manera exitosa en empresas de países desarrollados y que marcan una pauta respecto hacia donde debe enfocarse la administración financiera, sin embargo, el real aporte respecto a su investigación, es la necesidad de regionalizar todas las buenas prácticas financieras identificadas en empresas exitosas al entorno externo e interno donde se desenvuelve la empresa. Es decir, una verdadera buena práctica financiera no empieza con la replicación de una actividad o tarea que es exitosa en otras empresas, sino por el pleno conocimiento por parte de la dirección financiera sobre las fortalezas y debilidades de la empresa, así como el entorno externo e interno donde se desenvuelve a fin de identificar las mejores prácticas financieras a utilizarse en cada una de las etapas de desarrollo de la organización.

Finalmente, una tercera definición de buenas prácticas financieras se desprende del Manual de Buenas Prácticas para Cooperativas de Producción elaborado por la Federación de Cooperativas de Producción (FECOPROD) y el Banco Interamericano de Desarrollo en el 2014, en el cual se establece un conjunto de lineamientos para las cooperativas de producción en Paraguay, en los diferentes aspectos relacionados al buen funcionamiento de una

cooperativa. En el documento se establece que una buena práctica en administración financiera debe recoger el conjunto de normas, políticas y procesos que permiten el adecuado seguimiento, control y gestión de origen y destino de los recursos financieros que posee la empresa, y esto se debe realizar tomando en consideración los siguientes 4 principios: (a) economicidad, que responde al principio económico que solamente puede existir beneficio económico cuando los ingresos son mayores a los costes, (b) eficiencia, que constantemente se esté empleando el mínimo de recursos para la obtención de un resultado esperado, (c) eficacia, que la organización constantemente sea capaz de alcanzar las metas y objetivos trazados y (d) integralidad, que la aplicación de los principios de economicidad, eficiencia y eficacia se apliquen a toda la organización. De ambas investigaciones realizadas se puede establecer que existen 5 actividades que toman particular relevancia al referirnos a buenas prácticas financieras: (a) prácticas de buen gobierno corporativo, (b) prácticas de inversión, (c) prácticas de financiamiento, (d) prácticas de administración de capital de trabajo, (e) prácticas de planeación y contraloría.

2.1.3.1. Buenas prácticas financieras en operaciones de fusiones y adquisiciones

Existe abundante literatura que explica por qué fallan las operaciones de F&A. Así, por ejemplo, para Jiménez (2013) es la carencia de destreza en el manejo del capital humano de la empresa adquirida, es decir, una clara ruptura en la comunicación entre los nuevos propietarios y los antiguos empleados que menoscaba las posibles sinergias que pudiesen vislumbrarse al momento de valorizar la compañía adquirida. Otro de los errores frecuentes al momento de establecer una estrategia de F&A es sobreestimar las posibilidades de éxito, tal como mencionan Lovallo & Kahneman (2003), pues los directivos de las empresas adquirientes suelen acentuar los elementos positivos sobre la operación con la nueva compañía y no sopesar de manera adecuada los riesgos por parte de una mala estrategia de integración o, inclusive, por tener una visión parcial o interna de los proyectos por realizarse y en su lugar

dejan de lado la visión como un todo, tanto de la empresa adquirida como de la adquiriente; a esto se le suele llamar “la falacia del éxito”. Marks & Mirvis (2011) señalaron que es importante la búsqueda de una integración cultural y de conocimientos entre la compañía adquirida y adquiriente con la finalidad de conservar el valor por generarse, producto de la sinergia entre ambas compañías, por lo cual la comprensión de la cultura organizacional de la compañía adquirida es importante para acentuar la correcta gestión del conocimiento y, de esta manera, facilitar la transferencia de este.

Entre las prácticas abordadas dentro de la literatura consultada, es importante señalar que la selección del líder o líderes de la operación de fusión es clave tanto desde las negociaciones como después de la compra como parte del proceso de integración de la empresa adquirida hacia la cultura organizacional de la empresa adquiriente. En ese sentido, DiGeorgio (2003) hizo hincapié en la necesidad de un líder visible que permita que el proceso de integración sea menos complicado y se evite una falta de comunicación efectiva a lo largo de toda la compañía. Por otro lado, Reeves et al. (2016) señalaron que dentro de la experiencia de la fusión por absorción de Pixar por parte de Disney, uno de los factores claves de éxito en la generación de valor fue que hubo una adecuada área de seguimiento y control de la empresa adquirida con la finalidad de detectar oportunamente la destrucción de valor que no necesariamente es de carácter puramente financiero, sino que puede materializarse en procesos o actividades que la empresa adquirida posee y que le permiten diferenciarse del resto de la industria, llámense pasión por la innovación o una cultura organizacional muy fuerte enfocada en la satisfacción del cliente. Este equipo de control y seguimiento debe permitir tomar una posición proactiva frente a los problemas posfusión a fin de cumplir los objetivos estratégicos de la empresa adquiriente.

Otro aspecto importante para tener en cuenta como buena práctica, previo a la operación de F&A, es una adecuada diligencia mejorada o, por su nombre en inglés, *due diligence*. Respecto a esto se ha escrito lo siguiente:

Un trabajo de *due diligence* consiste en el análisis de investigación de las actividades financieras y operativas de una empresa relacionada con una posible transacción que resultaría en un cambio significativo en la propiedad o composición del capital social de la empresa objetivo. El papel del trabajo de *due diligence* es fundamental para el proceso de una fusión o adquisición de empresas. Un *due diligence* es un proceso que se utiliza para estudiar, investigar y evaluar la oportunidad de realizar un negocio. Se efectúa normalmente justo después de que las partes interesadas han llegado a la conclusión de que el negocio es factible desde el punto de vista financiero y después de que se ha logrado un entendimiento preliminar, pero antes de que se firmen los documentos que legalizan la compra del negocio. (López, 2006, pp. 27-28)

Por lo tanto, una operación de *due diligence* tiene por finalidad reducir asimetrías de información entre el comprador y el vendedor, lo cual se traduce en (a) la identificación de oportunidades y riesgos vinculados con el negocio de la empresa, (b) la identificación de pasivos y contingencias que podrían eventualmente implicar un ajuste al precio de compra o un incremento en las garantías del vendedor del negocio, y (c) un mayor nivel de seguridad y tranquilidad para la persona que está interesada en la compra de un negocio (Tejada et al., 2011). Finalmente, otra buena práctica identificada por McCann & Gilkey (1990) fue el desarrollo de tres pilares: (a) ajuste empresarial, (b) ajuste financiero, y (c) ajuste organizativo. De estos tres pilares, uno que es realmente importante y fue mencionado en los estudios realizados por las consultoras PricewaterhouseCoopers (2017) y Baker McKenzie (2018), es la necesidad de tener un plan estratégico de mediano plazo que vincule la estrategia de crecimiento inorgánico con la visión de la compañía a largo plazo, con la finalidad de evitar

compras que no generarán las sinergias adecuadas, ni la creación de valor necesaria para el desarrollo de la compañía dentro de un horizonte mayor de evaluación.

Como se puede apreciar, existen muchos frentes que permiten asegurar el éxito en una operación de F&A, pero es necesario aclarar que la información consultada proviene de mercados desarrollados, por lo que toda recomendación es general y, por lo tanto, solo es aplicable bajo ciertos contextos, tales como localización geográfica, dimensión de la empresa, sector en el que opera, estructura accionarial, etc. En ese sentido, debido a la falta de un manual o lineamientos de buenas prácticas en operaciones de F&A de manera local, se aterriza la experiencia consultada en éxitos y fracasos en operaciones de F&A a fin de recoger las mejores prácticas desde el enfoque financiero, sin dejar de lado otro conjunto de factores no menos relevantes, pero solo mencionables para el presente estudio.

2.2. Creación de valor

2.2.1. Definición de creación de valor

El concepto de creación de valor ha ido cambiando a lo largo del tiempo, partiendo desde la idea de considerar la creación de valor cuando se tienen beneficios mayores a los costos incurridos por los recursos financieros empleados de Hamilton (citado en Biddle, Bowen, & Wallace, 1997), hasta definiciones mucho más completas como la propuesta por Fernández (2000), en la cual se manifiesta que se crea valor para los accionistas solo si se generan beneficios por encima de la expectativa de rentabilidad del accionista, reflejada en una tasa de descuento mayor al costo del Equity; sin embargo, debe acotarse la búsqueda de creación de valor como objetivo solo de organizaciones con afán de lucro (Rapallo, 2002).

Estudios posteriores señalan nuevas nociones para entender la creación de valor, en su trabajo de investigación sobre creación de valor Fernández (2010) señaló que la creación de valor se define como el excedente generado por la revalorización en el precio de una acción adquirida por el accionista, es decir hace referencia a la ganancia bursátil que es capaz de

generar una empresa. Sin embargo, a la raíz de las nuevas investigaciones en gobierno corporativo, Colley (2005) indicó que se debe entender la creación de valor para la empresa en su conjunto y no solo para los accionistas, por lo cual la variación del valor de la acción no refleja realmente la creación o destrucción de valor. En esa misma línea de investigación Ayuso & Argandoña (2007), señalaron que no se debe desligar la misión de la empresa para crear valor para sus accionistas de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) que mantiene la empresa con el resto de Stakeholders pertenecientes al entorno donde se desarrolla. Hacer esta distinción es importante debido a que tenemos 3 frentes distintos de análisis respecto a la creación de valor en la empresa,

1. Propietarios, que buscan mantener la propiedad de las acciones de la empresa en el largo plazo, lo más importante son los fundamentos financieros que posee la empresa para poder generar flujo de efectivo constantemente que no necesariamente podría tener una correlación positiva con el precio de la acción, debido a la especulación en los mercados bursátiles.
2. Inversionistas, que se encuentran más enfocados en la generación de ganancias bursátiles debido al incremento en el precio de la acción, aunque están preocupados por la salud financiera de la empresa, su periodo de inversión suele ser a mediano plazo.
3. Intermediarios de valores, ya sean dealers o brókeres, su meta de inversión suele ser más a corto plazo, pudiendo llegar en algunos casos a mediano plazo, pero no más de ello, se encuentran más interesados en la capacidad de la empresa de ser atractiva para el mercado de valores, a fin de conseguir ganancias producto del trading de acciones.

Tal como señala De Geus (1999), la empresa se debe entender como un organismo vivo, que ha generado relaciones en el entorno donde se desarrolla con los diferentes actores

que componen su medio ambiente: accionistas, empleados, clientes, proveedores, empresas supervisoras, etc. Por lo tanto, la extinción de una empresa tiene enormes costos sociales en el entorno donde se desarrolla y la única manera de prever ese final es compatibilizar la meta de crear valor para los accionistas (a través de la revalorización del precio de la acción, o el incremento al valorizar la empresa haciendo uso del análisis fundamental.) con la responsabilidad social corporativa que mantiene con la sociedad que la alberga, en ese sentido, se puede evitar una mortandad prematura producto de prácticas financieras que solo buscan exprimir a la organización, sin velar por su supervivencia en el tiempo.

De acuerdo con Van Horne & Wachowicz (2010), la creación de valor tiene sus orígenes en dos fuentes principales: (a) el atractivo de la industria, que tiene que ver con la posición relativa de la industria respecto al espectro de posibilidades de inversión que le permiten a la empresa generar valor y (b) la ventaja competitiva, que implica cual es la posición relativa dentro de la industria, es decir ventajas propias del negocio como precios, producto, cadena de suministros, etc. Una empresa competitiva constantemente aprovecha la posibilidad de generar rendimientos excedentes con la finalidad de crear mayor valor para sus accionistas.

2.2.2. Medidas de creación de valor

De acuerdo a la publicación del Instituto Pacifico (2008), se puede diferenciar a las medidas de creación de valor en dos grandes grupos, por un lado, las medidas de creación de valor basado en datos contables y otro grupo basado en datos de mercado y contables; asimismo se podría establecer un tercer grupo que exclusivamente construido a través de datos de mercado tal como lo señala Fernández (2010) y Chu (2011), claramente es una medida de creación de valor desde el punto de vista del inversionista.

Primeramente, tenemos los métodos basados en el empleo de datos contables forman parte de la primera generación de indicadores que buscaban aproximarse a la cuantificación

de la creación de valor. Indicadores tales como el retorno sobre el capital (ROE) también conocido como rentabilidad financiera, el retorno sobre la inversión (ROI) también llamado rentabilidad económica, entre otros, buscaban cuantificar la creación de valor en la empresa a partir del desempeño en la gestión financiera, en ese sentido, Dumrauf (2010) señaló que el ROE, a pesar de ser un indicador que no permite cuantificar el valor agregado en la gestión de una empresa, si permite cuantificar el desempeño de la dirección de la empresa para generar beneficios, asimismo Carbonell (2014) indicó en su investigación de generación de valor a través de operaciones de F&A, que el ROIC es clave al momento de cuantificar el valor de las sinergias generadas por las estrategias de crecimiento inorgánico. A pesar de sus deficiencias al tratarse de información contable que podría estar sujeta a manipulación o sesgos en la interpretación contable de ciertos componentes del estado de situación financiera o resultados, es significativo señalar que son insumos claves en las finanzas corporativas al momento de referirnos a valorización (Damodaran, 2007).

ROE. De acuerdo con Kabajeh et al. (2012), los índices de rentabilidad son un indicador de la eficiencia general de la empresa. Usualmente se emplean como una medida de ganancias generadas por la empresa durante un período de tiempo basado en su nivel de ventas, activos, capital empleado, patrimonio neto y ganancias por acción. Las razones de rentabilidad miden la capacidad de ganancia de la empresa, y se consideran un indicador de su crecimiento, éxito y control. Los acreedores, por ejemplo, también están interesados en las tasas de rentabilidad, en razón a que indican la capacidad de pago de la compañía para cumplir con las obligaciones de interés. Los accionistas igualmente, pues indicará el progreso y la tasa de rendimiento de sus inversiones. En ese sentido, si se necesita cuantificar la rentabilidad obtenida por los accionistas, el ROE (*Return On Equity*), como expresó Gitman (2007), es por excelencia uno de los principales indicadores por analizar, debido a que relaciona la utilidad total después de impuestos con el patrimonio de los accionistas.

Para Damodaran (2007), el ROE está enfocado solo en el componente del patrimonio dentro de la inversión realizada para poner en marcha el negocio. Así, se calcula como el ingreso neto después de impuestos entre el valor en libros del patrimonio.

$$\text{Return On Equity (ROE)} = \frac{\text{Ganancia neta}}{\text{Patrimonio neto}}$$

ROIC. El retorno de la inversión (ROIC, por sus siglas en inglés: *Return On Invested Capital*) es una medida más completa al momento de cuantificar el rendimiento de una empresa. Es mejor que la rentabilidad financiera o ROE, puesto que esta conjuga el rendimiento operativo con la estructura de capital, y mejor que la rentabilidad económica o ROA, la cual no solo incluye los activos no operativos, sino que también ignora los beneficios de algunos activos operativos, como las cuentas por pagar, que conjuntamente reducen la exigencia de capital a los inversores (Koller et al., 2010).

En una compañía, cuanto mayor sea el ROIC y durante más tiempo se pueda mantener una tasa de ROIC superior al coste de capital, mayor valor se estará generando. Por tanto, entender de qué depende el ROIC, prestando especial atención a la existencia de cualquier tipo de ventaja competitiva, es fundamental para diseñar una estrategia y tomar decisiones de inversión (Damodaran, 2007). El ROIC de una compañía es usualmente definido como:

$$\text{ROIC} = (1 - \text{Tasa de Impuestos}) * \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ingresos}} * \frac{\text{INGRESOS}}{\text{Capital Invertido}}$$

El EBITDA es uno de los indicadores financieros más conocidos, e imprescindible en cualquier análisis fundamental de una empresa. Sus siglas representan, en inglés, las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), o lo que es lo mismo, representan el beneficio bruto de explotación calculado antes de la deducibilidad de los gastos financieros. El EBITDA, aunque no forma parte del estado de resultados de una compañía, está muy relacionado con él. Constituye un indicador aproximado de la capacidad de una empresa para

generar beneficios considerando únicamente su actividad productiva, eliminando de esta manera la subjetividad de las dotaciones, el efecto del endeudamiento, o la variabilidad o arbitrio del legislador de turno en materia impositiva.

El *capital invertido* corresponde a la suma del patrimonio con el pasivo total descontado de los pasivos de corto plazo; en otras palabras, se mide el capital medianamente estable con el cual la compañía opera, dejando de lado fluctuaciones que podrían generarse por necesidades de corto plazo en tesorería.

Seguidamente, tenemos los métodos mixtos basados en el empleo de datos contables y de mercado. Una de las maneras más difundidas y aceptadas al momento de cuantificar la generación de valor de una empresa es medir el valor de mercado, esto permite evaluar de manera conjunta los fundamentos de la empresa para ser atractiva, asimismo al potenciarla con la información contable que se posee, permite desarrollar indicadores más aproximados al concepto de creación de valor (Instituto Pacífico, 2008). Los principales indicadores de creación de valor pertenecientes a este método son los siguientes:

(a) Precio del mercado de acciones, es el método habitual para determinar la creación de valor para los accionistas, debido a que se puede obtener un tiempo real el precio del valor de la acción de las empresas que cotizan en el mercado valores. Esta medida de valor es bastante confiable cuando los mercados actúan eficientemente, sin embargo, en los últimos años los mercados se han comportado de manera irracional, con lo cual el precio de una acción no necesariamente refleja los fundamentos financieros de la empresa, por lo que es una medida de valor relativa.

(b) Beneficio económico (BE) también llamado residual income, lo podemos definir como el beneficio contable neto después de impuestos restado del valor contable del capital propio multiplicado por el costo de los recursos proporcionado por los accionistas (K_e). El

BE es un indicador utilizado por la consultora McKinsey & Co., como una variante de Valor Económico Agregado (EVA).

$$BE = \text{Beneficio Neto} - (\text{capital propio} \times Ke)$$

(c) Cash Value Added (CVA) es una medida de valor propuesta por la Boston Consulting Group, el cual se calcula como el beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT) más la amortización contable (AC), y restándole la amortización económica (AE) y el costo de los recursos utilizados (inversión inicial multiplicada por el costo de capital promedio ponderado).

$$CVA = NOPAT + AC - AE - [(Deuda + Capital) * CCPP]$$

La amortización económica es la anualidad que capitalizada al costo de los recursos (CCPP), acumulará el valor de los activos fijos al final de su vida útil. Cabe señalar que para el cálculo del NOPAT se debe emplear los Beneficios Antes de Impuesto e Intereses.

$$AE = \frac{\text{Activo fijo} \times \text{CCPP}}{1 + \text{CCPP}}^{n-1}$$

$$NOPAT = \text{BAII} (1 - t)$$

(d) Economic Value Added (EVA) es un término acuñado y marca registrada por Stern Stewart & Co. El EVA es muy similar al beneficio económico (BE) utilizado por McKinsey & Co., se escogió emplear este indicador debido a que permite recoger el valor agregado por cada unidad monetaria invertida en la empresa; en ese sentido, a diferencia de los anteriores indicadores, el EVA permite medir directamente el valor generado por la empresa después de retribuir a sus fuentes de inversión (accionistas y acreedores). Este es el motivo por el cual Saavedra y Luna (2012) aseveraron que el EVA es una de las medidas más utilizadas para determinar el impacto que tienen las fusiones en la generación de valor para los accionistas.

EVA. De acuerdo con el estudio de Saavedra y Luna (2012), uno de los criterios importantes al momento de evaluar la generación de valor corporativo en procesos de

fusiones es el EVA, debido a que permite recoger el impacto que tienen las fusiones en la generación de valor para los accionistas. Asimismo, es una de las medidas de generación de valor más empleadas en operaciones de F&A. El valor económico agregado o EVA, por sus siglas en inglés (*Economic Value Added*), fue desarrollado en los años noventa por el Grupo Internacional de Consultoría Stern Stewart & Company, y es considerado como una herramienta de medición que evalúa la utilidad generada por la empresa, además de que asigna la forma en que se aplican los recursos derivados de las diferentes líneas de negocio directamente relacionadas con la operación de la empresa (Stewart, 2009).

Según Amat (2002), 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” (p. 62). 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. 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 ponderado (CCPP) o WACC (por sus siglas en inglés) (González & Sáez, 2005).

Entre las principales características del EVA, a diferencia de otros indicadores clásicos, se tienen las siguientes:

1. Se puede utilizar independientemente de que la empresa cotice en bolsa o no.
2. Es aplicable para un segmento específico o una unidad de negocio dentro de una empresa; permite evaluar el todo y las partes.
3. Permite evaluar el costo de la deuda y el costo del capital, así como el riesgo asociado al financiamiento.
4. Debido a su metodología de cálculo es comparable entre empresas.

5. Favorece la reinversión para mejorar o mantener la posición competitiva de la empresa y muestra la creación real de la riqueza.

De acuerdo con Saavedra (2004), existen dos tipos de metodología de cálculo:

1. Método Spread: Definido como la diferencia entre el retorno sobre el capital invertido (ROIC) menos el costo de capital promedio ponderado (WACC), multiplicado por el capital invertido.

$$EVA = (ROIC - WACC) * Capital Invertido$$

2. Método Residual: Definido como la ganancia neta operativa después de impuesto (UNODI), denominado en inglés NOPAT.

$$EVA = NOPAT - WACC * Capital Invertido$$

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 sus 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 (Saavedra & Luna, 2012).

Finalmente, utilizando solo los datos provenientes del mercado, se tiene el último indicador de carácter no financiero es el Índice de Lucratividad, que pertenece a los índices bursátiles y cuya importancia es la de cuantificar el apetito de los inversores por las acciones de determinada empresa, reflejado en la capitalización bursátil de la empresa por encima del valor contable, como se menciona en los indicadores bursátiles que regularmente publica la Bolsa de Valores de Lima, lo cual es de importancia para los accionistas.

Índice de lucratividad. De acuerdo con la metodología presentada por la Bolsa de Valores de Lima (2010), este índice permite cuantificar el retorno de una inversión efectuada

en acciones de una empresa, en un período dado. Este retorno considera la fluctuación del precio o cotización durante el período (ganancia o pérdida de capital) y los beneficios distribuidos, sean en efectivo o en acciones libres de pago. Los beneficios distribuidos en efectivo se consideran, para efectos del cálculo, reinvertidos en la compra de más acciones de la misma empresa a precio ex-derecho.

En ese sentido, de acuerdo con la metodología planteada se tiene que la ratio se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Índice de lucratividad} = \frac{\text{Valor de mercado de la acción}}{\text{Valor inicial de la acción}}$$

Por otro lado, Chu (2011) presentó un cálculo más completo considerando la ganancia de capital y la entrega de utilidades. Esta ratio se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Índice de lucratividad} = \frac{\text{Cotización al cierre} * \text{Factor corrector}}{\text{Cotización base}}$$

Adicionalmente, se debe considerar que la cotización base puede ser: (a) cotización al cierre del último día del año anterior, (b) cotización anterior vigente al último día del año pasado, o (c) primera cotización de cierre del año en curso. Por otro lado, el factor corrector puede venir de: (a) entrega de acciones liberadas (1 + porcentaje de acciones liberadas), (b) suscripciones (precio de mercado del último día con derecho a suscripción de capital / precio ex-derecho de la suscripción), (c) entrega de dividendos (precio en la última fecha del último día con derecho / (precio en la última fecha del último día con derecho-dividendo en efectivo), y (d) valor contable (patrimonio / número total de acciones) (Chu, 2011).

Finalmente, podríamos mencionar que existe un principio básico para crear valor en una inversión: los directivos deben crear valor invirtiendo el capital que obtienen de sus inversores, para generar flujos de caja futuros a una tasa de retorno superior al coste de promedio ponderado de capital (WACC), debido a que las empresas no solo se financian con

el desembolso proveniente de sus inversionistas, sino que también toman pasivos financieros en deudas de corto o largo plazo que se caracterizan por un menor coste medio respecto al fondeo por parte de los inversionistas. En ese sentido, mientras la generación de ingresos sea constante y positiva en el tiempo, y la tasa de retorno se encuentre por encima del WACC, mayor valor se estará generando. Para que este proceso sea sostenible, la compañía ha de encontrar una ventaja competitiva que perdure y pueda ser defendida frente a sus competidores (Koller et al., 2010). El eje fundamental que ha de regir la gestión de cualquier empresa es la creación de valor, entendiendo por valor no solo el que reciben los accionistas, sino la totalidad de *stakeholders* de la compañía. Hoy en día, ha quedado ampliamente superada la teoría de Friedman (1970) sobre que “hay una y sólo una responsabilidad de la empresa: usar sus recursos en actividades encaminadas a maximizar sus beneficios, en la medida en que observe las reglas del juego, es decir, que actúe dentro de la libre competencia sin engaño ni fraude” (p. 173). No obstante, el valor para los accionistas sigue siendo fundamental, puesto que, de acuerdo con la mayor parte de las investigaciones recientes, las compañías que maximizan el valor para sus accionistas también generan más puestos de trabajo, tal como se observa en la Figura 11. Además, sus clientes están más satisfechos, sus empleados tienen una percepción mejor del trato recibido y un mayor sentido de la responsabilidad corporativa que el de sus rivales (Koller et al., 2010). Como ventaja adicional, la competencia por creación de valor obliga a dar, tanto al capital humano, como a los recursos naturales, un uso eficiente, lo cual conllevará una mejora en la competitividad de la empresa.

2.3. Fusiones y Adquisiciones

2.3.1. Procesos de concentración empresarial

Las empresas, al igual que las personas, suelen pasar por diferentes etapas de evolución con la finalidad de lograr su máximo potencial. En ese sentido, al igual que las

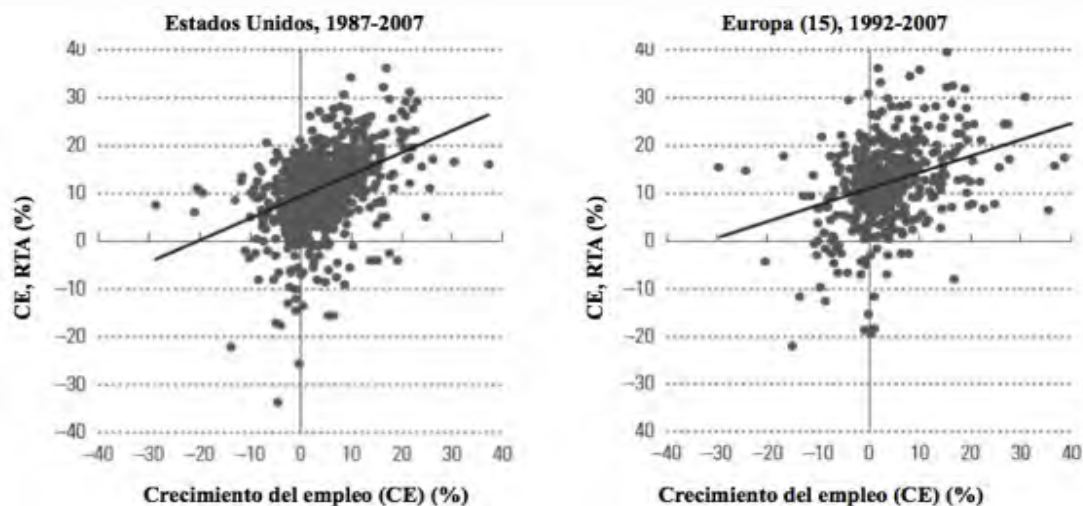


Figura 4. Correlación entre el rendimiento total para el accionista (RTA) y el crecimiento del empleo (CE)

Tomado de *Valuation: Measuring and the Managing the Value of Companies* (p. 20), por T. Koller et al., 2010, New York, NY: John Wiley & Sons.

personas, las empresas tienden a asociarse o separarse en un símil a la figura legal de matrimonio. Sin embargo, a diferencia de las personas naturales, que mantienen su individualidad luego de casarse, las empresas –personas jurídicas– podrían sufrir una pérdida de su identidad, o mantener su identidad, pero sufriendo una pérdida del control de su organización (Mascareñas, 2011).

Los procesos de concentración empresarial se refieren a cambios sustanciales respecto al poder decisión de las sociedades concentradas, ya sea producto de la extinción de alguna de las personalidades jurídicas de estas, en el caso de la fusión, o por el nacimiento de algunas nuevas sociedades en el caso de la escisión (Embid, 1991). La mayor parte de las empresas nacen pequeñas y en el transcurso de su desarrollo van haciéndose más grande de acuerdo a sus características internas, tales como sus eficiencias operativas, ventajas competitivas, visión estratégica, curva de valor que ofrecen a sus clientes, etcétera. Sin embargo, la globalización de los mercados trajo consigo una fuerte competencia que originó la necesidad de las sociedades de optar por un crecimiento externo y apoyarse en los procesos de concentración empresarial para superar las limitaciones que evitaban su crecimiento, por

ende, podría entenderse que el proceso de concentración es la culminación de la búsqueda de crecimiento por parte de las empresas (Durán & López, 2008).

Tal como señalaron Pérez & Gallardo en su investigación de fusiones y adquisiciones en el 2005, existen 5 factores globales que han permitido la proliferación de los procesos de concentración empresarial:

1. Los ciclos de bonanza económica, los ciclos de expansión de la economía han permitido a muchísimas empresas generar grandes rentabilidades que se han traducido en efectivo para salir a la compra de nuevas empresas a través de las operaciones de fusiones y adquisiciones.
2. Mayor flexibilización legal, los cambios pro-liberalización económica han permitido que los gobiernos se encuentren más favorables respecto a operaciones de esta naturaleza, centrándose más en los efectivos positivos para la economía y tomando siempre como medio de control las practicas antimonopolio.
3. Desarrollo de la ingeniería financiera, sumado al gran avance de las tecnologías de la información que facilitaron el acceso recursos financieros de cualquier parte del mundo y redujeron las distancias a través de la tecnología.
4. Desregulación de actividades económicas en sectores como telecomunicaciones, financiero, aéreo, eléctrico, etcétera. Los grandes procesos de privatización permitieron generar grandes oportunidades para realizar fusiones y adquisidores en sectores que antes eran manejados por las entidades públicas.
5. La globalización e internacionalización de los mercados han favorecido en gran medida las operaciones de fusiones y adquisiciones como un medio para incrementar el tamaño de las organizaciones y obtener presencia internacional.

Como se ha mencionado reiteradamente, son justamente las operaciones de fusiones y adquisiciones las que han obtenido gran protagonismo dentro del proceso de concentración

empresarial, por este motivo procederemos ahondar más respecto a estos tipos de operaciones en la siguiente sección.

2.3.2. Fusiones y adquisiciones

La operación de fusión consiste en un acuerdo entre dos o más personas jurídicas independientes que se comprometen a juntar sus patrimonios y dar nacimiento a una nueva sociedad. Cabe señalar que la nueva personalidad jurídica podría pertenecer a una de las empresas fusionadas, en cuyo caso no se hace referencia a un proceso de absorción, en la cual una de las integrantes absorbe todo el patrimonio de las restantes. La nueva personalidad jurídica también podría ser completamente ajena a las anteriores, en cuyo caso se tendrá una nueva empresa con una nueva personalidad jurídica.

La operación de adquisición se caracteriza por la búsqueda de control por parte de la empresa adquirente sobre la empresa objetivo o *target*, pero sin combinar los patrimonios de ambas empresas. Muy por el contrario, cada una de ellas se mantiene independiente y la empresa adquirente se centra en el control a través de la compra de acciones o participaciones sobre el objetivo. Se podría considerar como un paso previo a un proceso de absorción futuro, sin embargo, no es esta la finalidad de una operación de adquisición.

Las operaciones de fusión y adquisición pueden agruparse en cuatro categorías, como se expuso en el trabajo de Sánchez (2014):

1. Horizontales: Para Domínguez (2000), una operación de F&A horizontal se realiza cuando las sociedades por fusionarse o adquirirse se encuentran dentro del mismo sector y producen bienes o servicios similares, por lo cual una operación de este tipo permite eliminar la competencia e incrementar la cuota de mercado, e, inclusive, presentar efectos sinérgicos positivos. Por ejemplo, la compra de Mifarma por parte de InRetail (Inkafarma), perteneciente al grupo Intercorp, le

permite consolidarse como la más grande cadena de boticas en el Perú al absorber a su principal competencia.

2. **Verticales:** Una operación de F&A vertical se realiza cuando las sociedades por fusionarse o adquirirse operan en diferentes fases del proceso productivo de un mismo producto o servicio, es decir, permite la integración vertical —hacia adelante o hacia atrás— dentro de la cadena de valor, con lo cual se pueden producir efectos sinérgicos positivos (Huerta, 1989).
3. **Diversificadas o conglomeradas:** Se realiza cuando las sociedades por fusionarse o adquirirse producen bienes y servicios diferentes y operan en mercados diferenciados, por lo que este tipo de operación no busca la creación de sinergias sino la generación de valor por la apuesta de crecimientos en mercados no explorados, siendo su lema la diversificación (Sánchez, 2014).
4. **Concéntricas:** Se realiza cuando las sociedades por fusionarse o adquirirse comparten algún tipo de vínculo, ya sea a través de los canales de distribución o de aprovisionamiento, así como en determinado segmento de clientes.

La revisión de la literatura sobre las motivaciones que conllevan a la alta dirección de una empresa a tomar la riesgosa decisión de realizar una operación de F&A revela que esta acción marcaría un antes y un después en la historia de la organización. Tal como mencionó Domínguez (2000), los gestores empresariales, en la búsqueda de generar valor en la compañía para sus accionistas, evalúan todas las alternativas de crecimiento antes de decantarse por un proceso tan complicado y no siempre gratificante como una operación de F&A. En ese sentido, una vez elegida la alternativa de crecimiento inorgánico, como lo es una F&A, es necesario que el gestor evalúe minuciosamente todos los escenarios posibles a fin de minimizar los riesgos de decremento de valor post operación de F&A.

Adicionalmente, se debe tener en cuenta que las empresas se enfrentan cada vez más a un escenario altamente retador y competitivo, por lo cual se deben implementar estrategias que permitan generar ventajas competitivas frente a la competencia y cuya motivación en principio responde a un carácter puramente económico. Sin embargo, se debe señalar que bajo ciertas circunstancias una operación de F&A podría tener una motivación que rompa con el paradigma de decisiones racionales y se sumerge dentro de la economía conductual (Mascareñas, 2005). Entre las principales motivaciones para realizar un proceso de F&A en concordancia con la literatura consultada se tienen las siguientes:

1. Generar el máximo valor posible: Para Fernández y Bonet (1989), una de las motivaciones más importantes al momento de pensar en F&A es la búsqueda de generar valor para sus *stakeholders*; sin embargo, tanto los accionistas como los propietarios de los bonos estarán pendientes de recibir el pago por el dinero invertido cuando se acerquen los vencimientos de los compromisos financieros de la compañía a favor de ellos. Por lo tanto, la dirección de la empresa necesita producir la caja necesaria para hacer frente a todos estos compromisos financieros. El valor de una empresa se refleja en la capacidad de generar flujos de caja positivos recurrentes en el largo plazo. En ese sentido, es el accionista el que finalmente se beneficia de la generación de un mayor valor para la empresa.
2. Mejora de la eficiencia conjunta: Para Fernández y Bonet (1989), una de las consecuencias de la búsqueda de maximizar el valor de una empresa es hacerla competitiva. Por lo tanto, un segundo objetivo es la búsqueda de sinergias entre las sociedades fusionadas que le permitan mejorar la gestión de resultados, debido a factores como una mayor cuota de mercado, integración vertical de la cadena de valor u otros factores que solamente son activables dentro de la empresa fusionada (Cavallo & Rossi, 2001). Asimismo, se debe tener en cuenta que dentro del mundo globalizado

donde se desempeñan las empresas hoy en día, es necesario que sean altamente competitivas para hacer frente a amenazas externas producto de nuevos operadores en el mercado (Domínguez, 2000).

3. Disponer de tecnología y conocimientos innovadores: Domínguez (2000) señaló que actualmente es necesaria una inversión en investigación y desarrollo (I+D) que permita crear economías de escala o que genere un salto en la curva de valor de la compañía para diferenciarla de la competencia, por lo cual una fusión de las áreas de I+D recogería experiencias y enfocaría los gastos en una sola área en vez de duplicar la inversión en investigaciones complementarias. Por otro lado, Ocaña y Peña (1992) precisaron que otra de las motivaciones tecnológicas recae en un ahorro de costes producto de una mejor gestión del uso de bienes compartidos.
4. Mejora en la gestión directiva: Según Fernández y Bonet (1989), la identificación de una débil o mala gestión por parte de los directivos de la empresa objetivo podría ser un factor clave al momento de decidir aventurarse a un proceso de F&A, debido a que la empresa adquiriente posee el capital económico e intelectual para aprovechar estas deficiencias e instaurar un nuevo equipo directivo capaz de generar mayor riqueza.
5. Motivos fiscales: Estos motivos se dan por la posibilidad de ahorro de impuestos producto de la adquisición de una empresa deficiente que no genera beneficios, y por la consolidación de estados financieros que permitirían aprovechar el crédito fiscal (Fernández & Bonet, 1989).

Se puede señalar también el aprovechamiento de las sinergias en la gestión del conocimiento, tanto por parte de la empresa adquirida como de la adquiriente, con la finalidad de no menoscabar las líneas de comunicación organizacional a fin de que el conocimiento fluya a lo largo de la nueva empresa (Dolz & Iborra, 2014). Existen otras motivaciones, tanto de eficiencia con impacto financiero en la compañía fusionada, como de

integraciones verticales u horizontales; así como motivaciones de carácter especulativo de acuerdo con el valor potencial de la compañía objetivo, o, inclusive, la adquisición de compañías poco endeudadas con la finalidad de apalancarlas y generar valor por el efecto del apalancamiento financiero. Sin embargo, se considera a las motivaciones previamente mencionadas como las más importantes para realizar una operación de F&A.

Las fusiones y las adquisiciones no son algo nuevo. El siglo XIX fue testigo del nacimiento de este fenómeno que, a la fecha, es un método vigente y cada vez más creciente en la economía. Según Nouwen (2011), las fusiones han pasado durante los últimos 100 años por cinco oleadas; sin embargo, de acuerdo con la evidencia encontrada por Whittall y Anderson (2017) se corroboró la existencia de una sexta ola iniciada a principios del siglo XXI, tal como se puede apreciar en la Figura 4.



Figura 5. Evolución de las fusiones entre 1883-2018

La primera oleada se dio a finales del siglo XIX, de 1883 a 1904, y se denominó *consolidación horizontal* debido a la depredación, por parte de compañías importantes dentro de los Estados Unidos, de empresas más pequeñas dentro de su mismo sector con la finalidad de conseguir beneficios a través de economías de escala.

La segunda oleada, que permitió una mayor concentración, se presentó de 1919 a 1930. Se caracterizó por un periodo de gran actividad en el mercado bursátil, seguida de una

de las mayores crisis financieras en la historia de los Estados Unidos. Esta oleada se caracterizó por la búsqueda de fortalecer a las empresas integradas dentro de la primera oleada. Es necesario señalar que previo a la época de crisis, se logró un importante crecimiento de la industria a través de empresas más grandes.

La tercera oleada, entre 1945 y 1975, se denominó la del *conglomerado*. Tuvo como antecedente la Segunda Guerra Mundial y se caracterizó por no lograr una clara reorganización de la industria, desencadenando un decremento de valor. Su enfoque de actividad, a diferencia de las dos primeras oleadas, se concentró en la diversificación.

La cuarta, la denominada *transformación industrial*, comprende el período entre 1984 y 1989 y se caracteriza por la forma hostil en que se adquieren las empresas y por el tamaño de las megafusiones. Las fusiones en este periodo se encargaron de resolver los problemas ocasionados en la tercera ola producto de la estrategia de diversificación del portafolio de F&A.

La quinta, que comprende entre 1993 y 2000, es protagonizada por los grandes operadores de mercado que se enfocaron en la búsqueda de economías de escala a través de la creación de grandes conglomerados transfronterizos y que se caracteriza por el control del mercado.

Por último, la sexta ola comprende desde el 2003 hacia adelante y es caracterizada por la globalización, los fondos de inversión y un mayor activismo de los accionistas como parte de la corporación, lo que llevó a reducir las brechas entre el principal y agente, que fue uno de los problemas característicos del siglo XX (Nouwen, 2011). En la Tabla 1 se puede visualizar el resumen de la evolución del mercado de F&A.

Tabla 1. Evolución del Mercado de Fusiones y Adquisiciones

	Ola 1	Ola 2	Ola 3	Ola 4	Ola 5	Ola 6
Periodo	1983-1904	1919-1930	1945-1975	1984-1989	1993-2000	2003-2018
Predominante medio de pago	Efectivo	Patrimonio	Patrimonio	Efectivo / Deuda	Patrimonio	Deuda / Patrimonio
Resultado de la F&A	Creación de monopolios	Creación de oligopolios	Diversificación Conglomerado	LBO / Control	Globalización	Creación de monopolios
Método de negociación	Amigable	Amigable	Amigable	Hostil	Amigable	Amigable

Nota. Adaptado de “M&A Waves and Its Evolution throughout History,” por T. J. Nouwen, 2011 (<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=129395>).

2.3.3. Situación del mercado de fusiones y adquisiciones

De acuerdo con el *2018 Global M&A Outlook* publicado por JPMorgan (2018), el mercado global de fusiones y adquisiciones (F&A) cerró el 2017 con un ligero decremento en volumen de transacción de US\$ 3.7 billones en comparación con los US\$ 3.8 billones registrados el 2016. Cabe señalar que es el quinto año con mayor volumen de transacción desde el 2001, y ocupó el tercer lugar en volumen de transacciones después de la crisis.

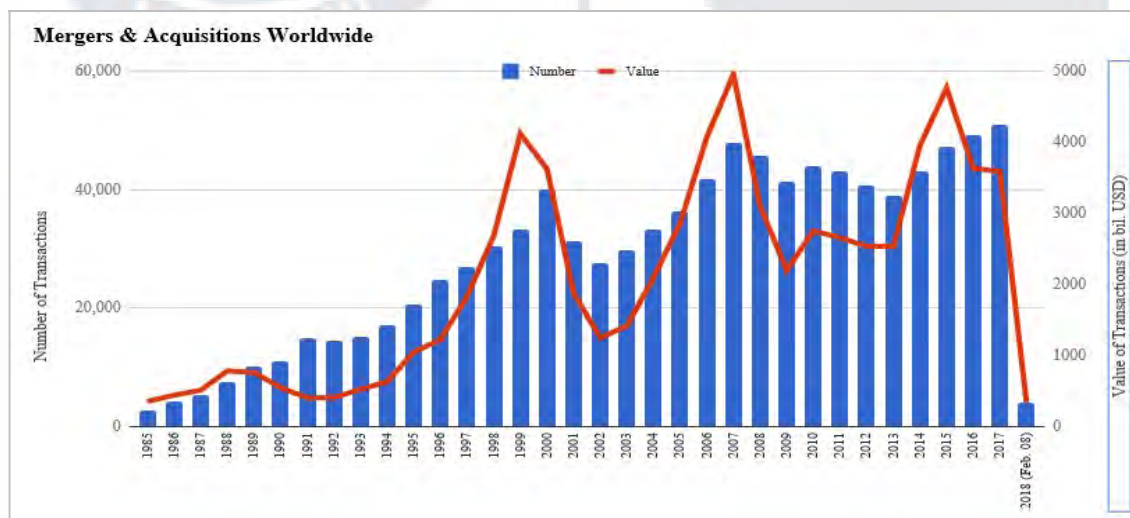


Figura 6. Evolución del mercado mundial de fusiones y adquisiciones

Tomado de “M&A Statistics: Number and Value and Largest M&A Transactions by Region,” por el Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 2018 (<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>)

En la Figura 5 se observa que el mercado de F&A ha crecido de manera consistente a pesar de los diferentes choques cíclicos que han transcurrido. Una primera etapa muy marcada es la que va de los años 1985 a 2000, en la cual el número de operaciones se incrementó de 2,675 a 40,029, y los valores negociados pasaron de US\$ 347 a US\$ 3,626 billones. Sin embargo, el advenimiento de la crisis *puntocom* ocasionó el final de este primer periodo de crecimiento. Una segunda etapa es la transcurrida entre los años 2001 y 2008, en que el número de operaciones de F&A alcanzó un récord de 47,848 y los valores negociados tocaron un pico de US\$ 4,960 billones en el 2007. No obstante, la crisis financiera mundial del 2008 marcó el final de esta etapa. Finalmente, una tercera etapa es la desarrollada entre el año 2009 hasta la actualidad, en la cual el número de operaciones alcanzó los 50,974; sin embargo, el monto negociado disminuyó hasta los 3,591 billones.

En la Tabla 2 se muestra la relación de las principales operaciones de fusión y adquisición que se realizaron a nivel global, de acuerdo con la información publicada por el instituto IMAA. La más importante operación fue la fusión de la empresa británica Vodafone Airtouch con el gigante de las comunicaciones alemanas Mannesmann AG, efectuada el año 1999 por un valor total de 204.8 billones de euros, donde los accionistas de Vodafone adquirieron el 50.5% de la entidad fusionada. La de America Online y Time Warner es la segunda más grande fusión a nivel mundial, pero no logró cubrir las expectativas respecto al impacto en la generación de valor para los accionistas de AOL. Otro caso reciente de fracaso es la fusión de la empresa norteamericana Pfizer y el conglomerado británico del sector salud, Allergan, en el 2015, en la cual dos gigantes de dicho rubro se fusionaron creando la empresa de salud más importante a nivel mundial, por encima de Johnson & Johnson.

Tabla 2. Ranking de Operaciones de F&A a Nivel Mundial

Ranking	Año	Adquirente	Adquirida	Valor de la transacción (en bill. EUR)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	204.8
2	2000	America Online Inc.	Time Warner	160.7
3	2015	Pfizer	Allergan PLC	133.3
4	2013	Verizon Communications Inc.	Verizon Wireless Inc.	100.5
5	2007	Shareholders	Philip Morris Intl. Inc.	68.1
6	2015	Anheuser-Busch Inbev	SABMiller PLC	92.3
7	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	71.3
8	1999	Pfizer Inc.	Warner-Lambert Co.	84.9
9	1998	Exxon Corp.	Mobil Corp.	68.4
10	2000	GlaxoWellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	74.9

Nota. Adaptado de "M&A Statistics: Number and Value and Largest M&A Transactions by Region," por el Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 2018 (<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>).

En la Figura 6, de acuerdo con la información publicada en el *2018 Global M&A Outlook*, se puede visualizar que el número de transacciones por montos superiores a US\$ 10 billones se han mantenido entre el año 2016 y 2017; sin embargo, el monto de las transacciones menores a US\$ 10,000 disminuyó ligeramente en el 2017. Cabe señalar, no obstante, que el mercado de F&A ha comenzado un ciclo ligero de contracción, después de un ciclo expansivo iniciado en el 2010.



Figura 7. Mercado mundial de fusiones y adquisiciones por volumen de operación

Tomado de "2018 M&A Global Outlook: Navigating Consolidation and Disruption," por JPMorgan, 2018 (<https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320744801603.pdf>).

Por otro lado, de acuerdo con Deloitte & Co. (2018), en el mercado latinoamericano de F&A durante el año 2017, se completaron 974 acuerdos en el mercado hispanohablante, con una inversión total registrada de US\$ 80,523. Respecto al año 2016, la cantidad de acuerdos efectuados disminuyó en un 15% y la inversión realizada en un 18% (la inversión registrada en el 2016 fue de US\$ 97,000).

En la Figura 7 se observa que el 33% (317 acuerdos) del volumen de operaciones se produjo durante el segundo trimestre del año 2017, generando un total invertido de US\$ 23,300. Los trimestres restantes no pudieron alcanzar el volumen de acuerdos del segundo. En el primer trimestre de 2017, se registró el 15% de los acuerdos (145 operaciones) por un total de US\$ 3,700. En el tercer trimestre se efectuó el 26% (256 acuerdos), alcanzando el mayor nivel de inversión en el año 2017 con US\$ 36,400. En el cuarto trimestre, al igual que el anterior, se registró el 26% del volumen total de acuerdos del 2017 (256), con una inversión de US\$ 17,000.

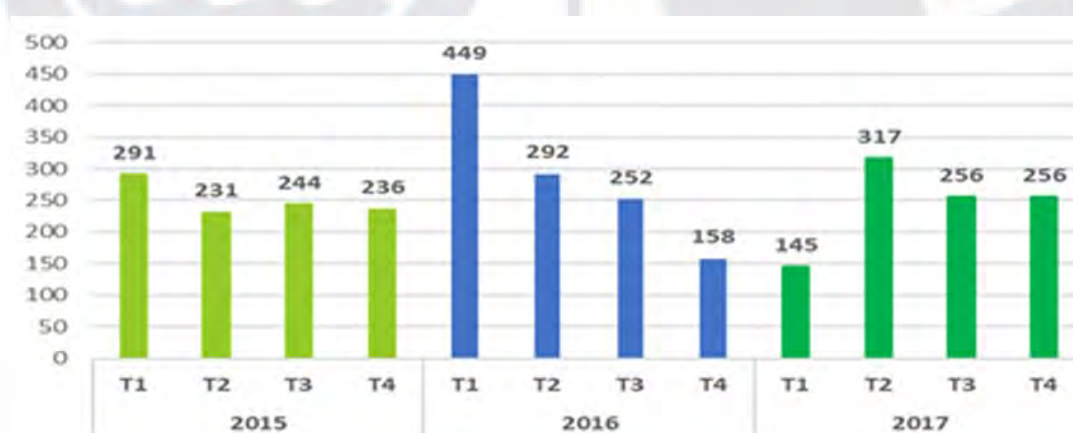


Figura 8. Evolución del mercado de fusiones y adquisiciones en LATAM

Tomado de “Mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica – Informe anual 2017,” por Deloitte & Co., 2018 (<https://www2.deloitte.com/ar/es/pages/finance/articles/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-de-latinoamerica.html>).

Por su parte, Brasil es el principal actor y continúa liderando en el mercado latinoamericano de fusiones y adquisiciones, tal como se aprecia en la Figura 8. El 45% de

las 974 transacciones generadas corresponde a fusiones y adquisiciones de empresas brasileras (443 acuerdos), que representan un total de US\$ 58,562.

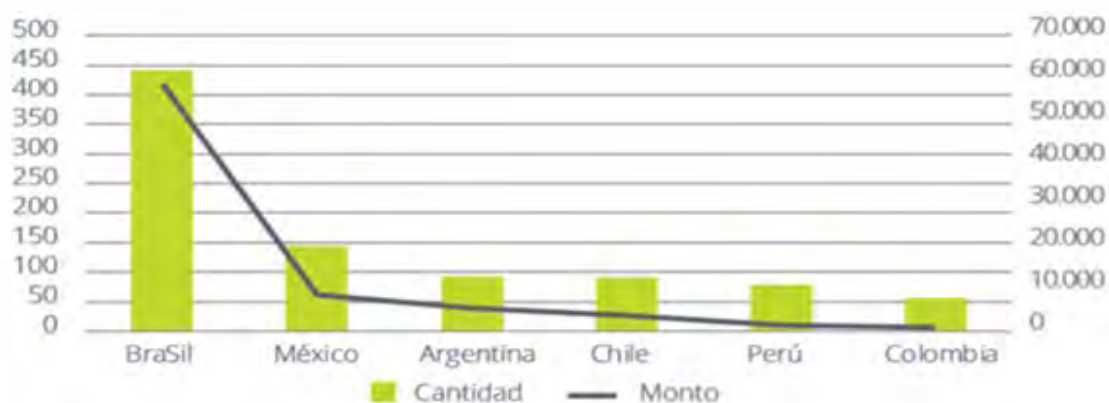


Figura 9. Principales mercados de fusiones y adquisiciones en LATAM (US\$ mil)

Tomado de “Mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica – Informe anual 2017,” por Deloitte & Co., 2018 (<https://www2.deloitte.com/ar/es/pages/finance/articles/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-de-latinoamerica.html>).

Siguiendo la tendencia de los últimos años, la actividad de M&A de Latinoamérica durante el año 2017 fue liderada por Brasil, Chile, Perú, México, Argentina y Colombia, siendo Brasil el más influyente con un 45% del volumen de acuerdos totales, y un 73% del monto total de transacciones. México continúa en segundo lugar, ya que representó el 15% del total de los acuerdos, que significaron el 11% del monto total registrado de transacciones del mercado en Latinoamérica. Así mismo, Argentina contó con el 10% de las transacciones que ocurrieron en la región y Chile concretó el 9% del monto total de los acuerdos en dicha zona. Si bien países como Perú y Colombia son unos de los más influyentes en el mercado de M&A latinoamericano, esto no se ve representado en los montos registrados debido a la falta de información, puesto que algunas empresas deciden dejar de manera confidencial el valor de sus transacciones.

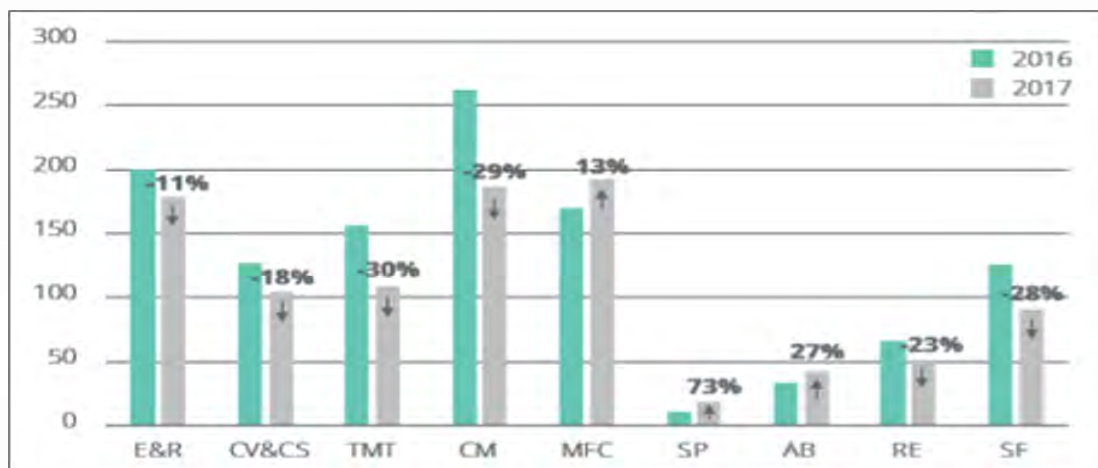


Figura 10. Principales sectores de las transacciones de F&A

Tomado de “Mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica – Informe anual 2017,” por Deloitte & Co., 2018 (<https://www2.deloitte.com/ar/es/pages/finance/articles/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-de-latinoamerica.html>).

En el análisis sectorial del mercado en la Figura 9, dentro de Latinoamérica se observa que la mayor cantidad de acuerdos se produjo en el sector Manufactura (MFC) con 192 operaciones (20% del total). En 2017, la variación en la participación de los sectores económicos fue negativa a nivel general, ya que en solo tres de estos sectores se vio un leve crecimiento de participación. Durante este año, el 88% de los acuerdos se concretaron en seis industrias: Manufactura (MFC) con 192 acuerdos; Consumo Masivo (CM) con 187 acuerdos; Energía y Recursos Naturales (E&R) con 179 acuerdos; Tecnología, Medios y Telecomunicaciones (TMT) con 109 acuerdos; Ciencias de la Vida y Cuidado de la Salud (CV & CS) con 104 acuerdos; y Servicios Financieros (SF) con 91 acuerdos. Estos forman un total de 862 acuerdos (Deloitte & Co., 2018).

Respecto a la actividad de M&A del 2016, hubo un predominio de estas seis industrias en el mercado, pero con la diferencia de que estas conformaron el 90% del volumen total de acuerdos, sumando un total de 1,041 contratos.

En Perú, durante el año 2017 se realizó el 8% de las transacciones totales del mercado de fusiones y adquisiciones latinoamericano. Este porcentaje significa 78 acuerdos, 11 más que el año anterior. En términos de inversión registrada, los 78 acuerdos significaron

US\$ 4,066 millones, disminuyendo en US\$ 1,504 millones respecto al año anterior (Deloitte & Co., 2018).

En la Figura 10, se muestra que el 60% de los acuerdos (47) realizados en territorio peruano corresponde a capitales latinoamericanos: entre estos acuerdos, el 66% está vinculado a inversiones de capitales de origen peruano (31 acuerdos); México y Chile representan un 12% cada uno (seis acuerdos por país), un 4% pertenece a Colombia (dos acuerdos), y Brasil y Argentina completan el total con 3% cada uno (un acuerdo cada país). Europa registró el 25% de los acuerdos en Perú (alcanzando 19 acuerdos); un 13% corresponde a Norte América (10 acuerdos) y, por último, 1% de origen asiático (un acuerdo). El porcentaje faltante corresponde a un acuerdo del cual no se conoce el origen.

El sector de Consumo Masivo fue el más activo en este año con un 24% de los acuerdos totales generados, seguido por el sector de Energía y Recursos Naturales con un 18% y el de Servicios Financieros con un 15%. Entre los sectores con mayor participación en términos de montos invertidos, se destaca el sector de Servicios Financieros con US\$ 334 millones de inversión registrada.

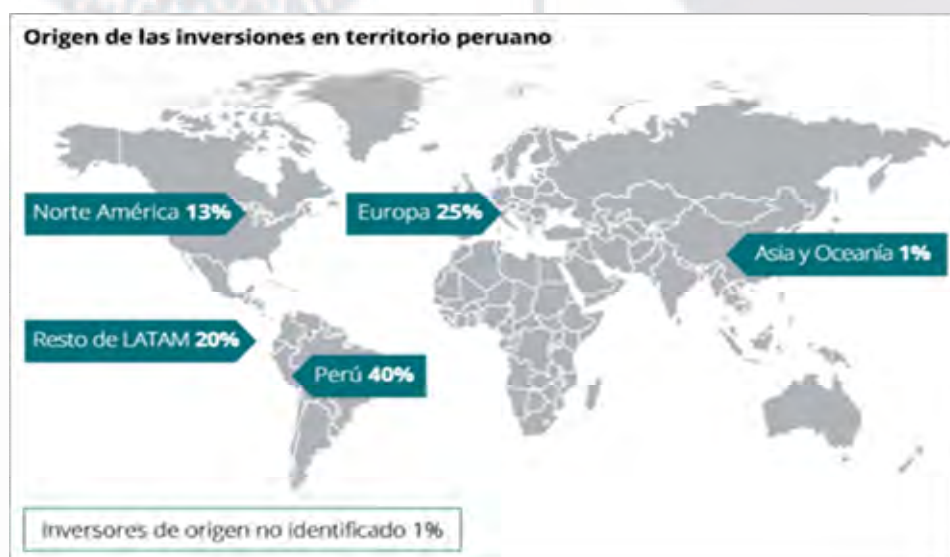


Figura 11. Origen de fondos de las transacciones de F&A

Tomado de “Mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica – Informe anual 2017,” por Deloitte & Co., 2018 (<https://www2.deloitte.com/ar/es/pages/finance/articles/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-de-latinoamerica.html>).

2.4. Resumen del Capítulo

En el Capítulo II se abordó la importancia de los procesos de fusión y adquisición a lo largo de la historia empresarial y su íntima relación con la evolución de las empresas, principalmente explicada por los cambios acaecidos en el contexto económico-social e inclusive tecnológico, que han marcado un quiebre en la forma de hacer negocios y que han impulsado la necesidad de buscar maneras creativas e innovadoras para seguir generando valor para los diferentes *stakeholders*.

Sin duda, una de las principales disyuntivas en la maduración de las empresas viene relacionada con el tipo de crecimiento necesario para hacer frente al apetito de rentabilidad de los inversionistas y con los diferentes acreedores que hacen posible la continuidad del negocio. Bajo esa óptica, los agentes tomadores de decisión a menudo se han enfrentado a la necesidad de crecer a través de la compra de parte de los activos e, inclusive, de todos los activos de otras empresas. Este tipo de estrategia de crecimiento es denominada *inorgánica*, debido a que la generación de valor se realiza mediante las sinergias con la empresa adquirida o fusionada y no por estrategias de crecimiento interno.

En concordancia con lo expuesto, se analizan cuáles han sido las mejores prácticas realizadas en operaciones de F&A a fin de asegurar la generación de valor para los accionistas. En ese sentido, se propone revisar al detalle cuatro métodos para identificar si realmente una operación de esta naturaleza genera valor o, en su defecto, destruye valor. Los métodos escogidos para el análisis son los siguientes: ROE, ROIC, EVA e Índice de Lucratividad. Por un lado, tanto el ROE y el ROIC plantean una visión del funcionamiento interno de la empresa y están más pensados para ser indicadores financieros que miden la capacidad de la empresa a fin de seguir generando beneficios; en cambio, el Índice de Lucratividad es un indicador bursátil que permite visualizar la generación de beneficios por parte de los inversionistas pero visto desde el mercado bursátil, es decir, desde la capacidad

de la empresa para ser atractiva al mercado y, en definitiva, recoge también los fundamentos de la compañía para ser considerada una empresa con potencial de crecimiento. Sin duda, estos dos frentes de análisis permiten analizar el desempeño de la empresa resultante para ser lo suficientemente robusta a fin de generar ingresos y, a su vez, tener la capacidad de ser atractiva para el mercado, debido a que en el análisis sobre empresas cotizadas es fundamental que los métodos para ello recojan la información proveniente del mercado de valores.



Capítulo III: Metodología

La presente investigación fue de enfoque cualitativo con data descriptiva numérica. Tiene como finalidad identificar las buenas prácticas financieras en el proceso de fusión por absorción en empresas peruanas que cotizan en la bolsa de valores. Los autores presentaron dicho tema motivados debido por las estadísticas de los últimos cinco años, Latinoamérica muestra un mercado interesante a los inversionistas extranjeros para realizar fusiones y adquisiciones, donde Perú es uno de los países que ha presentado un rápido crecimiento económico, manteniendo un promedio de 6% del PBI. Con la información obtenida, esta investigación se ha realizado considerando que los resultados de ella serán una referencia para próximas investigaciones enfocadas en determinar el valor que generan las fusiones en las empresas, así como una ayuda para las empresas que deseen realizar fusiones.

Adicionalmente, la presente investigación fue de enfoque cualitativo porque utilizo la recolección y el análisis de la información obtenida para responder las preguntas de investigación, así como adicionar nuevas interrogantes en el proceso del análisis de información (Hernández et al., 2014). La investigación describe las buenas prácticas financieras en el proceso de fusiones por absorción en las empresas teniendo como población a las empresas que participan dentro de la Bolsa de Valores de Lima. En el estudio se tomó como muestra las empresas que hayan participado dentro del procesos de fusión por absorción en los periodos comprendidos entre el 2000 y el 2017. La información fue recolectada sobre la base de los estudios efectuados a los estados financieros de las empresas seleccionadas, de los cuales se tomó información de indicadores financieros que midan la generación de valor de las empresas. A partir de esto, se entrevistó a los altos ejecutivos de las empresas seleccionadas, a fin de validar y contrastar la información obtenida en el proceso de recolección de datos. Para el análisis y presentación de estos resultados fue indispensable usar el principio de confidencialidad.

3.1. Diseño de la Investigación

El diseño es el plan que se utiliza para obtener información requerida en la investigación. Los resultados obtenidos son el producto final, que generan conocimiento (Hernández et al., 2014). La investigación de alcance descriptivo porque no manipula ninguna variable, solo se limita a observar y describir fenómenos, tal como indicaron Martínez y Ávila (2010). La información que se obtuvo del estudio describió las características de grupos, a la vez calcula la proporción de gente en una población específica con ciertas características (Namakforoosh, 2013). De acuerdo con lo expuesto, este estudio fue de alcance descriptivo porque su propósito era identificar las buenas prácticas financieras con base en el análisis de las empresas que hayan pasado por más de un proceso de fusión por absorción.

El diseño de la investigación es de tipo no experimental. Tal como señalaron Hernández et al. (2014), para este tipo de diseño los estudios no generan situaciones, sino, por el contrario, se analizan las situaciones ya existentes, las cuales no han sido provocadas por la investigación. En la investigación no experimental las variables independientes existen y no es posible manipularlas debido a que no se tiene control directo sobre las mismas, porque ya sucedieron. La presente investigación califica como no experimental porque la investigación se realizó sobre la base de hechos pasados, es decir, mediante el análisis de información de las empresas que hayan realizado fusiones por absorción.

Una subdivisión del diseño no experimental es el diseño longitudinal, donde la investigación analiza los cambios realizados a través del tiempo, recolectando datos en diferentes periodos para poder identificar las inferencias en la evaluación del problema en un lapso determinado. A la vez, el diseño no experimental puede subdividirse en diseño de panel, similar al anterior, pero con la diferencia de que este analiza o explora los planes futuros y si estos disminuyen en el pasado, es decir, el análisis de la investigación a futuro incide de alguna manera para que este efecto disminuya en el pasado. Dicho esto, este trabajo

ha seguido un diseño longitudinal y de panel (ver Figura 12). Por lo tanto, el desarrollo de la investigación fueron definidos como objetivos para el análisis de la información: (a) elaborar un listado de los indicadores financieros requeridos para el análisis, (b) conocer si existen las similitudes en los resultados financieros obtenidos de las empresas analizadas, (c) conocer si existen sinergias en las empresas donde se practicaron fusiones por absorción, y (d) conocer si las prácticas financieras usadas en las empresas de fusión por absorción son similares.

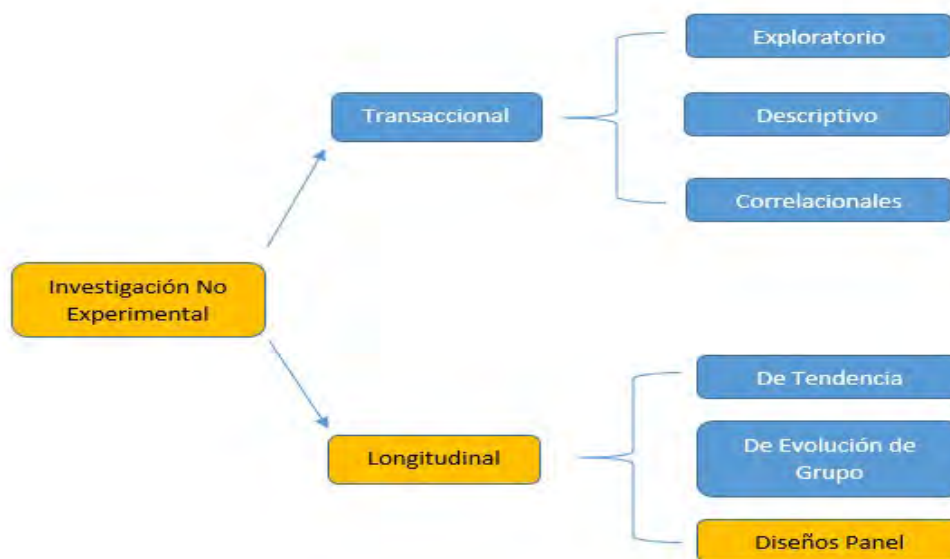


Figura 12. Proceso de diseño de la investigación

3.2. Recolección de Datos

El método que fue empleado para esta investigación se basa en entrevistas a los altos ejecutivos que dirigen el área financiera de cada empresa. Los cuales fueron contactados inicialmente vía correo electrónico o teléfono a modo de presentación por estudiantes del MCI Finanzas de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Se les explico que, como autores, se encontraban realizando un estudio sobre las buenas prácticas financieras en los procesos de fusión por absorción, por lo que precisan de una entrevista a fin de poder obtener información con respecto a las gestiones financieras realizadas en procesos de fusión por absorción. De la misma forma, se mostraron los análisis financieros realizados a fin de que

estos puedan contrastar con la información obtenida. Si la persona contactada estaba interesada en el estudio, uno de los investigadores haría llegar la información por medio del correo electrónico, así como una breve explicación de la importancia del estudio.

Las entrevistas se llevaron a cabo en el lugar y hora pactada con el ejecutivo, estimando una duración mínima de 30 minutos. Al inicio de la entrevista se le fue entregado el consentimiento de investigación al ejecutivo entrevistado, y adicionalmente se le explico que la entrevista realizada era de carácter de confidencial. Finalmente, se le solicito verbalmente el permiso correspondiente para poder grabar la entrevista acordada.

El estudio inicial sobre los estados financieros se realizará mediante la obtención de dicha información en la página web de la Bolsa de Valores de Lima, por lo que no será necesario un consentimiento informado de las empresas analizadas. Adicionalmente, se recogerá información de las respectivas páginas web de las empresas en relación con el historial de la organización, los nuevos proyectos, información de mercado, etc.

3.3. Diseño de Muestreo

Para el diseño del muestreo se tuvo en cuenta los siguientes aspectos: (a) población de estudio, (b) marco del muestreo, (c) técnica del muestreo, y (d) tamaño de la muestra. Cada uno de estos aspectos se desarrolla a continuación.

3.3.1. Población de estudio

Para determinar la población de estudio, los autores consideraron los siguientes criterios:

- Elementos: Lo conforman las empresas que tengan participación dentro de la Bolsa de Valores de Lima.
- Unidad de muestreo: Lo conforman las empresas peruanas que hayan participado dentro de más de un proceso de fusión por absorción.

- Extensión: Lo conforman las empresas peruanas que hayan reportado sus estados financieros en la bolsa de valores tres años antes y cinco años después del proceso de fusión por absorción.
- Tiempo: Lo comprenden las empresas peruanas que hayan realizado el proceso de fusión por absorción entre el 2000 y el 2012.

3.3.2. Marco de muestreo

El marco de muestreo fue definido tomando en cuenta que las empresas hayan cumplido con los siguientes criterios: (a) empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, (b) que al 28 de febrero del 2018 se encuentren vigentes (no rechazadas) en la Bolsa de Valores de Lima, (c) que las empresas hayan realizado el proceso de fusión por absorción y que en la Bolsa de Valores de Lima se encuentren con el código (Mod 01), (d) que hayan reportado sus estados financieros como mínimo cinco años después de su proceso de fusión y e) que tengan alta frecuencia de negociación en la Bolsa de Valores de Lima. La aplicación de los criterios mencionados da como resultado una relación de 13 empresas, tal como se aprecia, más adelante, en la Tabla 3.

3.3.3. Técnica del muestreo

En el presente estudio, el tipo de muestra usado fue por conveniencia, porque se basa en los casos disponibles a los cuales se tiene acceso (Hernández et al., 2014). La selección de la muestra estaba conformada por las empresas que tengan disponibilidad para conceder las entrevistas de sus altos ejecutivos. Adicionalmente, se integraron los criterios detallados en el tamaño de la muestra.

Tabla 3. Lista de Empresas de Fusión por Absorción que Pertenecen a la Bolsa de Valores de Lima

Empresas fusionadas	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total fusiones
Cía. Minera Milpo S.A.A.					2	1	1					4
Corp. José R. Lindley S.A.	2			1								3
Inversiones Centenario S.A.A.		1						1				2
Alicorp S.A.A.			1			1						2
Inversiones Nacionales de Turismo S.A. – Intursa					1	1						2
Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.					2							2
Bayer S.A.		1										1
Laive S.A.											1	1
Sociedad Minera Corona S.A.	1											1
Quimpac S.A.				1								1
Exsa S.A.	1											1
Volcan Cía. Minera S.A.A.			1									1
Gloria S.A.										1		1
Total general	4	2	2	2	5	3	1	1	0	1	1	22

Nota. Adaptado de “Boletín diario: Empresas que se encuentran vigente al 28.02.2018,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2018 (http://www.bvl.com.pe/merc_publico_boletindiario.html).

3.3.4. Tamaño de la muestra

En la presente investigación, los autores tomarán en cuenta que la muestra por conveniencia depende de las características seleccionables para el número de casos de estudio (Hernández et al., 2014). Con base en esta información, del marco tomado de 13 empresas (ver Tabla 4), los criterios por utilizar serán: (a) se considerará el PER (*Price Earnings Ratio*) del año 2012, el cual corresponde al último año de rango del análisis realizado; (b) el PER calculado deberá ser mayor que 10, y (c) se preferirá a las empresas con mayor frecuencia de negociación. De acuerdo con estos criterios, las empresas seleccionadas serán: (a) Corp. José R. Lindley S.A, (b) Alicorp S.A.A., (c) Volcan Compañía Minera S.A.A., y (d) Laive S.A., de las cuales se contactó a los altos ejecutivos que se encontraban dirigiendo el área financiera a fin de poder entrevistarlos.

Tabla 4. Listado de Empresas Seleccionadas

Año	Cía. Minera Milpo	Corp. José R. Lindley	Inv. Centenario	Alicorp	Inv. Nac. de Turismo	Cía. de Minas Buenaventura	Bayer	Laive	Soc. Minera Corona	Quimpac	Exsa	Volcan Cía. Minera	Gloria
2000	95.19	0.00	13.72	0.00	0.00	15.24	0.00	0.00	0.00	0.00	23.00	27.85	4.43
2001	19.59	0.00	7.17	16.00	0.00	10.17	0.00	0.00	0.00	0.00	22.00	16.23	3.08
2002	19.59	0.00	5.28	8.70	0.00	15.19	0.00	0.00	0.00	0.00	11.38	16.23	5.86
2003	8.55	0.00	7.26	11.96	0.00	53.05	0.00	0.00	0.00	0.00	17.24	16.23	5.79
2004	12.67	0.00	5.76	11.14	0.00	15.25	0.00	0.00	0.00	0.00	12.96	16.11	7.68
2005	15.41	0.00	7.95	16.83	0.00	12.59	0.00	0.00	0.00	0.00	9.29	23.53	14.81
2006	45.33	27.27	13.63	18.55	2.95	8.18	0.00	0.00	27.06	9.62	10.07	192.70	12.13
2007	14.56	59.09	28.54	20.18	4.39	26.12	3.72	38.35	13.96	14.04	16.06	10.08	9.59
2008	53.76	13.85	21.39	15.44	4.39	33.75	5.58	50.95	2.61	11.81	5.45	16.88	5.55
2009	37.49	9.43	26.79	10.69	17.56	55.56	3.47	50.95	8.95	5.87	8.02	52.93	3.84
2010	21.16	38.38	19.01	19.25	36.57	18.66	4.30	50.95	13.49	18.82	38.30	16.04	14.86
2011	13.91	22.33	15.01	16.63	36.57	14.51	6.85	50.95	8.11	18.82	10.40	18.42	13.19
2012	9.51	20.82	8.21	22.80	36.57	10.69	6.44	10.02	7.28	4.21	9.66	15.54	15.32

Nota. Empresas seleccionadas de acuerdo con los criterios establecidos. Adaptado de Bloomberg Professional, 2018, en CENTRUM Católica, Lima, Perú.

3.4. Instrumento

(Hernández et al., 2014) indicaron que el investigador, es quien mediante diversos métodos se encarga de recolectar los datos, los cuales no solo analiza, sino que extrae de ellos información relevante para la investigación (Hernández et al., 2014). Los autores en la presente investigación usaron como instrumento las entrevistas a profundidad, las cuales fueron realizadas a las empresas que se obtuvieron a partir de la muestra, a la vez levantaron información a partir de estados financieros, mediante las páginas públicas de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). A partir de estos datos se realizaron los análisis de los indicadores financieros, tomando como principales índices aquellos que miden la generación del valor de la empresa: (a) retorno sobre el patrimonio (ROE), (b) retorno sobre el capital invertido (ROIC, por sus siglas en inglés), (c) valor económico agregado (EVA, por sus siglas en inglés), y (d) el Índice de Lucratividad, guiándose de la BVL.

Los autores, luego de analizar los resultados de las ratios financieras, recopilaron información a través de entrevistas que se realizaran a los altos ejecutivos que pertenecen al área financiera dentro de las empresas seleccionadas para el estudio. Para realizar las entrevistas, los autores consideraron indispensable contar con el consentimiento por escrito de los participantes, de tal manera que estos estén informados de la investigación. Cabe anotar que la información financiera de las empresas estudiadas es de carácter público.

3.5. Proceso de Recolección de Datos

Durante el proceso de recolección de datos, los investigadores tuvieron que asumir el mayor reto: introducirse al ambiente y mimetizarse en él (Hernández et al., 2014) para poder adquirir una comprensión de la investigación, lo cual fue realizada mediante la revisión de estudios sobre fusiones y adquisiciones de empresas en las cuales se observó la metodología empleada. La información de las empresas seleccionadas fue recogida de sus respectivas

páginas webs, así como de la página de la Bolsa de Valores de Lima y la Superintendencia de la Bolsa de Valores.

Para el caso de la información financiera, la fuente fue la Bolsa de Valores de Lima. Esta información fu sometida a un análisis financiero a fin de obtener los indicadores mencionados en el punto anterior.

3.6. Análisis e Interpretación de Datos

En la investigación cualitativa se busca obtener datos que se convertirán en información y conocimiento, los cuales ocurren en forma paralela (Hernández et al., 2014). Los autores de este estudio analizaron y recolectaron información de acuerdo con las entrevistas y datos recopilados considerando las siguientes etapas:

- **Codificación de las fuentes:** La codificación de las fuentes se realizó mediante la codificación de las empresas seleccionadas, las cuales fueron clasificadas por grupos según la cantidad de fusiones realizadas y frecuencia de negociación en la Bolsa de Valores de Lima, es decir, se seleccionaron empresas que hayan tenido más de una fusión y negociación dentro de los sectores establecidos por la Bolsa de Valores de Lima. A continuación, se codificará la información recogida en las entrevistas.
- **Transcripción y análisis de la información:** En esta etapa, los autores procesaron la información respectiva capturando aquella obtenida de los audios, la misma que fue comparada con la información resultante del análisis financiero realizado, con la finalidad de validar si estas guardan relación lógica entre sí. Adicionalmente, se analizó la variación porcentual obtenida con respecto a las ratios para poder determinar las variaciones conseguidas dentro de los procesos de fusión.
- **Interpretación:** En esta etapa se interpretó la información financiera obtenida, es decir, se procedió a analizar los resultados de los ratios financieros considerando

el valor de las acciones, y de la misma forma se efectuó la interpretación de las variaciones porcentuales de los ratios financieros comparados por año para poder determinar si la empresa generó valor en los años analizados.

- Comparación de la información: La información obtenida de las entrevistas fue comparada con el análisis realizado de los indicadores financieros, a fin de validar si estos guardan relación.
- Reporte de resultados: Finalmente, a partir de lo trabajado en el punto anterior, los autores procedieron a redactar un informe en el que dieron a conocer los resultados de este estudio.

Para el análisis de los estados financieros y el cálculo de los indicadores financieros se recurrió a la herramienta informática de soporte y análisis Excel. Las conclusiones permitieron a los autores responder a las preguntas de investigación.

3.7 Resumen del Capítulo

El presente capítulo describe el diseño de la investigación, así como los métodos utilizados para llevarla cabo. El tipo de investigación seleccionado es el cualitativo, no experimental, longitudinal y de diseño panel. El método elegido para levantar información se apoyó en entrevistas a los altos ejecutivos que dirigen el área financiera de las empresas seleccionadas. El muestreo fue tomado con base en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que hayan participado dentro del proceso de fusión por absorción. El tipo de muestreo aplicado fue por conveniencia, bajo la modalidad de muestras teóricas o conceptuales. El proceso de recopilación de datos se realizó a través del análisis de indicadores financieros, así como de los estados financieros, complementándolo con la información que se logró en las entrevistas pactadas. Finalmente, se describe el proceso de análisis e interpretación de datos mediante el cual se obtuvo las respuestas a las preguntas de investigación.

Capítulo IV: Caso de Empresas de Fusión por Absorción

En este capítulo se abordará a las empresas seleccionadas bajo la metodología expuesta en el Capítulo III. En ese sentido, se presentará primero una descripción breve sobre la historia y el giro de negocio de las cuatro empresas de la muestra: Corporación José R. Lindley S.A., Alicorp S.A.A., Volcan Compañía Minera S.A.A. y Laive S.A. Un segundo aspecto por abordar es la perspectiva del mercado en el cual operan y sus principales competidores, a fin de establecer un panorama general respecto a los fundamentos que le permiten a la empresa seguir generando valor. Asimismo, se agrega un análisis de riesgos respecto a los principales activos y pasivos financieros que podrían mermar la estabilidad de la empresa. Finalmente, se analizan los indicadores financieros seleccionados para identificar que la empresa efectivamente ha generado valor. En ese sentido, toda la información referente al cálculo del ROE, ROIC, EVA e Índice de Lucratividad se adjunta en la sección de Apéndices. Para cada una de las empresas se han identificado diferentes periodos de análisis, debido a que el año base depende de la última información disponible en la Superintendencia de Mercado de Valores sobre operaciones de fusión por absorción realizadas por las empresas. En ese sentido, el periodo de análisis serán los cinco años posteriores a la última operación concretada, para poder determinar si generará valor siempre que los indicadores analizados presenten un comportamiento similar, es decir, que todos los indicadores evidencien la existencia de generación de valor posterior al proceso de fusión analizado. En caso contrario, no se podrá concluir que se evidencia la existencia de generación de valor y, por ende, el análisis no podrá confirmar que las prácticas empleadas puedan considerarse como buenas prácticas.

4.1. Perfil de Informantes

De acuerdo con la muestra recogida según los criterios de selección, los autores mostrarán seguidamente las fuentes usadas para el levantamiento de la información (ver

Tabla 5). En la presente investigación se determinó realizar el análisis financiero de cuatro empresas de la muestra: Corp. José R. Lindley S.A., Alicorp S.A.A., Volcan Compañía Minera S.A.A. y Laive S.A. (ver Tabla 6, Tabla 7 y Tabla 8).

Tabla 5. Lista de Fuentes Utilizadas

	Laive	Lindley	Volcan	Alicorp
Fuentes primarias				
Entrevistas	Gerente de Administración y Finanzas	Finance Manager	Jefe de Tributación	Gerente Corporativo de Riesgos
Fuentes secundarias				
Memorias	Memoria Anual	Memoria Anual	Memoria Anual	Memoria Anual
Estudio	Estudio PWC	Estudio PWC	Estudio PWC	Estudio PWC

Tabla 6. Información de los Entrevistados

	Laive	Lindley	Volcan	Alicorp
Edad	40	50	58	46
Estado civil	Casado	Soltero	Casado	Casado
Grado de instrucción	Superior	Superior	Superior	Superior
Cargo actual en la empresa	Gerente de Adm. y Finanzas	Finance Manager	Jefe de Tributación	Gerente Corporativo de Riesgos
Años en este cargo	2	1	17	9
Años en la empresa	2	26	17	15

Tabla 7. Información sobre las Empresas

	Laive	Lindley	Volcan	Alicorp
Ventas brutas 2017 (en miles soles)	591,173	2,514,204	441,928	4,230,270
Ventas brutas 2016 (en miles soles)	526,124	2,499,003	446,746	4,040,731
Ventas brutas 2015 (en miles soles)	495,043	2,330,184	508,282	3,913,878
Número de trabajadores 2017 (Sunat)	2,132	3,462	2,959	3,073
Número de trabajadores 2016 (Sunat)	1,971	3,311	2,757	3,050
Número de trabajadores 2015 (Sunat)	1,768	3,563	2,871	3,230

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2015 al 2017: Empresas Laive S.A., Corporación Lindley S.A., Volcan Cía Minera S.A. y Alicorp S.A.A.” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

Tabla 8. Lista de empresas Absorbentes y Absorbidas

Empresa Absorbente	Empresa Absorbida	Nombre Comercial (Empresa Absorbida)	Fecha de absorción
Corporación José R. Lindley S.A.	Embotelladora Piura S. A	Inca Kola	19/09/2005
Alicorp S.A.A.	Asa Alimentos S.A.	Negrita	3/01/2007
Volcan Compañía Minera S.A.A	Empresa Administradora Chungar S.A.C.	Empresa Administradora Chungar	30/03/2004
Laive S.A.	Ngbv Holding S.A.	Granja Bazo Velarde	26/01/2012

4.2. Situación Actual de las Empresas Seleccionadas

De acuerdo con el análisis realizado, a continuación, los autores presentarán una breve descripción de las empresas que forman parte de la muestra utilizada en la investigación. Se detalla, para cada una de ellas, la descripción de la actividad de la empresa, su situación de mercado y los resultados obtenidos en el análisis financiero.

4.2.1 Caso de la empresa Volcan Compañía Minera S.A.A.

Volcan Compañía Minera S.A.A. se constituye en el Perú el 01 de febrero de 1998 mediante la fusión de Volcan Compañía Minera S.A. y la Empresa Minera Mahr Túnel S.A. En el año 2000, Volcan adquiere las centrales hidroeléctricas Francoise y San José II. En el 2004 inicia operaciones en la mina de plata Vinchos, adquiriendo además las centrales hidroeléctricas Baños I, II, III y IV, así como la central hidroeléctrica de Chicrin. En el 2011 se reorganiza la unidad minera Cerro de Pasco, cambiando de nombre a Empresa Administradora Cerro S.A.C., convirtiéndose luego en una subsidiaria de Volcan Compañía Minera S.A.A. En el 2012 coloca bonos corporativos por US\$ 600 MM por un plazo de 10 años. Dicha emisión fue realizada con el fin de asegurar los futuros proyectos de crecimiento. En noviembre del 2017, Glencore International AG lanzó la oferta pública de compra de acciones (OPA) comunes S.A. Al término de dicha oferta, se convierte en accionista controlador de Volcan Compañía Minera S.A.A. con el 23.29% total del accionariado. Actualmente, Volcan cuenta con 371,000 hectáreas de concesiones mineras y se dedica a la exploración y explotación de denuncios mineros, así como a la extracción, concentración,

tratamiento y comercialización de minerales polimetálicos. También cotiza en diferentes bolsas de valores, tales como la Bolsa de Valores de Lima, la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y la Bolsa de Madrid de Latibex.

En relación con el mercado en el que se desarrolla la Compañía Volcan, en el 2017 hubo un incremento en el precio de los metales generando estabilidad en el sector minero; sin embargo, dicho incremento no significó la reapertura de las operaciones cerradas producto de la crisis del sector. Durante el 2017 se mantuvo en el mercado la escasez de concentrados. La diferencia de precios en los años 2016 y 2017 con respecto a la maquila de zinc y plomo se debió precisamente a esta escasez, por lo que las refinерías se volvieron más sensibles a la calidad de estos. Volcan mantuvo su política de diversificación de mercados con la finalidad de buscar mayor valor para los concentrados que produce. De la misma forma, se tomó mayor atención a la calidad apreciada por el mercado, a fin de tener una ventaja adicional.

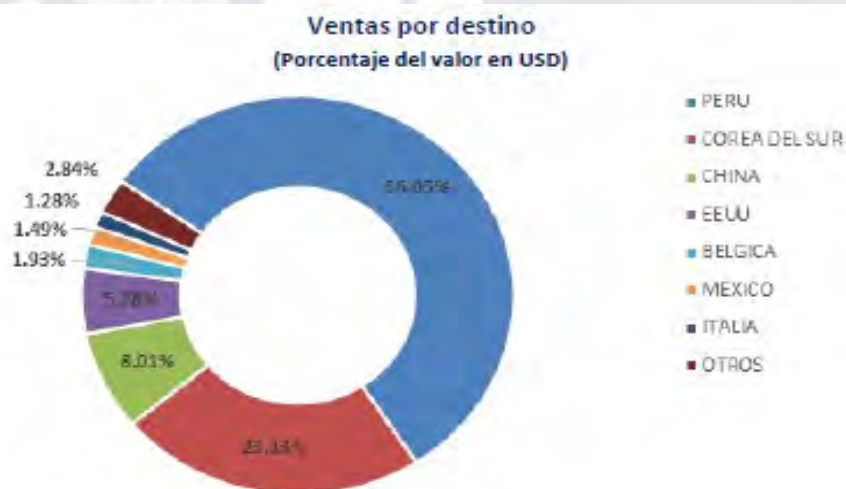


Figura 13. Distribución de volumen de ventas por destino

Tomado de “Memoria anual 2017,” por Volcan Compañía Minera, 2018
(<http://www.volcan.com.pe/inversionistas/Memoria%20Anual/Memoria%20Anual%202017.pdf>).

En relación con el volumen de venta de finos, este disminuyó principalmente por la menor producción en el 2017, así como por el menor tonelaje del negocio de comercialización, tal como puede apreciarse en la Tabla 9 y en la Tabla 10.

Tabla 9. Precios de Venta por Metal

Precios de Venta	2016	2017	Var %
Zinc (US\$/TM)	2,077	2,836	36.6
Plomo (US\$/TM)	1,858	2,311	24.3
Cobre (US\$/TM)	4,901	6,148	25.4
Plata (US\$/TM)	17	17.1	0.3

Nota. Tomado de "Memoria anual 2017," por Volcan Compañía Minera, 2018
(<http://www.volcan.com.pe/inversionistas/Memoria%20Anual/Memoria%20Anual%202017.pdf>).

Tabla 10. Volumen de Venta de Metales Finos Vendidos

	Venta de finos	2016	2017	Var %
Negocio minero	Zinc (Miles TM)	273.8	255.2	-6.8
	Plomo (Miles TM)	53.8	51	-5.2
	Cobre (Miles TM)	3.9	3.6	-7.7
	Plata (Millones OZ)	22.7	17.4	-23.3
	Oro (Millones OZ)	11.8	9.9	-16.1
Negocio de comercialización	Zinc (Miles TM)	30.5	2.5	-91.8
	Plomo (Miles TM)	1.4	0.6	-57.1
	Cobre (Miles TM)	1.4	1.5	7.1
	Plata (Millones OZ)	1.1	0.7	-36.4
	Oro (Millones OZ)	0.2	0.2	0.0
Total	Zinc (Miles TM)	304.3	257.7	-15.3
	Plomo (Miles TM)	55.3	51.16	-7.5
	Cobre (Miles TM)	5.3	5.1	-3.8
	Plata (Millones OZ)	23.8	18.1	-23.9
	Oro (Millones OZ)	11.9	10	-16.0

Nota. Tomado de "Memoria anual 2017," por Volcan Compañía Minera, 2018
(<http://www.volcan.com.pe/inversionistas/Memoria%20Anual/Memoria%20Anual%202017.pdf>).

La producción minera en el 2017, a nivel mundial, de metales como oro, zinc, hierro, estaño y molibdeno presentó un incremento de 1.2%, 5.6%, 1.2%, 0.8% y 5%, respectivamente; sin embargo, la producción de cobre y plata disminuyó por las continuas huelgas en Sudamérica y en México. En el Perú, la producción de cobre se incrementó en 3.9%, así como la de zinc (10.2%), hierro (14.9%) y molibdeno (9.3%), comparada con la del 2016; sin embargo, la producción de plata, plomo y estaño disminuyó en el mismo año, a diferencia del

zinc, que tuvo un crecimiento de 5.6%. La producción de las empresas se distribuyó de la siguiente manera en el mercado: Compañía Antamina S.A., 69%, consolidándose, así, como líder a nivel nacional; seguida de Nexa Resources S.A. (antes Compañía Minera Milpo S.A.A.) y Volcan Compañía Minera S.A.A, que representaron el 21.3% del total de la producción, tal como se aprecia en la Figura 14.



Figura 14. Producción nacional de zinc por empresa, 2017

Tomado de “Anuario minero 2017,” por el Ministerio de Energía y Minas (MINEM), 2018 (http://www.minem.gob.pe/_publicacion.php?idSector=1&idPublicacion=573).

En el 2017, la producción mundial de plata presentó una contracción de 3.2% en relación con el 2016; Perú se posicionó como el segundo mayor productor mundial de plata con una participación del 17.3%. La participación a nivel nacional (ver Figura 15) está distribuida entre las compañías Minas Buenaventura S.A.A., Minera Antamina S.A. y Minera Ares S.A.C., que ocupan las tres primeras posiciones con 16.8%, 15% y 11.5%, respectivamente, de producción nacional, sumadas a la producción de Volcan Compañía Minera S.A.A. y Compañía Minera Casapalca S.A., las que mantienen el 60% de la producción nacional.



Figura 15. Producción nacional de plata por empresa, 2017

Tomado de “Anuario minero 2017,” por el Ministerio de Energía y Minas (MINEM), 2018 (http://www.minem.gob.pe/_publicacion.php?idSector=1&idPublicacion=573).

Por su parte, la producción de plomo en el 2017 no sufrió variación con respecto al 2016, debido a que China representó el 51% de la producción total, que se vio favorecida por la disminución de la producción de Australia y Estados Unidos. A nivel nacional, la producción de plomo es liderada por la Compañía Minera Chungar S.A.C. con 30,370 TMF, seguida de Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. (25,367TMF) y Sociedad Minera El Brocal S.A.A. (23,927 TMF), esta última reportó un incremento del 50.2% con respecto al 2016. Por su parte, Minera Raura S.A. (21,387 TMF) y Volcan Compañía Minera S.A.A. (19,961 TMF) aportaron el 13.4%, mientras que la Compañía Minera Antamina S.A. tuvo una participación de mercado de 5.6% (17,289 TMF), tal como se aprecia en la Figura 16.



Figura 16. Producción nacional de plomo por empresa, 2017 (Distribución porcentual)

Tomado de “Anuario minero 2017,” por el Ministerio de Energía y Minas (MINEM), 2018 (http://www.minem.gob.pe/_publicacion.php?idSector=1&idPublicacion=573).

Fusiones. Volcan Compañía Minera realizó varias adquisiciones en un lapso menor a 10 años. Así, adquirió la empresa Minera Santa Clara y Llacsacocha en el 2006; luego, Compañía Minera El Pilar en el 2007, Compañía Minera San Sebastián en el 2010, Empresa Hidroeléctrica Huanchor S.A.C. en el 2012, perteneciente a la Sociedad Minera Corona; y la Central Hidroeléctrica Tingo en junio del 2014. Durante el 2015 se realizaron reorganizaciones societarias en las cuales Chungar absorbe el íntegro de los patrimonios del El Pilar, Huascarán, Santa Clara, Shalca y Troy, entrando en vigencia el 01 de setiembre del 2015. Asimismo, la escisión de un bloque patrimonial de la Sociedad Empresa Administradora Cerro S.A.C., compuesto por activos y pasivos relacionados con la planta de óxidos, entró en vigencia el 01 de octubre del 2015; y la fusión por absorción entre la Compañía Minera Alpamarca S.A.C. en calidad de absorbente y Empresa Administradora Chungar S.A.C. en calidad de absorbida entró en vigencia el 01 de enero del 2016.

En el 2017, el crecimiento inorgánico se mantiene priorizando el desarrollo en la sierra central. Volcan continúa evaluando oportunidades de adquisición de proyectos y operaciones que se encuentren alineadas con su estrategia, siendo su principal objetivo mantener el liderazgo en la producción de zinc, plomo y plata.

4.2.2 Análisis financiero de la empresa Volcan

Con la finalidad de realizar el análisis económico y financiero de la empresa Compañía Minera Volcan S.A.A., se emplearon los estados financieros auditados (Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados) de la base de datos de la Superintendencia de Mercado de Valores para el periodo 2001-2009. Igualmente, se ha empleado la información correspondiente al precio de la acción que registró la empresa y que se encuentra en la plataforma virtual Bloomberg para el mismo periodo de análisis. La metodología empleada para el cálculo de los indicadores seleccionados está desarrollada a profundidad en el

Capítulo II; asimismo, la información financiera empleada para la realización de los cálculos proviene de estas mismas fuentes (ver Tabla 11).

Tabla 11. ROIC Compañía Minera Volcan S.A. A. (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2001	Año -2 S/ 2002	Año -1 S/ 2003	Año 0 S/ 2004	Año 1 S/ 2005	Año 2 S/ 2006	Año 3 S/ 2007	Año 4 S/ 2008	Año 5 S/ 2009
NOPAT	1,378	-11,764	4,523	74,218	135,253	928,395	1,377,052	401,680	431,692
Capital invertido	480,319	406,359	455,275	596,050	642,616	1'355,468	1'537,922	1'785,353	1'685,015
ROIC	0%	-3%	1%	12%	21%	68%	90%	22%	26%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2001 al 2019: Compañía Minera Volcan S.A. A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b

(http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

Específicamente, en los estados financieros de la empresa Compañía Minera Volcan S.A.A. en los periodos señalados, se describen: (a) los beneficios netos, (b) los activos corrientes, (c) los activos no corrientes, (d) los pasivos corrientes, (e) los pasivos no corrientes, y (f) el patrimonio neto. En el Apéndice A y en el Apéndice B se presentan el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados, respectivamente.

La Compañía Minera Volcan S.A.A. generó valor entre los años 2005 y 2009, pues el ROIC fue mayor que el WACC en este lapso gracias al incremento de las ventas y la reducción del costo de ventas, que mantuvo un promedio de 88% en esos años; sin embargo, luego de la fusión decayó a 50%, lo que propició sinergias positivas para facilitar la reducción de costos.

El EVA es un indicador de desempeño que mide el valor de la empresa, el cual se origina al comparar la rentabilidad con el costo de los recursos para conseguirla. De acuerdo con esta definición, la compañía minera Volcan generó valor entre el 2005 y el 2009.

La fórmula para el cálculo de este indicador se estableció en el Capítulo II. En la Tabla 12 se muestra la evolución del desempeño del indicador de gestión EVA, donde claramente se evidencia una reducción del valor del ROIC.

Tabla 12. EVA Compañía Minera Volcan (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2001	Año -2 S/ 2002	Año -1 S/ 2003	Año 0 S/ 2004	Año 1 S/ 2005	Año 2 S/ 2006	Año 3 S/ 2007	Año 4 S/ 2008	Año 5 S/ 2009
ROI	0.29%	-2.90%	0.99%	12.45%	21.05%	68.49%	89.54%	22.50%	25.62%
WACC	17.05%	14.77%	14.21%	14.62%	14.58%	12.20%	10.73%	13.26%	13.04%
Capital invertido	480,319	406,359	455,275	596,050	642,616	1,355,468	1,537,922	1,785,353	1,685,015
EVA	-80,524	-71,764	-60,193	-12,922	41,543	762,996	1,212,043	165,017	212,036

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2001 al 2019: Compañía Minera Volcan S.A. A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b

(http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

El Índice de Lucratividad permite determinar el rendimiento de las acciones adquiridas por la empresa en un periodo determinado. En ese sentido, la compañía minera Volcan muestra volatilidad con respecto a este indicador, el cual se encuentra directamente relacionado con el precio del zinc; por ello, el Índice de Lucratividad presenta una evolución anual errática (ver Tabla 13).

Tabla 13. Índice de Lucratividad Minera Volcan (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2001	Año -2 S/ 2002	Año -1 S/ 2003	Año 0 S/ 2004	Año 1 S/ 2005	Año 2 S/ 2006	Año 3 S/ 2007	Año 4 S/ 2008	Año 5 S/ 2009
Valor de mercado	0.41	0.14	0.16	0.30	0.45	3.32	3.60	3.00	7.22
Valor inicial	0.29	0.41	0.14	0.16	0.30	0.45	3.32	3.60	3.00
Índice de lucratividad	44.9%	-67.1%	16.9%	86.8%	52.5%	632.7%	8.4%	-16.5%	140.2%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2001 al 2019: Compañía Minera Volcan S.A. A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b

(http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

El ROE es un índice que permite medir la rentabilidad obtenida por los accionistas de la empresa, comparando el resultado del beneficio neto entre en el patrimonio neto. En la compañía minera Volcan, la rentabilidad generada entre los años 2005 y 2009 se muestra superior en comparación con los años anteriores al proceso de fusión por absorción; sin embargo, los periodos comprendidos entre 2008 y 2009 arrojan un resultado menor en este

indicador (ver Tabla 14), debido a la disminución de las ventas, ocasionada por la baja de los precios de los metales internacionalmente.

Tabla 14. ROE Compañía Minera Volcan (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2001	Año -2 S/ 2002	Año -1 S/ 2003	Año 0 S/ 2004	Año 1 S/ 2005	Año 2 S/ 2006	Año 3 S/ 2007	Año 4 S/ 2008	Año 5 S/ 2009
Beneficio neto	1,378	-11,764	4,523	74,218	135,253	928,395	1,377,052	401,680	431,692
Patrimonio neto	714,474	682,976	676,095	782,089	856,887	1,744,485	2,317,853	2,791,796	2,591,831
ROE	0%	-2%	1%	9%	16%	53%	59%	14%	17%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2001 al 2019: Compañía Minera Volcan S.A. A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

4.2.3 Caso de la empresa Corporación José R. Lindley S.A.

La empresa de origen peruano —también conocida en el mercado local como Corporación Lindley o Arca Continental Lindley (en adelante “La compañía”)— fue fundada en 1928 con la denominación de José R. Lindley e Hijos S.A. y está dedicada a la fabricación y comercialización de bebidas no alcohólicas. Es reconocida en el mercado local por la producción de la gaseosa Inca Kola y por ser la distribuidora en el Perú de Coca-Cola. La empresa forma parte del grupo económico de la sociedad mexicana AC Bebidas, S. de R.L. de C.V. (AC Bebidas), empresa controladora de sociedades dedicadas a la producción, comercialización, distribución y venta de bebidas refrescantes no alcohólicas y lácteos de las marcas de propiedad o licenciadas por The Coca-Cola Company (TCCC), en diversos territorios en México, Ecuador, Argentina y Estados Unidos. AC Bebidas es a su vez subsidiaria de la empresa mexicana Arca Continental, S.A.B. de C.V. (AC).

La compañía a lo largo de su historia ha pasado por diferentes procesos de cambio. En el siguiente párrafo se pasa a detallar los hechos más importantes dentro de los cuales se pueden mencionar los siguientes:

- 1910: Se inician las operaciones bajo la denominación de Fábrica de Aguas Gaseosas La Santa Rosa de José R. Lindley e Hijos S.A. (FAGSR).
- 1928: La empresa José R. Lindley e Hijos S.A. (JRL) asume operaciones de FAGSR.
- 1935: En conmemoración de los 400 años de la fundación de Lima, se lanza al mercado la gaseosa Inca Kola.
- 1999: La familia Lindley vendió a The Coca-Cola Company por US\$ 300 millones el 49% de las acciones de Corporación J.R. Lindley. Posteriormente, en el 2005, la familia Lindley recompra un paquete accionario importante mediante un acuerdo comercial.
- 2015: Arca Continental —empresa mexicana dedicada a la producción, distribución y venta de bebidas no alcohólicas de las marcas propiedad de The Coca-Cola Company— compra el 60% de las acciones comunes de la Corporación J.R. Lindley a miembros de la familia Lindley (Corporación Lindley, 2017).

Un gran aporte al volumen de ventas en el 2017 fue sin duda la expansión del portafolio de “sin azúcar o bajas calorías”. Las versiones de Coca-Coca Zero, Inca Kola Zero, Fanta Zero y Sprite Zero alcanzaron un crecimiento de 27% en volumen y 44% en distribución numérica (Corporación Lindley, 2018). (Tabla 15)

Según información proporcionada por Nielsen (2018), la industria de bebidas no alcohólicas en el 2017 se contrajo en volumen -2.2% y en valor se incrementó alrededor de +0.6%. Las categorías más afectadas fueron gaseosas, néctares e isotónicos. La actual situación política y económica del país continúa generando incertidumbre, que se refleja en una pérdida de confianza del consumidor peruano, con una percepción de mayores precios y dificultades en el mercado laboral. Este entorno poco favorable acentúa la contracción en la canasta general de alimentos y bebidas.

Tabla 15. Volumen de Ventas

Categorías	Mix de volumen		
	% 2015	% 2016	% 2017
Gaseosas	72.00	71.00	71.20
Aguas	21.00	21.80	21.60
Jugos & Néctares	3.90	3.90	3.90
Aguas saborizadas	1.60	1.70	1.80
Isotónicas	1.60	1.50	1.40
Energéticos	0.00	0.00	0.00
Tés	-	-	0.00

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2015 al 2017: Corporación Lindley S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

La empresa ha venido teniendo incrementos positivos en sus ventas; sin embargo, respecto al 2016 (+ 8.52%) el nivel de ventas en el año 2017 (+ 4.89%) disminuyó e, incluso, fue menor a lo registrado en el 2014 (+ 5.33%). A pesar de ello, la empresa pudo obtener mejoras operativas producto de las sinergias logradas por la adquisición de la Corporación Arca Continental, y esto se refleja en un incremento en costo de ventas en el 2017 (2.98%) menor a lo registrado en años previos, y solo mayor a lo registrado en el año 2013 (1.54%), tal como se aprecia en la Figura 17.



Figura 17. Evolución de ventas versus costo

Adaptado de “Memoria anual 2012 al 2017: Corporación Lindley S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores, 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

Los principales competidores son Ajeper, CBC (como embotellador del portafolio de Pepsico) y Backus. La compañía mantiene el liderazgo del mercado con una participación en valor en promedio del 58.1% de la industria, y en bebidas gaseosas de 74.0%. De acuerdo con la información proporcionada por Euromonitor Internacional en su estudio sobre el mercado de bebidas en el 2015, se ha encontrado que las marcas Coca-Cola e Inka Cola siguen liderando el mercado de bebidas; sin embargo, entre los años 2013 y 2015 han ido perdiendo cuota de mercado frente a la marca Cielo, aunque en la categoría de aguas minerales embotelladas su marca San Luis ha mantenido un crecimiento estable en el mismo periodo de análisis, tal como se aprecia en la Tabla 16.

Tabla 16. Participación de Marcas

Participación de Marcas en Off-Trade	2013	2014	2015
Coca Cola (Coca-Cola Co)	14.30	14.00	13.60
Inka Kola (Coca-Cola Co)	12.60	12.40	11.90
Cielo (Aje Group)	6.00	6.30	6.80
San Luis (Coca-Cola Co)	6.00	6.20	6.60
Kola Real (Aje Group)	5.60	5.60	5.40
Gatorade (PepsiCo Inc)	4.40	4.50	4.70
Pepsi (PepsiCo Inc)	3.80	3.70	3.60
Inca Kola Light	3.30	3.20	3.10
Sporade (Aje Group)	2.80	2.90	3.10
Frugos (Coca-Cola Co)	3.40	3.30	3.10

Nota. Tomado de “Aguas y energizantes seguirán revitalizando el mercado de bebidas,” por V. Ochoa, 2016, *Gestión*, p. 4.

Fusiones. La Corporación Lindley a lo largo de su historia ha pasado por un proceso de fusiones y adquisiciones que se detallan a continuación:

- 1996 Inmobiliaria Lintab S.A. (ILSA), empresa vinculada a José R. Lindley e Hijos S.A. (JRL), mediante un proceso de reorganización societaria absorbió por fusión a (a) JRL, (b) Frutos del País S.A., empresa dedicada a la fabricación y comercialización de jugos, néctares y pulpas de fruta; (c) Distribución, Transporte y Almacenaje S.A., empresa dedicada a la distribución y transporte de bebidas carbonatadas, jugos y néctares de fruta; y (d) a la parte industrial de Sabores Perú

S.A.; continuando ILSA con las actividades que venían realizando las sociedades fusionadas, y cambiando su denominación social por Corporación José R. Lindley S.A. (CJRL).

- 2000 CJRL realizó una fusión por absorción de la Embotelladora de Aguas Gaseosas Los Panchos y Fábrica de Aguas Gaseosas Santa Teresa.
- 2001 CJRL realizó una fusión por absorción de la Fábrica de Aguas Gaseosas Huacho S.A.C.
- 2005 CJRL realizó una fusión por absorción de las empresas Embotelladora Latinoamericana S.A., Embotelladora Piura S.A., Sociedad de Cartera del Pacífico y Sociedad de Inversiones J. R. Lindley.
- 2010 CJRL cambió su denominación a Corporación Lindley.

4.2.4. Análisis financiero de la Corporación José R. Lindley S.A.

Con la finalidad de realizar el análisis económico y financiero de la empresa Corporación José R. Lindley S.A., se emplearon los estados financieros auditados (Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados) de la base de datos de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) para el periodo 2003-2011. Igualmente, se ha empleado la información correspondiente al precio de la acción que registró la empresa y que se encuentra en la plataforma virtual Bloomberg para el mismo periodo de análisis. La metodología empleada para el cálculo de los indicadores seleccionados está desarrollada a profundidad en el Capítulo II; asimismo, la información financiera empleada para la realización de los cálculos proviene de las mismas fuentes. Específicamente, en los estados financieros de la empresa Corporación José R. Lindley S.A. en los periodos señalados, se describen: (a) los beneficios netos, (b) los activos corrientes, (c) los activos no corrientes, (c) los pasivos corrientes, (d) los pasivos no corrientes, y (e) el patrimonio neto. En el Apéndice A y en el

Apéndice B se presentan el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados, respectivamente.

La Corporación José R. Lindley S.A. generó valor en los periodos comprendidos entre los años 2006 y 2011, tal como se aprecia a continuación en la Tabla 17, porque el ROIC fue mayor que el WACC. En referencia al año 2011, se observa la reducción del valor, la misma que fue originada por inversiones realizadas en activos fijos y usadas para generar mejoras operativas en su planta, las cuales lograron un efecto positivo en la disminución de los costos de ventas.

Tabla 17. ROIC Corporación Lindley (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2003	Año -2 S/ 2004	Año -1 S/ 2005	Año 0 S/ 2006	Año 1 S/ 2007	Año 2 S/ 2008	Año 3 S/ 2009	Año 4 S/ 2010	Año 5 S/ 2011
NOPAT	3,455	-25,829	-6,294	31,462	62,297	100,606	111,222	136,396	90,651
Capital invertido	144,687	674,519	396,061	383,199	506,569	568,413	728,273	869,442	1,568,461
ROIC	2%	-4%	-2%	8%	12%	18%	15%	16%	6%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2003 al 2011: Corporación Lindley S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

El EVA es un indicador de desempeño que mide el valor de la empresa, el cual se origina al comparar la rentabilidad con el costo de los recursos para conseguirla. De acuerdo con esta definición, la Corporación Lindley S.A. generó valor entre el 2008 y el 2011. La fórmula para el cálculo de este indicador se estableció en el Capítulo II. En la Tabla 18 se muestra la evolución del desempeño del indicador de gestión EVA.

El Índice de Lucratividad permite determinar el rendimiento de las acciones adquiridas por la empresa en un periodo determinado. Así, se observa que la Corporación Lindley S.A. muestra una tendencia que no es uniforme debido a que presenta rendimientos negativos en los años 2008 y 2011, tal como se aprecia en la Tabla 19.

Tabla 18. EVA Corporación Lindley (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2003	Año -2 S/ 2004	Año -1 S/ 2005	Año 0 S/ 2006	Año 1 S/ 2007	Año 2 S/ 2008	Año 3 S/ 2009	Año 4 S/ 2010	Año 5 S/ 2011
ROI	2.39%	-3.83%	-1.59%	8.21%	12.30%	17.70%	15.27%	15.69%	5.78%
WACC	14.06%	14.59%	14.25%	13.38%	13.09%	14.48%	14.02%	12.76%	12.62%
Capital invertido	144,687	674,519	396,061	383,199	506,569	568,413	728,273	869,442	1,568,461
EVA	-16,882	-124,254	-62,735	-19,823	-4,024	18,311	9,130	25,469	-107,270

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2003 al 2011: Corporación Lindley S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

Tabla 19. Índice de Lucratividad Corporación Lindley (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2003	Año -2 S/ 2004	Año -1 S/ 2005	Año 0 S/ 2006	Año 1 S/ 2007	Año 2 S/ 2008	Año 3 S/ 2009	Año 4 S/ 2010	Año 5 S/ 2011
Valor de mercado	0.46	0.61	0.48	0.60	1.30	0.65	0.89	2.20	1.28
Valor inicial	0.36	0.46	0.61	0.48	0.60	1.30	0.65	0.89	2.20
Índice de Lucratividad	29.6%	31.5%	-21.3%	25.0%	116.7%	-50.0%	36.9%	147.2%	-41.8%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2003 al 2011: Corporación Lindley S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

El ROE es un índice que permite medir la rentabilidad obtenida por los accionistas de la empresa comparando el resultado del beneficio neto entre el patrimonio neto. En la Corp. José R Lindley, tal como se aprecia en la Tabla 20, la rentabilidad generada entre los años 2007 y 2011 fue superior a la de los años anteriores al proceso de fusión por absorción.

Tabla 20. ROE Corporación José R. Lindley S.A. (Miles S/.)

	Año -3 S/ 2003	Año -2 S/ 2004	Año -1 S/ 2005	Año 0 S/ 2006	Año 1 S/ 2007	Año 2 S/ 2008	Año 3 S/ 2009	Año 4 S/ 2010	Año 5 S/ 2011
Beneficio neto	3,455	-25,829	-6,294	31,462	62,297	100,606	111,222	136,396	90,651
Patrimonio neto	94,809	448,969	368,073	382,228	418,342	444,115	525,143	586,182	710,737
ROE	4%	-6%	-2%	8%	15%	23%	21%	23%	13%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2003 al 2011: Corporación Lindley S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

4.2.5 Caso de la empresa Alicorp S.A.A.

La compañía, constituida en 1956 bajo la denominación de Anderson Clayton & Company, se dedicaba principalmente a la producción de aceites y grasas comestibles. En

1971, el Grupo Romero adquirió Anderson Clayton y modificó su denominación social por la de Compañía Industrial Perú Pacífico S.A. (CIPPSA). El 01 de junio de 1995 CIPPSA se fusionó con La Fabril S.A. absorbiendo a dicha empresa. El 30 de junio de 1995 CIPPSA modificó su denominación por Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico S.A. (CFP). El 02 de diciembre de 1996 CFP absorbió por fusión a las empresas Nicolini Hermanos S.A. y Compañía Molinera del Perú S.A. Estas empresas se dedicaban principalmente a la elaboración y comercialización de harinas, fideos, alimentos balanceados y cereales. El 17 de febrero de 1997 CFP cambió su denominación por Alicorp S.A. El 18 de enero de 2002 se acordó adecuar los estatutos de la compañía a los de una sociedad anónima abierta pues contaba con más de 750 accionistas al término del ejercicio anual 2001. Su nueva denominación social, Alicorp S.A.A., quedó posteriormente inscrita en los registros públicos. La empresa cuenta con dos tipos de acciones: comunes y de inversión, con un total de 847'191,731 y 7'388,470 acciones, respectivamente, siendo los principales accionistas grupos económicos peruanos, y una de las principales empresas extranjeras Birmigham Merchant S.A. (11.04%), de origen panameño. A continuación, en la Tabla 21, se muestran los principales accionistas que cuentan con una participación mayor a 5% de las acciones comunes.

La compañía a lo largo de su historia ha pasado por varios procesos de cambio. En la Figura 18 se resaltan los hechos más importantes de su vida institucional. Forma parte del grupo económico peruano Romero, que cuenta con inversiones en diferentes sectores, tales como banca y finanzas, seguros, *retail*, etc. Más adelante, en la Figura 19 se presenta la clasificación de los portafolios de productos de bebidas no alcohólicas de la empresa

Tabla 21. Lista de Distribución de Accionistas con sus Respectivas Participaciones

Accionista	Grupo económico	Nacionalidad	Participación (%)	Número de acciones
Birmigham Merchant S.A.		Panameña	11.04	93'547,435
AFP Integra S.A.	Grupo de Inversiones Suramericana	Peruana	10.57	89'508,199
Grupo Piurano de Inversiones S.A.	Grupo Romero	Peruana	7.79	66'001,799
Prima AFP	Credicorp Ltda.	Peruana	7.72	65'422,591
Profuturo AFP	The Bank of Nova Scotia	Peruana	7.32	62'037,974
Atlantic Security Bank	Credicorp Ltda.	Caimanesa	5.46	46'248,896
Otros			50.10	424'424,837
Total			100.00	47'191,731

Nota. Tomado de *Memoria anual Alicorp 2017* (p. 15), por Alicorp, 2018b, Lima, Perú: Autor.

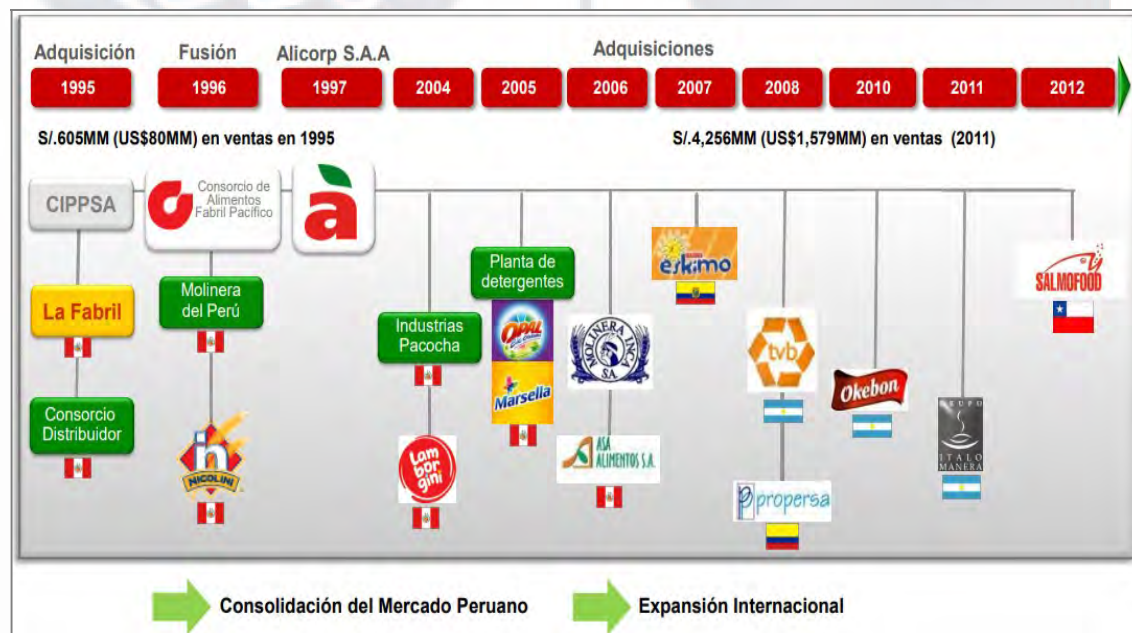


Figura 18. Historial de adquisiciones

Tomado de *Memoria anual Alicorp 2017* (p. 17), por Alicorp, 2018b, Lima, Perú: Autor.



Figura 19. Portafolio de productos

Tomado de "Fact Sheet 2018," por Alicorp, 2018b (https://www.alicorp.com.pe/alicorp-public/userfiles/cms/descarga/pdf/fact_sheet_q118.pdf)

La compañía efectúa sus ventas principalmente en el mercado nacional; así también, exporta sus productos al mercado latinoamericano y Estados Unidos. Alicorp enfrenta varios tipos de competidores en las diferentes categorías de productos que produce o comercializa, ya sean compañías locales, empresas regionales o grandes empresas multinacionales en los diferentes segmentos de mercado.

Fusiones. La empresa a lo largo de su historia ha pasado por un proceso de fusiones y adquisiciones como parte de su estrategia de crecimiento inorgánico, que se detalla a continuación:

- 2008 The Value Brand Company, empresa argentina dedicada a la producción y comercialización de productos para el cuidado personal y del hogar. Esta adquisición representó una gran oportunidad para ingresar al mercado argentino a través de productos de mayor valor agregado (nuevas categorías) y una sólida plataforma de distribución (distintos canales de venta).
- 2010 Sanford, empresa argentina dedicada a la producción de alimentos y golosinas, y que cuenta con la reconocida marca de galletas Okebon. Esta adquisición fue la primera incursión de Alicorp en el negocio de alimentos en

Argentina y significó una gran oportunidad de capitalización de sinergias en la cadena comercial.

- 2011 Ítalo Minera y Pastas Especiales, empresas locales argentinas de larga trayectoria en la industria fideera y con diversificación en budines y refrescos. Esta transacción permitió complementar el negocio de alimentos, la capitalización de sinergias operativas y una integración vertical hacia atrás que también favorece la competitividad de la categoría de galletas.
- 2012 Salmofood, empresa chilena dedicada a la producción y comercialización de alimento balanceado para peces. La compañía, cuarto jugador en el mercado acuícola de Chile, representaba alrededor del 30% del mercado mundial a la fecha de adquisición. La transacción representó una gran oportunidad de crecimiento en el negocio de acuicultura, complementando el portafolio y modelo de negocio.
- 2012 Ucisa, empresa peruana fundada en 1963 y dedicada al procesamiento de grasas y aceites con marcas líderes en el norte. La adquisición representó una oportunidad para fortalecer la participación en la región a través de marcas posicionadas en segmentos de mercados más económicos.
- 2012 Incalsa, empresa peruana dedicada a la elaboración de salsas, principalmente para restaurantes, con una participación de más del 50% del mercado limeño. La adquisición representó una gran oportunidad para complementar el portafolio de salsas de Alicorp.

4.2.6 Análisis financiero de la empresa Alicorp S.A.A.

Con la finalidad de realizar el análisis económico y financiero de la empresa Alicorp S.A.A., se emplearon los estados financieros auditados (Estado de Situación Financiera Anual y Estado de Resultados) de la base de datos de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) para el periodo 2004-2012. Igualmente, se ha empleado la información

correspondiente al precio de la acción que registró la empresa y que se encuentra en la plataforma virtual Bloomberg para el mismo periodo de análisis. La metodología empleada para el cálculo de los indicadores seleccionados está desarrollada a profundidad en el Capítulo II; asimismo, la información financiera empleada para la realización de los cálculos proviene de las mismas fuentes. Específicamente, en los estados financieros de la empresa Alicorp S.A.A. para el periodo seleccionado se describen: (a) los beneficios netos, (b) los activos corrientes, (c) los activos no corrientes, (c) los pasivos corrientes, (d) los pasivos no corrientes, y (e) el patrimonio neto. En el Apéndice A y en el Apéndice B se presentan tanto el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados, respectivamente, de Alicorp desde el 2004 hasta el 2012. Cabe señalar que se ha seleccionado el “Año 0” como año base de referencia, y de acuerdo con la metodología elegida en el Capítulo III, se evaluó a las empresas según la última fusión por absorción realizada, donde el horizonte de análisis comprende los tres años previos y los cinco años posteriores a la última fusión realizada. Finalmente, se procede a describir los indicadores de generación de valor: ROIC, EVA, índice de lucratividad y ROE.

El ROIC (*Return on Invested Capital*) es calculado como el beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT, por sus siglas en inglés) dividido entre el capital invertido por el inversionista, tal como se señala en el Capítulo II. Este indicador presenta un comportamiento positivo y creciente para el periodo posterior a la fusión (ver Tabla 22), el cual es sustentado en la tendencia creciente del NOPAT y el capital invertido en el periodo 2008-2012, que es concordante con la estrategia de inversiones de la compañía.

Cabe señalar que la reducción del ROIC en el año 2012 corresponde a un incremento de inversiones (el capital invertido aumentó alrededor de 50% respecto al 2011) en operaciones de F&A, con la finalidad de concretar el posicionamiento de la empresa dentro

Tabla 22. ROIC Alicorp S.A.A. (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2004	Año -2 S/ 2005	Año -1 S/ 2006	Año 0 S/ 2007	Año 1 S/ 2008	Año 2 S/ 2009	Año 3 S/ 2010	Año 4 S/ 2011	Año 5 S/ 2012
NOPAT	91,543	140,144	126,161	193,552	196,373	326,427	371,186	353,420	336,904
Capital invertido	1'143,502	1'196,265	1'396,817	1'620,124	1'806,713	1'771,099	1'881,712	1'984,453	2'900,512
ROIC	8%	12%	9%	12%	11%	18%	20%	18%	12%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2004 al 2012: Alicorp S.A.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

de la región. Este indicador por sí mismo no permite concluir si se ha generado o no valor, pero el hecho de que sea positivo y creciente a lo largo del periodo analizado indicaría que se ha generado valor para los accionistas consecutivamente. Sin embargo, es el EVA, el que permitirá concluir si se ha generado una rentabilidad de la inversión para los accionistas por encima del WACC, como se explica a continuación.

El EVA (*Economic Value Added*) es calculado como la diferencia entre el ROIC respecto al WACC multiplicado por el capital invertido por el inversionista, tal como se señala en el Capítulo II. Este indicador presenta un comportamiento positivo y creciente para el periodo posterior a la fusión, a excepción del 2008, en que este menor desempeño es explicado por la crisis financiera que se vivió en ese año, tal como se visualiza en la Tabla 23; el cual es sustentado por un ROIC positivo y creciente, como se pudo apreciar en la Tabla 21, y por un WACC cada vez menor producto de un costo de fondeo también cada vez más bajo, debido principalmente a las emisiones de deuda en el mercado de valores a un costo más barato que el préstamo bancario tradicional. Como se puede visualizar para el periodo 2008-2012, este indicador muestra que se ha generado valor para sus accionistas y que la estrategia de crecimiento inorgánico de la compañía es adecuada con sus operaciones en la región de Latinoamérica. De los dos indicadores anteriores se concluye que la empresa está generando valor constantemente.

Tabla 23. EVA Alicorp S.A.A. (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2004	Año -2 S/ 2005	Año -1 S/ 2006	Año 0 S/ 2007	Año 1 S/ 2008	Año 2 S/ 2009	Año 3 S/ 2010	Año 4 S/ 2011	Año 5 S/ 2012
ROI	8.01%	11.72%	9.03%	11.95%	10.87%	18.43%	19.73%	17.81%	11.62%
WACC	1.52%	12.49%	11.70%	11.62%	13.46%	11.77%	10.60%	9.76%	10.33%
Capital invertido	1'143,502	1'196,265	1'396,817	1'620,124	1'806,713	1'771,099	1'881,712	1'984,453	2'900,512
EVA	74,122	-9,294	-37,313	5,241	-46,791	117,898	171,645	159,817	37,196

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2004 al 2012: Alicorp S.A.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

Sin embargo, este primer análisis solo permite evaluar la creación de valor desde el punto de vista financiero, porque las empresas que cotizan en la bolsa de valores también son capaces de generar una riqueza por las negociaciones en bolsa y la expectativa de los inversores respecto a la capacidad de las compañías para seguir generando beneficios. En ese sentido se debe evaluar el siguiente indicador: el índice de lucratividad.

El Índice de Lucratividad es calculado como la división entre el valor final de la acción en el periodo t respecto al valor inicial de la acción en el periodo $t-1$. En términos prácticos, permite cuantificar la ganancia o pérdida de valor de una acción entre dos puntos en el tiempo; en nuestro caso el horizonte de evaluación es de un año, tal como se señala en el Capítulo II. Este indicador presenta un comportamiento positivo y creciente para tres de los cinco años analizados. El primer valor negativo, tal como en el caso del EVA para el año 2008, se explica por la caída del precio de las acciones producto de la crisis financiera del 2008. El segundo punto negativo en el año 2011 se explica por una disminución del valor de las acciones por un incremento importante en los dividendos pagados (alrededor del 50% respecto el año 2010). Al ser un indicador bursátil y mucho más volátil que los indicadores mencionados anteriormente, se debe analizar el valor en los cinco años posteriores a la fusión. En la Tabla 24, se puede apreciar que el valor de la acción pasó de S/ 2.88 en el 2007 a S/ 8.30 en el 2012, por lo cual se puede concluir que también la empresa generó valor para sus accionistas.

Tabla 24. Índice de Lucratividad Alicorp S.A.A. (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2004	Año -2 S/ 2005	Año -1 S/ 2006	Año 0 S/ 2007	Año 1 S/ 2008	Año 2 S/ 2009	Año 3 S/ 2010	Año 4 S/ 2011	Año 5 S/ 2012
Valor de mercado	1.33	1.68	2.50	2.88	1.43	2.75	6.30	6.00	8.30
Valor inicial	0.51	1.33	1.68	2.50	2.88	1.43	2.75	6.30	6.00
Índice de lucratividad	161.9%	27.0%	48.5%	15.2%	-50.3%	92.3%	129.1%	-4.8%	38.3%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2004 al 2012: Alicorp S.A.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

El ROE (Return on Equity) es calculado como la división entre el beneficio neto respecto al patrimonio neto, y permite cuantificar el desempeño de la gestión de la dirección de la empresa para generar beneficios, tal como se señala en el Capítulo II. Este indicador presenta un comportamiento positivo y creciente en el periodo posterior a la fusión. Tal como se muestra en la Tabla 25, el ROE se ha mantenido mayor o igual al 15% durante los cinco años posteriores a la fusión e, inclusive, en las crisis del 2008 se mantuvo en 15%. Esto permite concluir que la dirección tiene un manejo eficiente de su gestión comercial y financiera a fin de mantener un desempeño adecuado respecto a sus perspectivas de crecimiento de largo plazo, generando beneficios en el corto plazo que le posibiliten cierta independencia de sus decisiones respecto a su política de crecimiento inorgánica.

Tabla 25. ROE Alicorp S.A.A. (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2004	Año -2 S/ 2005	Año -1 S/ 2006	Año 0 S/ 2007	Año 1 S/ 2008	Año 2 S/ 2009	Año 3 S/ 2010	Año 4 S/ 2011	Año 5 S/ 2012
Beneficio neto	91,543	140,144	126,161	193,552	196,373	326,427	371,186	353,420	336,904
Patrimonio neto	958,435	1'038,059	1'135,996	1'306,085	1'327,738	1'466,463	1'699,068	1'929,332	2'108,883
ROE	10%	14%	11%	15%	15%	22%	22%	18%	16%

Nota. Adaptado de “Memoria anual 2004 al 2012: Alicorp S.A.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

En conclusión, se pudo constatar que esta compañía ha mantenido indicadores de generación de valor positivos y consistentes en el periodo analizado. Asimismo, ha sabido mantener una adecuada gestión financiera y comercial para hacer frente a la crisis financiera

del 2008 y, sobre todo, ha aprendido en ese tiempo a ser más eficiente en su estrategia de crecimiento inorgánico, tal como señala más adelante Hugo Montoya, gerente corporativo de riesgos de Alicorp, en la entrevista que se le realizó. Por lo revisado en los cuatro indicadores de generación de valor antes expuestos, se puede concluir que para la empresa Alicorp S.A.A. en el periodo analizado posterior a la última fusión hecha, la compañía ha generado valor recurrentemente y tiene estrategias claras y definidas dentro de su política de desarrollo, a fin de permitirles generar valor con los *targets* con las que se fusionan por absorción.

4.2.7 Caso de la empresa Laive S.A.

La empresa Laive S.A. nace en octubre de 1910 a consecuencia de la integración de la participación de Domingo Olavegoya, Demetrio Olavegoya, Felipe Chávez y Juan Valladares; inicialmente tomó el nombre de Sociedad Ganadera del Centro S. A. Con el capital acumulado aportado (50,000 libras) se logró adquirir las haciendas Acopalca, Chamiseria y Runatullo. Posteriormente, se adquirieron las haciendas de Huari, Acocra, Punto, Laive e Ingahausi, las mismas que se ubican en las regiones de Junín y Huancavelica. El objetivo principal de la creación de esta sociedad fue la crianza de ganado ovino y vacuno bajo rigurosos estándares de calidad, valiéndose de la geografía que les ofrecía las alturas de la cordillera de los Andes. A comienzos de la década de los noventa, la compañía ingresa en el mercado de los derivados a base de carne a través de la adquisición de la Salchichería Suiza en 1991, construyendo más adelante, en 1996, una moderna planta procesadora de embutidos que utilizaba carne procedente de las mejores granjas del Perú. En 1994, la firma cambia de razón social, y de Sociedad Ganadera del Centro S.A. se convirtió en Laive S.A., porque la compañía no mantenía ya ninguna relación productiva con Junín ni Huancavelica.

En los años posteriores, Laive ha seguido incrementando su oferta de productos, especialmente los relacionados con las leches (en sus diferentes presentaciones y características) y con el yogur, mediante estrategias basadas en la innovación. Actualmente,

Laive posee cuatro plantas industriales: dos en Arequipa, que son las principales, y dos en Lima (“Laive: Calidad de la industria,” 2006; Mundo Laive, 2010). La empresa Laive S.A., a la fecha, cuenta con tres líneas de negocios: productos lácteos, productos cárnicos y productos derivados de frutas. La composición porcentual de las ventas de estas tres líneas de negocios al cierre del 2016 y 2017 se muestra en la Tabla 26; la línea de negocios de lácteos representa, en promedio, las dos terceras partes de los ingresos totales de la compañía, seguida de la línea de productos derivados de la fruta y, en menor proporción, de la línea de productos cárnicos. Es preciso señalar que del 2016 al 2017 el rubro que ha presentado un mayor crecimiento es el de los productos derivados de la fruta, con 59.3%; mientras que el crecimiento en ventas de los productos lácteos y cárnicos representó 6.9% y 2.1%, respectivamente. Queda claro, entonces, que la línea de negocio con el mayor volumen de ventas, en el caso de la empresa Laive S.A., es la de los productos lácteos (“Ernest & Young, 2018).

Tabla 26. Composición Porcentual de las Líneas de Negocios de la Empresa Laive S.A.

Líneas de negocios	%	
	2017	2016
Lácteos	74.3	78.1
Cárnicos	9.5	10.5
Productos derivados de frutas	16.2	11.4
Totales	100.0	100.0

Nota. Adaptado de “Estados financieros al 31 de diciembre de 2017 y de 2016 junto con el dictamen de los auditores independientes,” por Ernest & Young (EY), 2018 (<http://www.bvl.com.pe/hhii/CI0011/20180301172801/LAIVE3231.12.17451632V2.PDF>).

Como se ha mencionado, la línea que genera los mayores ingresos a la empresa Laive S.A. es la de los lácteos, y dentro de este rubro de negocio la compañía tiene como competencia a las empresas Gloria S.A. y Nestlé Perú S.A. Gloria S.A. inició sus operaciones en el Perú bajo la denominación de Leche Gloria S.A. desde el año 1941, siendo su principal accionista, para ese entonces, la empresa General Milk Company Inc.; y, en el año 1978,

Leche Gloria S.A. cambia su denominación social a Gloria S.A. Para el año 1986, se marca el inicio formal del Grupo Gloria a consecuencia de la compra de un grupo mayoritario de acciones por parte de la empresa JORBSA (José Rodríguez Banda S.A.). En la actualidad, Gloria es el líder en el mercado de los productos lácteos, y tiene presencia en países de la región como Bolivia, Puerto Rico, Colombia, Argentina y Ecuador (Class & Asociados, 2018a).

Por su parte, Nestlé Perú S.A. nace con Henri Nestlé, quien en el año 1866 creó un alimento dirigido al mercado infantil. Posteriormente, en 1905, la empresa de Henri Nestlé se fusionó con la Anglo-Swiss Condensed Milk Company, creando lo que en la actualidad se conoce como el Grupo Nestlé. Para el año 1919, el Grupo Nestlé creó una subsidiaria en territorio peruano comercializando productos lácteos que importaba de la casa matriz.

Actualmente, Nestlé Perú S.A. acopia leche a través de tres plantas construidas para dicho fin en las regiones de Lima, Chiclayo y Cajamarca (Class & Asociados, 2018b; Nestlé, 2018). Tanto Gloria como Nestlé y Laive proveen alrededor del 90% del mercado lácteo, mientras que el 10% restante se encuentra atomizado y conformado básicamente por productores artesanales (Class & Asociados, 2018b).

En la Tabla 27 se aprecia la composición del volumen de ventas en toneladas métricas que constituye las líneas de lácteos y leches en volumen de ventas anuales. La misma información, pero en millones de soles, se presenta en la Tabla 27. En consecuencia, la línea láctea representa el componente más importante en el modelo de negocio que ostenta la compañía Laive S.A.

Tabla 27. Volumen de Ventas Netas (en Toneladas Métricas)

	2013	2014	2015	2016	2017
Lácteos Lima	35,585	36,846	37,633	39,541	39,240
Lácteos Arequipa	1,607	1,547	1,758	1,844	2,018
Cárnicos	4,316	4,593	4,972	4,751	4,728
UHT Jugos y leches	72,225	72,422	71,714	76,575	78,251
Otros	1,831	1,520	1,480	1,527	1,672
Total general	115,564	116,928	117,557	124,238	125,909

Nota. Tomado de “Información requerida por la Conasev. Resolución Gerencia General N° 211-98-EF/94.11; 096-2003-EF/94.11 y 140-2005-EF/94.11,” por Laive, 2018 (<http://www.bvl.com.pe/hhii/CI0011/20180301172801/MEMORIA32SMV322017.PDF>).

Tabla 27 Volumen de Ventas Netas (en Millones de Soles)

	2013	2014	2015	2016	2017
Lácteos Lima	177	192	202	214	240
Lácteos Arequipa	31	31	36	38	43
Cárnicos	43	49	55	55	56
UHT Jugos y leches	187	186	188	204	233
Otros	16	15	15	16	19
Total general	453	472	495	526	591

Nota. Tomado de “Información requerida por la Conasev. Resolución Gerencia General N° 211-98-EF/94.11; 096-2003-EF/94.11 y 140-2005-EF/94.11,” por Laive, 2018 (<http://www.bvl.com.pe/hhii/CI0011/20180301172801/MEMORIA32SMV322017.PDF>).

La principal línea de negocio de la empresa Laive son las leches y los derivados lácteos; por tanto, es necesario señalar que la obtención de leche fresca, en el caso peruano, se presenta bajo dos sistemas diferenciados. El primero de ellos es el sistema intensivo, en el cual la producción de leche es conducida hacia las grandes empresas lecheras en el Perú; mientras que, en el segundo sistema, llamado sistema extensivo, la leche fresca se destina hacia el comercio local o para el autoconsumo; cabe anotar que este último sistema no presenta conexión con la industria de alto nivel (Ministerio de Agricultura y Riego [MINAGRI], 2017).

La oferta de leche, conocida como el mercado de materias primas, la conforman la producción local de leche fresca y las importaciones de leche en polvo; mientras que la

demanda de la materia prima proviene de la industria que elabora productos lácteos. Todo esto corresponde al primer eslabón de la cadena productiva, mientras que el segundo eslabón lo constituye el mercado de los productos finales, cuya oferta la compone la industria de los productos lácteos, que transforma la materia prima en productos lácteos o productos derivados de la leche (leche evaporada, leche pasteurizada, quesos, yogur, entre otros). Por su parte, la demanda proviene de los consumidores nacionales y extranjeros (exportaciones) (MINAGRI, 2017). Los productos principales de la industria de lácteos son la leche pasteurizada, leche evaporada, mantequilla, manjar blanco, queso, cremas y yogur. La producción peruana de lácteos se aprecia en la Figura 20.



Figura 20. Cadena productiva de lácteos 2012

Tomado de "Estudio de la ganadería lechera en el Perú. Análisis de su estructura, dinámica y propuestas de desarrollo," por el Ministerio de Agricultura y Riego (MINAGRI), 2017 (<http://repositorio.minagri.gob.pe/bitstream/handle/MINAGRI/545/Ganaderia%20de%20la%20Leche.pdf?sequence=1&isAllowed=y>).

Por tanto, el mercado de los productos lácteos se encuentra altamente concentrado en tres grandes empresas: Gloria, Laive y Nestlé, aglutinando aproximadamente el 90% del mercado (Class & Asociados, 2018b). Para el año 2013, Gloria se mantenía como líder del mercado con un 79% de participación, mientras que Laive y Nestlé se hicieron del 9% y 8%, respectivamente (Huamán & Puente De La Vega, 2017).

Fusiones. La empresa Laive S.A. decidió, por estrategia de mercado, fusionarse con NGBV Holding S.A., empresa que poseía el accionariado completo de Negociación Ganadera Bazo Velarde S.A. Esta operación se realizó el 29 de agosto de 2011 y fue dada a conocer al público el 31 de agosto del mismo año. La negociación se prolongó durante varios meses y fue encabezada por Luis Ferrand Aspíllaga, gerente general de Laive y Napoleón Santiago Bazo Costa, presidente del Directorio y gerente general de Bazo Velarde. Negociación Ganadera Bazo Velarde S.A. se dedicaba a la producción y comercialización de productos derivados de leche, como manjar blanco, dulce de leche y mantequilla. Para el 2011, Bazo Velarde contaba con 163 colaboradores y obtuvo múltiples reconocimientos, haciéndose merecedor del premio Presidente de la República en 14 certámenes ganaderos, además de obtener la Orden del Sol del Perú. Para que se realizara la fusión era necesario que Laive obtuviera un crecimiento importante; al término del primer semestre del 2011 creció 122% en comparación con el 2010 (“Laive adquiere,” 2011).

4.2.8 Análisis financiero de la empresa Laive S.A.

Con la finalidad de realizar el análisis económico y financiero de la empresa Laive S.A., se emplearon los estados financieros auditados (Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados) de la base de datos de la Superintendencia de Mercado de Valores para el periodo 2009-2017. Igualmente, se ha empleado la información correspondiente al precio de la acción que registró la empresa y que se encuentra en la plataforma virtual Bloomberg para el mismo periodo de análisis. La metodología empleada para el cálculo de los indicadores seleccionados está desarrollada a profundidad en el Capítulo II; asimismo, la información financiera empleada para la realización de los cálculos proviene de las mismas fuentes. Específicamente, en los estados financieros de la empresa Laive S.A. para el periodo seleccionado se describen: (a) los beneficios netos, (b) los activos corrientes, (c) los activos no corrientes, (c) los pasivos corrientes, (d) los pasivos no corrientes, y (e) el patrimonio

neto. En el Apéndice A y en el Apéndice B se presentan tanto el Estado de Situación Financiera, como el Estado de Resultados de Alicorp S.A.A. desde el 2009 hasta el 2017.

En los periodos comprendidos entre los años 2009 y 2017, la empresa Laive S.A. presentó valores del ROIC inferiores a los valores del WACC (10.32% en promedio durante el periodo señalado). Ahora, se puede aseverar que una firma genera valor si el valor calculado del ROIC es superior al valor calculado del WACC (costo promedio ponderado de capital); en consecuencia, resulta evidente que la empresa Laive S.A. no se encuentra generando valor, porque durante el periodo de tiempo objetivo de análisis de la presente investigación, el WACC superó al ROIC. Tal como se aprecia en la Tabla 28, durante el periodo comprendido del 2009 al 2017, el valor del WACC, que fue en promedio 10.32%, superó los valores del ROIC.

Tabla 28. ROIC Empresa Laive S.A. (Miles de Soles)

	Año -3	Año -2	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
	S/ 2009	S/ 2010	S/ 2011	S/ 2012	S/ 2013	S/ 2014	S/ 2015	S/ 2016	S/ 2017
NOPAT	6,563	5,060	8,780	13,677	16,209	16,073	13,157	14,151	23,006
Capital invertido	133,151	165,708	185,710	194,461	201,334	212,655	262,291	271,718	279,643
ROIC	5%	3%	5%	7%	8%	8%	5%	5%	8%

Nota. La fórmula del ROIC es el NOPAT dividido entre el capital invertido. Adaptado de “Memoria anual 2009 al 2017: Laive S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

El EVA es un indicador de desempeño que mide el valor de la empresa, y se origina al comparar la rentabilidad con el costo de los recursos para conseguirla. De acuerdo con esta definición, la empresa Laive S.A. no ha generado valor durante el periodo objeto de la presente investigación. El cálculo de este indicador se detalló en el Capítulo II. En la Tabla 29 se muestra la evolución del desempeño del indicador de gestión EVA. Nótese que durante el periodo 2010 al 2014 se produce una recuperación importante, debido a un incremento del ROI y el descenso del costo promedio ponderado de capital durante el mismo periodo. No obstante, durante los años 2015 y 2016 nuevamente se produce una acelerada pérdida de valor, para finalmente presentar una mejoría durante el 2017.

Tabla 29. EVA Empresa Laive S.A. (Miles de Soles)

	Año -3	Año -2	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROI	4.93%	3.05%	4.73%	7.03%	8.05%	7.56%	5.02%	5.21%	8.23%
WACC	12.42%	11.25%	10.93%	10.56%	10.72%	9.39%	9.69%	9.48%	8.48%
Capital invertido	133,151	165,708	185,710	194,461	201,334	212,655	262,291	271,718	279,643
EVA	-9,977	-13,584	-11,512	-6,856	-5,366	-3,893	-12,262	-11,615	-699

Nota. La fórmula del EVA es la multiplicación del capital invertido por la diferencia del ROIC y el WACC. Adaptado de "Memoria anual 2009 al 2017: Laive S.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

En relación con el Índice de Lucratividad, este índice permite determinar el rendimiento de las acciones adquiridas por la empresa en un periodo dado. En la Tabla 30 se aprecia que la empresa Laive muestra un comportamiento volátil con respecto a este indicador, con predominio de los valores cero y negativos. Este comportamiento se inicia el 2012, año en que se produce la fusión por absorción, motivado principalmente por la caída del precio de la acción (de S/ 1.45 a S/ 1.00 por acción). Este efecto se produjo porque durante el año 2012 hubo una crisis en Europa y Estados Unidos, haciendo que las previsiones del PBI caigan también. A su vez, se estimó que habría una caída en el precio de los metales que afectaría la balanza de pagos, y se proyectó una disminución en el consumo interno.

Tabla 30. Índice de Lucratividad de Empresa Laive S.A. (Miles de Soles)

	Año -3	Año -2	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/	S/
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Valor de mercado	1.45	1.45	1.45	1.00	1.05	1.22	1.00	0.96	0.96
Valor inicial	1.35	1.45	1.45	1.45	1.00	1.05	1.22	1.00	0.96
Índice de lucratividad	7.4%	0.0%	0.0%	-31.0%	5.0%	16.2%	-18.0%	-4.0%	0.0%

Nota. La fórmula del índice de lucratividad es la variación del precio de la acción de mercado contra el valor inicial. Adaptado de "Memoria anual 2009 al 2017: Laive S.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

El ROE, tal como fuera definido en el Capítulo II, es la relación entre el beneficio neto y el patrimonio neto, es decir, el retorno del inversionista en función de su inversión. Dicho esto, se evidencia que el ROE de la empresa (ver Tabla 31) presenta un comportamiento que no guarda relación con una tendencia definida; no obstante, durante los dos años previos a la fusión por absorción, incluyendo el año de la fusión, mostró una tendencia al alza, e

incluso, este comportamiento se conserva durante los años 2013 y 2014, obteniendo rentabilidades del orden del 11%. Sin embargo, el 2015 el ROE cae a un 7%, efecto que se explica por el incremento de los gastos operativos durante el año señalado, provocando una caída neta del beneficio, mientras que el patrimonio mantenía una tendencia creciente. Durante los años 2016 y 2017 se corrigió este efecto con aproximaciones a una tendencia alcista.

Tabla 31. ROE Empresa Laive S.A. (Miles de Soles)

	Año -3 S/ 2009	Año -2 S/ 2010	Año -1 S/ 2011	Año 0 S/ 2012	Año 1 S/ 2013	Año 2 S/ 2014	Año 3 S/ 2015	Año 4 S/ 2016	Año 5 S/ 2017
Beneficio neto	6,563	5,060	8,780	13,677	16,209	16,073	13,157	14,151	23,006
Patrimonio neto	87,038	108,682	122,936	133,417	141,151	152,702	181,364	185,921	202,948
ROE	8%	5%	7%	10%	11%	11%	7%	8%	11%

Nota. La fórmula del ROE es la división entre el beneficio neto y el patrimonio neto. Adaptado de “Memoria anual 2009 al 2017: Laive S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018b (http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

Finalmente, se puede concluir que la empresa Laive S.A. presenta un rendimiento positivo sobre los fondos invertidos por los accionistas durante el periodo analizado, el mismo que mostró un comportamiento distinto a la tendencia alcista en los años 2010 y 2015.

4.3. Buenas Prácticas Financieras Identificadas por Empresa

De acuerdo con el análisis realizado, los autores presentaran las prácticas identificadas dentro de las empresas que forman parte de la muestra utilizada en la investigación. Se detalla, para cada una de ellas, la descripción de la información obtenida en las entrevistas realizadas (ver Tabla 32).

Tabla 32. Buenas Prácticas Financieras en el Proceso de Fusión por Absorción

	Laive	Lindley	Volcan	Alicorp
-Llevar a cabo un proceso de <i>due diligence</i> .	X	X	X	X
-Obtener el costo de oportunidad real del inversionista.	X	X	X	X
-Determinar un periodo de recuperación de la inversión.	-	X	-	X
-Llevar a cabo un proceso de valorización conservador.	-	X	X	X
-Tener en consideración indicadores de creación de valor.	X	X	X	X
-Establecer un equipo con perfil financiero que lleve a cabo el proceso	X	X	X	-
-Realizar un seguimiento y control a través de indicadores financieros.	X	X	X	X
-Identificar la empresa <i>target</i> en el proceso de planeamiento financiero.	X	X	X	X

4.3.1 Entrevista empresa Laive

La entrevista al gerente de Administración y Finanzas de la empresa Laive S.A. fue realizada en sus oficinas ubicadas en el distrito de Surco. Se le presentó un cuestionario de preguntas abiertas con el objetivo de que el entrevistado pueda identificar, en su experiencia, cuáles fueron las mejores prácticas financieras que se tradujeron en generación de valor para la empresa y para el inversionista. El entrevistado detalló que una de las prácticas financieras, con las que comienzan el futuro proceso de fusión, se relaciona con el establecimiento de *target*, es decir, la determinación del perfil financiero que debería tener la empresa que desean adquirir. Sobre este punto, indicó que una de estas características financieras debería estar relacionada con el grado de participación que tendría el EBITDA de la empresa adquirida en la empresa adquirente, es decir, el grado de participación del EBITDA de la empresa adquirida en la empresa adquirente; precisando que, a este nivel, debería producirse algún grado de sinergia. Seguidamente, señaló que establecer relaciones de confianza con la entidad financiera, que encaminará el proceso de la estructuración de deuda, es fundamental para el adecuado funcionamiento del proceso de *due diligence*, en el entendido de que este proceso es clave para el conocimiento a fondo de la situación económica financiera de la

empresa objetivo y para disminuir los riesgos de una incorrecta toma de decisión, argumentando, además, que tal proceso le permitirá conocer los costos, riesgos y beneficios de la operación. Asimismo, hizo hincapié en que, a pesar de que existe una metodología para determinar, de forma teórica, el costo de oportunidad del inversionista, una buena práctica era tomar conocimiento, del propio inversionista, sobre cuál era el precio de su inversión, es decir, cuánto es lo que realmente desea obtener el inversionista por su inversión. Tener conocimiento sobre esta variable, en palabras del entrevistado, resulta importante y trascendente porque permite valorizar, de manera ajustada, a la empresa *target*.

Asimismo, sobre la base de las preguntas del cuestionario se le consultó si era una buena práctica establecer un periodo de recuperación de la inversión, a lo que respondió que no, porque más importante, dijo, era cerciorarse de que la fusión cumpliera con los objetivos estratégicos de la empresa, es decir, que los procesos de control son una buena práctica financiera, ya que ayudan a detectar desviaciones del objetivo principal. Ahondando más sobre el proceso de control, el entrevistado indicó que otra buena práctica financiera era contar con indicadores de creación de valor como una forma de meta por cumplir en el largo plazo, cuyo plazo no está determinado de manera estricta. Un punto en el que el entrevistado puso mucho énfasis fue el de empoderar a un equipo que lidere el proceso de fusión, pues este debería contar con un conocimiento financiero avanzado y ser capaz de exponer los parámetros financieros más complejos de tal forma que los inversionistas puedan interiorizarlos sin mediar ningún inconveniente.

Igualmente, manifestó que no era necesario que este equipo tuviera experiencia en procesos de fusión, pero sí era indispensable que posea conocimientos financieros profundos. Finalmente, resaltó que una buena práctica financiera era realizar procesos de valorización con características conservadoras, pues podrían caer en la trampa del “falso éxito”, es decir, sobreestimar el probable éxito futuro del proceso de fusión.

4.3.2 Entrevista empresa Lindley

Los autores entrevistaron al gerente financiero de Arca Continental Lindley, quien labora en la empresa por más de 20 años. La entrevista se realizó en sus oficinas ubicadas en el distrito de La Molina. Al inicio se le presentó una lista de preguntas abiertas, las cuales se desarrollarían en la reunión. También se le comunicó que las respuestas tendrían carácter confidencial, haciendo hincapié en que el objetivo de la entrevista era poder determinar las buenas prácticas financieras dentro de los procesos de fusión y si estas generan valor para las empresas. El entrevistado empezó contestando que existen dos motivos por los que las empresas realizan fusiones: el primero y más importante es que dentro de su plan estratégico esté considerado el crecimiento inorgánico; y el segundo es que en algunas ocasiones las empresas están divididas en varias empresas, que a su vez realizan fusiones de estas mismas para poder optimizar procesos y así generar ahorro de costos operativos. En ambos casos, mencionó que como buenas prácticas financieras él consideraría que se debe realizar un seguimiento y control en las diferentes áreas de la empresa, creando grupos multidisciplinarios comprometidos con el plan de la compañía. De igual manera, consideró que en el proceso de fusión existe una gran carga dentro del equipo de finanzas asociado a la responsabilidad en el área financiera, que es el hacer cumplir el plan establecido por los socios de la empresa, ya que dentro del proceso de fusión existe un antes y un después.

Con respecto al antes, dentro de las buenas prácticas financieras, según su experiencia, se deben realizar los análisis de valorización con base en el EBITDA, es decir, qué cantidad de veces la empresa adquiriente está dispuesta a pagar por la empresa adquirida basada en el EBITDA, que se relaciona con la evaluación del costo de oportunidad de los inversionistas y el del mercado. Recalcó que lo importante para determinar el valor de una empresa es considerar el funcionamiento del proceso del *due diligence* como un ajuste adicional. En cuanto al plazo de recuperación del valor, deben tenerse en cuenta, primero, las

sinergias que se conseguirán dentro del proceso, de la misma forma que representan para la empresa dichas sinergias año a año y con esto se realiza el flujo de caja para determinar en cuánto tiempo se recuperará la inversión; según eso, se efectúa el cálculo de recuperación. También, basado en su experiencia, el entrevistado estimó que el plazo de recuperación no debería ser mayor a 10 años, precisando que el tiempo de recuperación de la inversión dependerá del tipo de negocio y de las sinergias que se deseen realizar dentro de la empresa.

Por otra parte, para el entrevistado una buena práctica financiera después de haber realizado el análisis financiero para la adquisición, luego de la fusión, es contar con un equipo encargado del seguimiento y control del cumplimiento de las sinergias establecidas en el proceso de adquisición de la nueva empresa, lo cual se logra mediante los ahorros presupuestados por las sinergias de los procesos establecidos; por ello, en cada área debe haber un encargado de la parte financiera que se encuentre haciendo dicho seguimiento, a través de diferentes variables, entre ellas las relacionadas con la creación de valor.

En cuanto a la posibilidad de determinar si un proceso de fusión ha sido exitoso, el entrevistado indicó que debe realizarse un análisis al detalle de todas las variables que componen la compra de la empresa, así como su valorización, que debe hacerse de forma conservadora. Finalmente, enfatizó que se debe tener el control sobre la nueva compañía —la nueva operación—, es decir, sobre las sinergias que se recibirán para pagar la inversión.

4.3.3 Entrevista empresa Alicorp

Sobre la entrevista a la empresa Alicorp S.A., es pertinente señalar que la persona elegida tuvo reparos en brindar información específica o en ahondar en temas que consideraba confidenciales o relacionados con puntos estratégicos de la empresa. No obstante, dio ciertos datos que permitieron estructurar lo que ellos consideraban buenas prácticas financieras en el proceso de fusiones por absorción. Al igual que en el caso de la empresa Laive, el entrevistado señaló que una de las buenas prácticas financieras es realizar

un adecuado proceso de *due diligence*, proceso que, indicó, está a cargo del banco que los acompaña en el proceso de fusión por absorción. Al respecto, comentó que el banco ofrece una gama de alternativas acordes con las exigencias de la empresa adquirente, en este caso Alicorp. Asimismo, puso énfasis en la evaluación de los indicadores de valor, aunque no mencionó cuál de ellos utilizan. Comentó, además, que el seguimiento y control financiero del proceso de fusiones es muy importante para detectar, con anticipaciones, desviaciones importantes dentro del proceso en sí. Un punto relacionado con lo señalado por otras empresas es que tienen en cuenta el valor real del costo de oportunidad de los inversionistas y, a su vez, el costo promedio del sector. Sobre el periodo de recuperación, manifestó que lo tienen en cuenta, aunque no hizo mayores precisiones al respecto, pero sí dejó en claro que es una buena práctica financiera establecer un plazo perentorio.

4.3.4 Entrevista empresa Volcan

Los autores sostuvieron una entrevista con la jefa de Tributación de la Compañía Minera Volcan, la misma que fue realizada en sus oficinas ubicadas en Surco. A la entrevistada se le presentó la lista de preguntas abiertas y se le informó que las respuestas tendrían carácter confidencial y de uso único para la investigación. La primera pregunta fue, sobre la base de su experiencia, cuáles considera que son las buenas prácticas dentro de un proceso de fusión y que generan valor dentro de la empresa. Para la entrevistada, una buena práctica financiera es que el análisis de la compra por realizar debe estar directamente relacionado con el plan estratégico de la empresa, es decir, que dentro del plan estratégico puede estar considerado un crecimiento de la empresa dentro del mercado donde se desarrolla. Asimismo, es importante efectuar sinergias dentro de los negocios que mantiene la compañía. Según esto, las buenas prácticas para llevar a cabo un proceso de fusión deben tener en cuenta el EBITDA que va a generar la empresa. También comentó que otra de las prácticas financieras vinculadas a las sinergias que se realizan cuando se adquiere una empresa son los ahorros

generados por la eficiencia en los procesos, que deben ir acompañados de un seguimiento y control a fin de que se cumplan de acuerdo con el tiempo estimado. Adicionalmente, dijo, debe llevarse un adecuado proceso de *due diligence*, porque este proceso es importante para poder determinar la situación financiera de la empresa por adquirir, además de ofrecer una perspectiva financiera que permite tomar una mejor decisión de adquisición.

La entrevistada comentó, asimismo, que siempre debe existir en un proceso de fusión un antes y un después. En el antes se debe considerar el costo de oportunidad que representa para el inversionista, es decir, cuál es el valor que desea obtener el accionista al realizar la adquisición de la empresa; esta valorización debe ser un poco más realista, por lo que hay que tener en cuenta indicadores que permitan determinar la generación de valor que se obtendrá por la nueva adquisición.

Continuando con la entrevista, se le consultó cuáles son las buenas prácticas financieras que deben considerarse después del proceso de fusión. Respondió que, según su experiencia, es de suma importancia llevar un control sobre procesos que generarán sinergia en la empresa, ya que estos se verán reflejados, posteriormente, en los ahorros. Asimismo, se debe trabajar con personas capacitadas para hacer seguimiento, pertenecientes, de preferencia, al equipo de finanzas, aunque hizo hincapié en que estas personas no necesariamente deben ser del área a la que se hará seguimiento, es decir, si se tiene que la sinergia se da en el área comercial, la persona encargada coordinará directamente con el ejecutivo comercial asignado mes a mes para realizar un seguimiento continuo.

En general, la información recopilada de los estados financieros de las empresas seleccionadas muestra un mercado local de operaciones de F&A bastante activo y que se encuentra en un atractivo proceso de desarrollo para los inversionistas, debido a que aún hay espacios para crecer inorgánicamente a través de la especialización o diversificación en mercados aún no maduros. En ese sentido, las empresas estudiadas han generado

oportunidades para incrementar su curva de valor a través de la identificación de objetivos concretos (empresas *target*) a fin de crear sinergias positivas dentro de su estructura de costos, el posicionamiento de una marca o dentro de un territorio específico. Existen muchas motivaciones para arriesgarse a realizar una operación de este tipo; sin embargo, algo que ratificaron los entrevistados es la necesidad de seguir generando oportunidades de inversión para sus *stakeholders*. Sin lugar a duda, esta principal motivación debe ser cuantificable a fin de determinar si se ha logrado el objetivo.

4.5. Consolidados de Entrevistas y Relación con los Indicadores de Creación de Valor

Las empresas investigadas fueron entrevistadas a fin de conocer cuáles han sido las buenas prácticas financieras que realizaron en los procesos de fusión en los que participaron. El resultado de este trabajo reveló ocho prácticas financieras, que se detallan en la Tabla 33.

Tabla 33. Relación de Buenas Prácticas Financieras en Proceso de Fusión por Absorción

	Laive	Lindley	Volcan	Alicorp
- Llevar a cabo un proceso de <i>due diligence</i>	X	X	X	X
- Obtener el costo de oportunidad real del inversionista	X	X	X	X
- Determinar un período de recupero de la inversión		X		X
- Llevar a cabo un proceso de valorización conservador		X	X	X
- Tener en consideración indicadores de creación de valor	X	X	X	X
- Establecer un equipo con perfil financiero que lleve a cabo el proceso	X	X	X	
- Realizar un seguimiento y control a través de indicadores financieros	X	X	X	X
- Identificar la empresa <i>target</i> en el proceso de planeamiento financiero	X	X	X	X

Para determinar cuáles de todas estas acciones pueden calificarse de “buenas prácticas financieras”, se decidió realizar una puntuación según su frecuencia de uso por las empresas.

El resultado evidenció que, de las ocho prácticas financieras, cinco de ellas son las más

utilizadas por todas las empresas, en cuyo caso le corresponde 1 de puntuación (cuatro empresas que realizan esta buena práctica, 4 de 4); la buena práctica que sea utilizada por tres empresas tendrá la puntuación de 0.75; la utilizada por dos empresas, 0.50; y la utilizada por una empresa, 0.25. Con base en esta puntuación, la Tabla 34 muestra el orden de las buenas prácticas financieras de mayor a menor, es decir, desde las que son más utilizadas por las empresas hasta las que son menos empleadas.

Tabla 34. Frecuencia de Utilización de Buenas Prácticas Financieras

	Laive	Lindley	Volcan	Alicorp	%
- Llevar a cabo un proceso de <i>due diligence</i>	X	X	X	X	1.00
- Obtener el costo de oportunidad real del inversionista	X	X	X	X	1.00
- Tener en consideración indicadores de creación de valor	X	X	X	X	1.00
- Realizar un seguimiento y control a través de indicadores financieros	X	X	X	X	1.00
- Identificar la empresa <i>target</i> en el proceso de planeamiento financiero	X	X	X	X	1.00
- Establecer un equipo con perfil financiero que lleve a cabo el proceso	X	X	X		0.75
- Llevar a cabo un proceso de valorización conservador		X	X	X	0.75
- Determinar un período de recupero de la inversión		X		X	0.50

Posteriormente, se procedió a determinar qué empresas realizan mayores prácticas financieras con base en la sumatoria de su frecuencia. Producto de este proceso, la empresa Lindley obtuvo una puntuación de 7.00, seguida de la empresa Volcan (6.50), Alicorp (6.25) y Laive (5.75), tal como se puede apreciar en la Tabla 35.

Tabla 35. Ponderación de Empresas que Realizan Buenas Prácticas Financieras en Procesos de Fusión

Empresa	Llevar a cabo un proceso de <i>due diligence</i>	Obtener el costo de oportunidad real del inversionista	Tener en consideración indicadores de creación de valor	Realizar un seguimiento y control a través de indicadores financieros	Identificar la empresa <i>target</i> en el proceso de planeamiento financiero	Establecer un equipo con perfil financiero que lleve a cabo el proceso	Llevar a cabo un proceso de valorización conservador	Determinar un período de recupero de la inversión	Σ %
Lindley	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75	0.50	7.00
Volcan	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75		6.50
Alicorp	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00		0.75	0.50	6.25
Laive	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.75			5.75

Seguidamente, se analizó la información obtenida y se elaboró la Tabla 36, donde se aprecia, a manera de resumen, la comparación entre la ponderación de las empresas con base en las prácticas financieras y la generación de valor de las empresas de acuerdo con la sumatoria de las puntuaciones de los indicadores de generación de valor (ROIC, EVA, Índice de Lucratividad y ROE). La puntuación de los indicadores generadores de valor se determinó según la frecuencia de generación de valor en los cinco años posteriores a la fusión, es decir, por cada indicador de valor en cada una de las empresas; si el indicador de valor generó valor en los cinco años posteriores a la fusión, entonces tendrá la puntuación de 1, y así sucesivamente hasta llegar a 0.20, que significa la generación de valor en un solo año de los cinco en análisis. La Tabla 36 se elaboró considerando la puntuación, por cada empresa, de las buenas prácticas financieras y su comparación con los indicadores de valor, determinando así una posible relación entre las buenas prácticas financieras y los indicadores generadores de valor.

Tabla 36. Relación entre las Buenas Prácticas Financieras y los Indicadores Generadores de Valor

Empresa	Σ %	ROIC	EVA	Índice de Lucratividad	ROE	Σ
Volcan	6.50	1.00	1.00	0.80	1.00	3.80
Alicorp	6.25	0.80	0.80	0.60	1.00	3.20
Lindley	7.00	0.60	0.60	0.60	1.00	2.80
Laive	5.75	0.00	0.00	0.40	1.00	1.40

La Figura 26 muestra, de manera gráfica, la relación entre las prácticas financieras y los indicadores de valor. Así, se aprecia que en la mayoría de las empresas existe una relación directa entre ambos componentes; por ejemplo, la empresa Volcan tiene una puntuación de 6.5 en prácticas financieras y de 3.80 en indicadores generadores de valor, en tanto que la empresa Laive tiene la más baja ponderación de generación de valor (1.40), debido a que también es la que tiene la más baja ponderación en prácticas financieras (5.75).

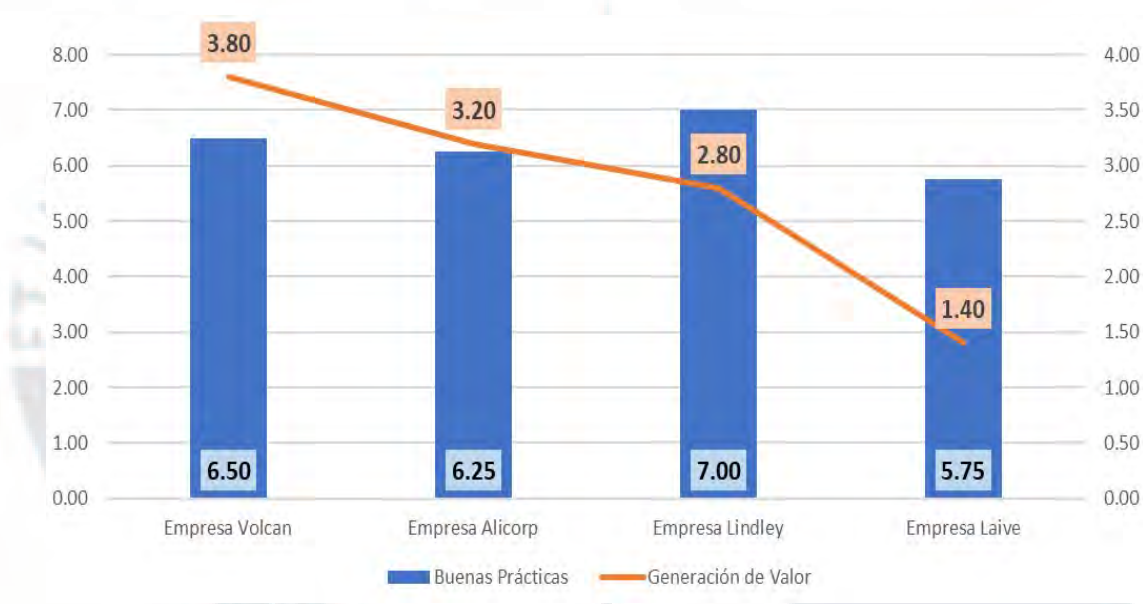
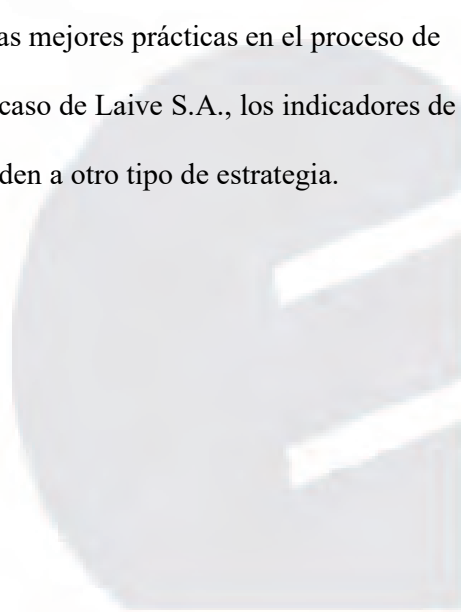
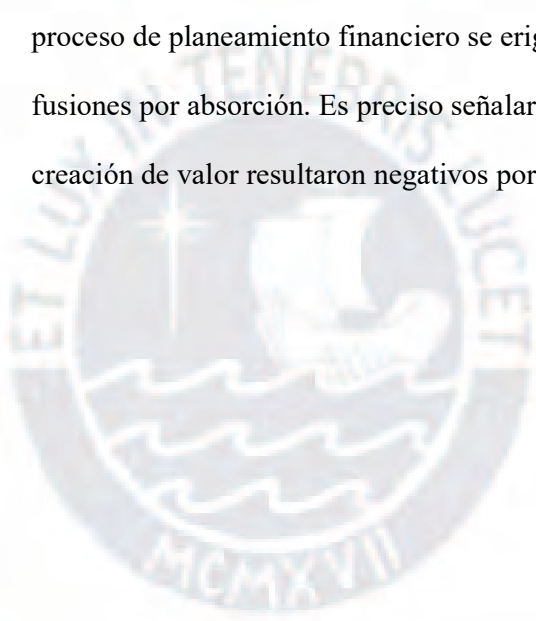


Figura 21. Relación entre las buenas prácticas financieras y los indicadores generadores de valor

4.6. Resumen del Capítulo

En el presente capítulo, se hizo el análisis financiero de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y que realizaron fusiones por absorción. Para dicho fin, se utilizaron cuatro indicadores de creación de valor: el ROIC, el ROE, el EVA y el Índice de Lucratividad, tomando como base del análisis los tres años previos a la última fusión y los cinco años posteriores a la misma. Seguidamente, se procedió a analizar las entrevistas realizadas, que detallan las mejores prácticas financieras, desde la perspectiva de cada una de

ellas, en el proceso de fusiones por absorción. Del total de entrevistas se pudo obtener ocho prácticas financieras, cinco de las cuales son practicadas por la totalidad de las empresas encuestadas. Finalmente, se ha determinado la relación existente entre los indicadores de creación de valor y las prácticas financieras encontradas. La conclusión a la que se llegó es que llevar a cabo un proceso de *due diligence*, obtener el costo de oportunidad real del inversionista, tener en consideración indicadores de creación de valor, realizar un seguimiento y control a través de indicadores financieros e identificar la empresa *target* en el proceso de planeamiento financiero se erigen como las mejores prácticas en el proceso de fusiones por absorción. Es preciso señalar que, en el caso de Laive S.A., los indicadores de creación de valor resultaron negativos porque responden a otro tipo de estrategia.



Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

En la definición del problema de investigación se planteó la necesidad de identificar las buenas prácticas en operaciones de fusiones por absorción, porque es importante saber cuáles han sido las mejores empleadas en fusiones exitosas y poder, así, evitar la destrucción de valor para los diferentes *stakeholders* de la empresa. Por lo tanto, en el presente trabajo de investigación se describen las mejores prácticas empleadas en las operaciones de fusiones por absorción realizadas por las empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Seguidamente, se evalúa la generación o destrucción de valor posterior a la última fusión efectuada. Para el levantamiento de información se recurrió a entrevistas semiestructuradas y a encuestas realizadas a los principales directivos; asimismo, se empleó la información secundaria proveniente de memorias anuales, reportes, informes de gestión y documentación con información financiera para cada una de las empresas analizadas; para posteriormente realizar un análisis individual de las mejores prácticas identificadas y su impacto en la generación de valor en el periodo analizado. Finalmente, se tabularon y graficaron las principales prácticas halladas en el marco de la generación de valor.

La investigación se realizó bajo un diseño descriptivo – no experimental, ya que describió las buenas prácticas encontradas a través de las encuestas y entrevistas realizadas a los principales directivos de las empresas seleccionadas, para seguidamente evaluar su impacto financiero en la generación de valor para las organizaciones. El estudio se llevó de forma longitudinal debido a que la recolección de información para su descripción y análisis se efectuó en un intervalo de tiempo comprendido entre el 2000 y el 2012.

5.1. Conclusiones

Con la finalidad de poder cuantificar la relación entre las buenas prácticas en operaciones de fusión y la generación de valor en empresas que cotizan en la BVL, se han establecido como ratios de valor el ROE, ROIC, EVA y el Índice de Lucratividad. La importancia de

estos indicadores recae en la capacidad de medir la generación de valor en la gestión de la dirección de la empresa dentro de su estrategia de crecimiento inorgánico —a través de las operaciones de fusión concretadas (en el caso de los tres primeros indicadores)— y en el incremento del precio de la acción, reflejado en el Índice de Lucratividad. Las buenas prácticas financieras identificadas en el presente estudio son cinco, gracias a las entrevistas realizadas y a los resultados del análisis de los indicadores de generación de valor previamente mencionados.

En el presente documento se planteó como pregunta de investigación la necesidad de identificar las buenas prácticas en operaciones de fusiones por absorción, para lo cual fue necesario delimitar el universo de empresas a aquellas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Lima y que hayan realizado operaciones de fusión por absorción durante el periodo 2000-2012. También, el estudio se restringió a las empresas que presentaron información financiera durante los cinco años posteriores a la última fusión realizada, con lo cual la muestra quedó reducida a 15 empresas, tal como se ahonda en el Capítulo III.

De acuerdo con la investigación realizada con enfoque cualitativo, se plantearon las siguientes preguntas: (1) ¿cuáles fueron las buenas prácticas financieras en empresas peruanas que cotizan en la BVL, que realizaron fusiones por absorción durante el periodo 2000-2012?, (2) ¿hubo generación de valor en empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que realizaron fusiones por absorción durante el periodo 2000-2012? A partir de los resultados obtenidos se llegó a las siguientes conclusiones, las cuales se encuentran agrupadas por cada pregunta.

5.1.1. Identificación de las buenas prácticas financieras en las empresas que cotizan en bolsa y que pasaron por el proceso de fusión por absorción

En cuanto a la pregunta de investigación referida a la identificación de las buenas prácticas financieras aplicadas como parte del proceso de fusión por absorción en las empresas que forman parte de la muestra, se pudo hallar las siguientes:

Llevar a cabo un proceso de due diligence. De acuerdo con la información obtenida de las entrevistas realizadas, los ejecutivos de las áreas financieras de las empresas que conforman la muestra coincidieron en que este proceso es importante dentro de un proceso de fusión, para poder identificar los riesgos que se puedan generar durante los procesos de compra y venta. Para ello, es necesario contar con un *staff* experto en operaciones de F&A, así como contratar servicios de empresas especializadas y con experiencia reconocida en el mercado.

Obtener el costo de oportunidad real del inversionista. A partir de los resultados, parece que los ejecutivos de las áreas financieras que conforman la muestra están de acuerdo en que obtener el costo de oportunidad real del inversionista es parte de las buenas prácticas financieras que deben llevarse a cabo dentro del proceso de fusión, así como adquirir información del inversionista sobre cuánto es el precio de la inversión por realizar y cuánto es lo que espera recibir de dicha inversión.

Tener en consideración indicadores de creación de valor. Los resultados de las entrevistas señalan la importancia de los indicadores de creación de valor, lo cual se considera una práctica financiera porque con estos resultados se puede medir el valor que va a generar la compra de la nueva empresa, así como hacer un seguimiento y control partiendo de los indicadores en el proceso de fusión.

Realizar un seguimiento y control a través de indicadores financieros. De acuerdo con los resultados obtenidos en las entrevistas a los ejecutivos que dirigen las áreas financieras, parece que se considera una práctica financiera hacer un seguimiento y control de forma continua luego de la fusión, para poder tomar acción en el caso de que el resultado no refleje lo calculado, que puede manifestarse por un cambio interno que no se haya considerado en el proceso de adquisición de la nueva empresa.

Identificar la empresa target en el proceso de planeamiento financiero. Los resultados obtenidos en las entrevistas a los ejecutivos que dirigen las áreas financieras revelarían como una práctica financiera la necesidad de efectuar una adecuada valuación de la empresa *target*; para ello, debe contarse con un asesor que aporte experiencia transaccional y amplitud de análisis a fin de identificar y cubrir los riesgos que se adquieran dentro del proceso de fusión.

Con la finalidad de buscar si existe relación entre las buenas prácticas financieras detectadas en las entrevistas de la muestra y los indicadores de valor financieros obtenidos, se analizaron los indicadores de generación de valor en el marco de las prácticas financieras identificadas. En tres de las cuatro empresas elegidas (Alicorp, Lindley y Volcan) se generó valor en el periodo estudiado, para cada uno de los indicadores analizados, a excepción de las fechas que coincidieron con la crisis subprime acaecida en el 2008, en la cual se presentaron resultados variados, pero con una clara tendencia bajista; lo que permite inferir que las prácticas financieras identificadas incrementan la posibilidad de generar valor al afrontar un proceso de fusión por absorción. Si bien es cierto que no se ha establecido un modelo financiero que cuantifique el aporte marginal de cada una de las prácticas identificadas dentro del resultado obtenido para cada empresa, sí es posible distinguir que aquellas que han mantenido una estrategia de crecimiento inorgánico como parte su planeamiento de mediano plazo (que poseen experiencia en operaciones de fusiones y adquisiciones) han obtenido mejores resultados y cuentan con un conocimiento más profundo sobre las prácticas más adecuadas por utilizarse en el entorno en el que compiten, debido principalmente a la retroalimentación obtenida respecto a sus estrategias en operaciones de F&A efectuadas con anterioridad. En ese sentido, es claro señalar que, si bien existen prácticas financieras transversales a todos los negocios, es necesario que se evalúe la adecuación de prácticas

financieras adicionales que refuercen la posibilidad de éxito acorde con el modelo de negocio en el que se desenvuelven los tomadores de decisión.

5.1.2. Determinar si las empresas de la Bolsa de Valores que realizaron fusiones por absorción y buenas prácticas financieras generaron valor durante el periodo 2000-2012

En cuanto a la pregunta si hubo generación de valor en empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que realizaron fusiones por absorción y buenas prácticas financieras durante el periodo 2000-2012; es posible concluir que un 75% de las empresas que desarrollaron buenas prácticas financieras presentaron generación de valor (Volcan, Alicorp y Lindley) conforme al análisis de indicadores de generación de valor realizado en el Capítulo IV. No podemos concluir, de manera categórica que, en el caso de la empresa Laive S.A. no hubo generación de valor, conforme a los indicadores de generación de valor utilizados en la presente investigación, en razón a que se requeriría analizar información adicional que no es competencia del presente trabajo. Resulta necesario señalar que, en la entrevista realizada a la mencionada compañía, indicaron que, si generó valor, sin embargo, su análisis se base en factores comerciales (mantenimiento de posición de la marca). Sin embargo, los indicadores financieros utilizados en el Capítulo IV indicaron que no hubo generación de valor.

5.2. Contribuciones

Según los autores, esta investigación presenta las siguientes contribuciones:

1. El estudio contribuye a que futuras investigaciones puedan determinar las buenas prácticas financieras que existirían dentro de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que participen dentro de un proceso de fusión.

2. El estudio permite desarrollar una propuesta de marco conceptual para interpretar la relación que hay entre las prácticas financieras y los indicadores financieros que permiten calcular el valor que genera la adquisición de nuevas empresas.
3. El estudio hace posible identificar las prácticas financieras en el proceso de fusiones, debido a que, en lugar de basarse únicamente en fundamentos teóricos, se desarrolla también con un enfoque empírico, a partir del cual se recopilan aquellas prácticas que en la realidad han generado resultados positivos en las empresas entrevistadas.

5.3 Recomendaciones

Las recomendaciones que los autores plantean para futuras investigaciones, complementarias a la presente, son las siguientes:

1. Ampliar el periodo de análisis más allá del rango 2000-2012 con el fin de validar si las buenas prácticas identificadas siguen siendo aplicables, así como identificar potencialmente un conjunto adicional de buenas prácticas.
2. Promover líneas de investigación cuantitativa con la finalidad de aislar el impacto en la generación de valor de las empresas adquiridas y adquirientes, a fin de determinar de manera contundente la creación o destrucción de valor después de realizada la operación de fusión.
3. Investigar cuál es el impacto de la falta de legislación antimonopolios en operaciones de F&A en el mercado peruano y su impacto en la generación de valor.
4. Expandir la presente investigación a nivel de empresas de diversos sectores que no solo participen dentro de la Bolsa de Valores de Lima, para poder ampliar la identificación de las buenas prácticas financieras.

5. Ampliar la investigación entre los países de la región, a fin de contrastar si las prácticas financieras en el proceso de fusión usadas en nuestro país son similares a las que se aplican en los países vecinos.



Referencias

- Aguilar, L. (2013). *Institutional Investors: Power and Responsibility*. U.S. Securities and Exchange Commission. Recuperado de <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515808>
- Alicorp. (2018a). *Fact sheet 2018*. Recuperado de https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/descarga/pdf/fact_sheet_q118.pdf
- Alicorp. (2018b). *Memoria anual Alicorp 2017*. Lima, Perú: Autor.
- Amat, O. (2000). *Euforia y pánico*. Madrid, España: Dykinson.
- Amat, O. (2002). *EVA: Valor económico agregado* (19a ed.). Bogotá, Colombia: Norma.
- Ayuso, S. & Argandoña, A. (2007). *Responsible corporate governance: towards a stakeholder board of directors?* Working Paper No. 701. Barcelona: IESE Business School.
- Baker McKenzie. (2018). *Global transactions forecast: Deal appetite rising*. Recuperado de https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/gtf/global_transactions_forecast_2018.pdf?la=en
- Biddle, G., Bowen, R., & Wallace, J. (1997). Evidence on the relative and incremental information content of EVA. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 301-336.
- Bolsa de Valores de Lima. (2010). *Metodología: Explanatory data*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/vademecum/electronico/2010/pdf/por%20secciones/05%20metodologia.pdf>
- Brealey, R., S., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Corporate finance* (8a ed.). New York, NY: McGraw-Hill.
- Bris, A., & Cabolis, C. (2002). *Corporate governance convergence by contract: Evidence from cross-border mergers* (Yale ICF Working Paper N° 02-32). Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=321101>

- Cabré, M. T. (2010, diciembre). Terminología y buenas prácticas. *Publifarum*, (12).
Recuperado de http://www.publifarum.farum.it/ezine_articles.php?art_id=161
- Cámara, S. (2012). Concepto y elementos característicos de las “Mejores prácticas” aplicados a las Defensorías del Pueblo en Iberoamérica. En S. Cámara y E. Luna (Eds.), *Mejores prácticas del Ombudsman en Iberoamérica* (pp. 119-120) Madrid, España: Dykinson.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794.
- Carbonell, J. F. (2014). *Proceso de generación de valor en fusiones y adquisiciones*. Madrid, España: Universidad ICADE.
- Cavallo, L., & Rossi, S. (2001). Scale and scope economies in the European banking systems. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(4/5), 515-531
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7(2), 119-139.
- Chu, M. (2011). *La creación de valor en las finanzas*. Lima, Perú: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- Class & Asociados. (2018a). *Clasificaciones vigentes*. Recuperado de <http://www.classrating.com/clasificaciones-vigentes/>
- Class & Asociados. (2018b). *Fundamentos de clasificación de riesgo Leche Gloria S.A. (antes Gloria S.A.)*. Recuperado de <http://www.classrating.com/informes/gloria1.pdf>
- Colley, J. L. (2005). ¿What is corporate governance? McGraw-Hill Professional.
- Compañía de Minas Buenaventura. (2018). *Memoria anual 2017*. Lima, Perú: Autor.
- Coria, A, Roman, I, & Torres, Z. (2013). Propuesta de metodología para elaborar una investigación científica en el área de Administración de Negocios. *Pensamiento & Gestión*, (35), 2-24. Retrieved August 08, 2018, from

http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1657-62762013000200002&lng=en&tlng=.

- Corporación Lindley. (2018). *Memoria anual 2017*. Lima, Perú: Autor.
- Damodaran, A. (2007). Return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.1105499
- Datta, D., Pinches, G., & Narayanan, V. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta- analysis. *Strategic Management Journal*, 13(1), 67-84.
- De Geus, A. (1999). La empresa superviviente. En A de Geus, estrategias de crecimiento Harvard Business Review. p. 107-126. Barcelona, España: Deusto.
- Deloitte & Co. (2018). *Mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica – Informe anual 2017*. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/ar/es/pages/finance/articles/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-de-latinoamerica.html>
- DiGeorgio, R. (2003). Making mergers and acquisitions work: What we know and don't know. *Journal of Change Management*, 3(3) 259-274.
- Dolz, C., & Iborra, M. (2014, setiembre-diciembre). ¿Cómo pueden crear valor la empresa adquirida y adquirente en un proceso de integración aprendiendo del socio o con el socio? *GCG Universia*, 8(3), 96-112.
- Domínguez, J. L. (2000). La nueva oleada de fusiones. *ESIC Market*, 1(1), 95-117.
- Dumrauf, G. (2010). *Finanzas corporativas: Un enfoque latinoamericano*. México D. F., México: Alfaomega.
- Durán, P. B., & López, S. M. (2008). Criterios de eficiencia y buenas prácticas en los procesos de concentración de las organizaciones de participación. *REVESCO: revista de estudios cooperativos*, (95), 9-43. Edema. Madrid.

- Embid, I. J. M. (1991). *Concentración de empresas y derecho de cooperativas*. Murcia: Universidad de Murcia.
- Ernest & Young. (2018). *Laive. S.A. Estados financieros al 31 de diciembre de 2017 y de 2016 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/CI0011/20180301172801/LAIVE3231.12.17451632V2.PDF>
- Federación de Cooperativas de Producción & Banco Interamericano de Desarrollo. (2014). *Manual de Buenas Prácticas para Cooperativas de Producción*. Paraguay.
- Fernández, P. (2000). *Creación de Valor para los accionistas* (2a ed.). Barcelona, España: Gestión 2000.
- Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona, España: Gestión 2000.
- Fernández, P., & Bonet, A. (1989, julio-agosto). Fusiones, adquisiciones y control de las empresas. *Arbor: Ciencia, Pensamiento y Cultura*, 4(523/524), 39-60.
- Fowler, K., & Schmidt, D. (1989). Determinants of tender offer post-acquisition financial performance. *Strategic Management Journal*, 10(4), 339-350.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase profits. En W.C. Zimmerli, M. Holzinger y K. Richter (Eds.), *Corporate Ethics and Corporate Governance* (pp. 173-174). Heidelberg, Berlín: Springer.
- García, E., Rialp, A., & Rialp, J. (2008). Unificación de las TIC y procesos de integración en las fusiones y adquisiciones horizontales. *Universia Business Review*, (19), 24-41.
- Gärtner, D. L., & Halbheer, D. (2009). Are there waves in merger activity after all? *International Journal of Industrial Organization*, 27(6), 708-718.
- Gitman, L. (2007). *Principios de administración financiera* (11a ed.). México D. F., México: Pearson.

- Golbe, D., & White, L. (1993). Catch a wave: The time series behavior of mergers. *The Review of Economics and Statistics*, 75(3), 493-499.
- González, M., & Sáez, R. (2005). Relación entre EVA y los retornos accionarios de empresas chilenas emisoras de ADRs. *Revista Economía & Administración*, (149), 28-37.
- Guindo, C. A. (2005, noviembre). La evolución de la política de defensa de la competencia. *Revistas ICE*, (826), 245-258.
- Healy, P. M., Palepu, K. U., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2014). *Metodología de la investigación* (6a ed.). México D. F., México: McGraw-Hill.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Harrison, J. S. (2001). Mergers and acquisitions: A value creating or value destroying strategy? En M. A. Hitt, R. E. Freeman y J. S. Harrison (Eds.), *The Blackwell handbook of strategic management* (pp. 384-408), Oxford, UK: Blackwell.
- Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2012). Creating value through mergers and acquisitions. En D. Faulkner, S. Teerikangas y R. Joseph (Eds.), *The handbook of mergers and acquisitions* (pp. 71-113), Oxford, UK: Oxford University Press.
- Hogarty, T. F. (1970). The profitability of corporate mergers. *Journal of Business*, 43(3), 317-327.
- Huamán, C., & Puente De La Vega, A. (2017). *Plan de finanzas para la empresa Gloria S.A.* (Tesis de maestría). CENTRUM Católica, Lima, Perú.
- Huerta, E. (1989). Análisis de la integración vertical de empresas en España. *Papeles de Economía Española*, (39), 149-164.

- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. (2018). *M&A Statistics: Number and value and largest M&A transactions by region*. Recuperado de <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Instituto Pacífico (2008). Medidas de creación de valor. *Revista Actualidad Empresarial*, (166). Lima: Perú.
- Israel, L. (2012). Fusiones y adquisiciones. *Revista de Actualidad Mercantil*, (1), 28-36.
- Jaramillo, F. (2010). *Valoración de empresas*. Bogotá, Colombia: ECOE.
- Jeletzcheva, M. J. (2011). Génesis de la Federal Trade Commission y breve análisis de los objetivos del Derecho antitrust norteamericano y europeo. *Revista de Estudios Jurídicos UNESP*, 14(19), 67-88.
- Jiménez, A. (2013). *Fusiones y adquisiciones: Creando valor a través de las personas*. Madrid, España: Díaz de Santos.
- JPMorgan. (2018). *2018 M&A global outlook: Navigating consolidation and disruption*. Recuperado de <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320744801603.pdf>
- Kabajeh, M., Al Nu'aimat, A., & Dahmash, F. (2012). The relationship between the ROA, ROE and ROI ratios with Jordanian insurance public companies market share prices. *International Journal of Humanities and Social Science*, 2(11), 115-120.
- Kaplan, S., & Strömberg, S. (2008). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-46.
- Kedia, S., Ravid, S. A., & Pons, V. (2011). When do vertical mergers create value? *Financial Management*, 40(4), 845-877.
- King, D., Dalton, D., Daily, C., & Covin, J. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200. Recuperado de <http://www.jstor.org.ezproxybib.pucp.edu.pe:2048/stable/20142110>

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and the managing the value of companies*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Kusewitt, J. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151-169.
- Laive adquiere ganadera Bazo Velarde. (2011, 01 de setiembre). *Perú Retail*. Recuperado de <https://www.peru-retail.com/laive-adquiere-ganadera-bazo-velarde/>
- Laive. (2018). *Información requerida por la Conasev. Resolución Gerencia General N° 211-98-EF/94.11; 096-2003-EF/94.11 y 140-2005-EF/94.11*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/CI0011/20180301172801/MEMORIA32SMV322017.PDF>
- F
- Laive: Calidad de la industria láctea peruana en el tiempo. (2006, 30 de octubre). *Perulactea*. Recuperado de <http://www.perulactea.com/2006/10/30/laive-calidad-de-la-industria-lactea-peruana-en-el-tiempo/http://laive.com.pe/nuestra-historia/>
- Lizana, C., & Pavic, L. (2002). Control preventivo de fusiones y adquisiciones frente a la legislación antimonopolios. *Revista Chilena de Derecho*, 29(3), 507-555.
- López, M. (2006). *La auditoría administrativa para evaluar el nivel de eficiencia de una empresa administradora de condóminos: El caso de la empresa Asesoría Plaza Guasave, SA de CV*. Sinaloa, México: Universidad Nacional Autónoma de México.
- Lovalló, D., & Kahneman, D. (2003). Delusions of success: How optimism undermines executives' decisions. *Harvard Business Review*, 81(7), 56-63.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection, *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2011). A framework for the human resources role in managing culture in mergers and acquisitions. *Human Resource Management*, 50(6), 859-877.

Martínez, G., & López, G. (2003, enero-marzo). ¿Generan valor las fusiones a las empresas colombianas? *Estudios Gerenciales*, 19(86), 53-61.

Martínez, H., & Ávila, E. (2010). *Metodología de la investigación*. México D. F., México: Cengage Learning.

Mascareñas, J. & Lejarriaga, G. (1993): Análisis de la Estructura de Capital de la Empresa.

Mascareñas, J. (2005). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid, España: McGraw-Hill.

Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* (5a ed.). Madrid, España: Ecobook.

Mascareñas, J., & González, S. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparado. *RUE: Revista Universitaria Europea*, (19), 87-112.

Mascareñas, Juan. (2013). *Introducción a las Finanzas Corporativas*. (Monografías de Pregrado). Universidad Complutense de Madrid, España. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2313264>

McCann, J. E., & Gilkey, R. (1990). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid, España: Díaz de Santos.

Ministerio de Agricultura y Riego. (2017). *Estudio de la ganadería lechera en el Perú. Análisis de su estructura, dinámica y propuestas de desarrollo*. Recuperado de <http://repositorio.minagri.gob.pe/bitstream/handle/MINAGRI/545/Ganaderia%20de%20la%20Leche.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Ministerio de Energía y Minas. (2018). *Anuario minero 2017*. Recuperado de http://www.minem.gob.pe/_publicacion.php?idSector=1&idPublicacion=573

Mundo Laive. (2010, 12 de setiembre). Nuestra historia [publicación en un blog]. Recuperado de <http://mundolaiveperu.blogspot.com/2010/09/historia-de-la->

empresa.html<http://www.perulactea.com/2006/10/30/laive-calidad-de-la-industria-lactea-peruana-en-el-tiempo/http://laive.com.pe/nuestra-historia/>

Namakforoosh, M. (2013). *Metodología de la investigación* (2a ed.). México D. F., México: Limusa.

Nestlé. (2018). *La historia de Nestlé global*. Recuperado de <https://www.nestle.com.pe/nosotros/historia-de-nestle>

Nielsen. (2018, 02 de abril). Con el incremento y mejora de la confianza del consumidor durante el año pasado, 2018 se muestra prometedor para las empresas de productos globales. *Nielsen News*. Recuperado de <http://www.nielsen.com/pe/es/insights/news/2018/con-el-incremento-y-mejora-de-la-confianza-del-consumidor-durante-el-ano-pasado-2018-se-muestra-prometedor-para-las-empresas-de-productos-globales.html>

Nouwen, T. J. (2011). *M&A waves and its evolution throughout history* (Tesis de licenciatura), Universidad de Tillburg, Brabante Septentrional, Países Bajos. Recuperado de <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=129395>

Ocaña, C., & Peña, J. I. (1992). Fusiones, adquisiciones y separaciones: Teorías y evidencia en España y en EE. UU. *Cuadernos Económicos de ICE*, (52), 161-172.

Ochoa, V. (2016, 21 de diciembre). Aguas y energizantes seguirán revitalizando el mercado de bebidas. *Gestión*, p. 4.

Palomo, R. J., & Sanchis, J. R. (2010, enero). Efectos de las fusiones sobre la concentración y la eficiencia bancaria: El caso de las Cajas Rurales y los retos de la crisis financiera. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 39(146), 289-319.

Pérez, B. E., & Gallardo, A. L. (2005). Fusiones y adquisiciones de empresas: su impacto sobre los sistemas de control (No. 6). Universidad de Sevilla.

- Pérez-Carballo, J. F. (2007). *¿Qué es crear valor para el accionista?: Manual para no financieros*. Madrid, España: ESIC.
- Pinaud, N., & González, M. (2007). Estrategias asociadas a la creación y destrucción de valor en empresas chilenas. *Organizaciones en Contexto*, 3(5) 188-206.
- PricewaterhouseCoopers, Instituto Tecnológico de Monterrey & Instituto Mexicano de Executivos en Finanzas. (2009). *Mejores Prácticas Financieras de las Empresas en México*. Ciudad de México, México.
- PricewaterhouseCoopers. (2015). *Estudio de fusiones y adquisiciones 2015*. Recuperado de <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/fa2015.pdf>
- PricewaterhouseCoopers. (2017). *Estudio de fusiones y adquisiciones 2016*. Recuperado de <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones.pdf>
- Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. (2008). *Desarrollo Humano en Chile 2009: La manera de hacer las cosas*. Santiago de Chile, 255.
- Rapallo, C. (2002). *La Creación de Valor: una aproximación*. Documentos de trabajo de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense de Madrid. Madrid, España.
- Rau, P. R., & Vermaelen, T. (1998). Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 223-253.
- Real Academia Española. (2014). *Diccionario de la lengua española (22a ed.)*. Recuperado de <http://www.rae.es/rae.html>
- Reeves, M., Harnoss, J., & Bergman, R. (2016). Using M&A to increase your capacity for growth. *Harvard Business Review* (Digital article). Recuperado de <https://hbr.org/product/using-ma-to-increase-your-capacity-for-growth/H0302X-PDF-ENG>

- Saavedra, M. (2004, setiembre-diciembre). 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. *Revista Contaduría y Administración*, (214), 1-23.
- Saavedra, M., & Luna, M. (2012). La generación de valor corporativo a través de las fusiones: Aplicación de los modelos EVA y FED. *Compendium*, 15(29), 115-138.
- Sánchez, J. R. (2014). Adquisiciones de empresas: Unión para la creación de valor. *Estrategia Financiera*, 29(312), 20-25.
- Scherer, F., & Ravenscraft, D. J. (1989). The profitability of mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 101-116.
- Schmidt, D., & Fowler, K. (1990). Post-acquisition financial performance and executive compensation. *Strategic Management Journal*, 11(7), 559-569.
- Sehleanu, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions? *Annals of the University of Oradea: Economic Science*, 25(1), 593-600.
- Seth, A. (1990). Sources of value creation in acquisitions: An empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(6), 431-446.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442
- Stewart, B. (2009). EVA momentum: The one ratio that tells the whole story. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(2) 74-86.
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2018a). *Información financiera: Empresas Laive S.A., Corporación Lindley S.A., Volcan Cía Minera S.A. y Alicorp S.A.A.* Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12

Superintendencia del Mercado de Valores. (2018b). *Memoria anual 2001 al 2017: Empresas Laive S.A., Corporación Lindley S.A., Volcan Cía Minera S.A. y Alicorp S.A.A.*

Recuperado de

http://www.smv.gob.pe/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7

Tejada, M., Tokushima, T., Zecenarro, M., Vidal, A., Sarria, C., Aranibar, S., ... Solorzano, C. (2011). La due diligence legal. *THEMIS*, (59), 213-227.

Treynor, J. L. (1961). Market Value, Time, and Risk. Unpublished manuscript.

Treynor, J. L. (1962). Toward a Theory of Market Value of Risky Assets. Unpublished manuscript. A final version was published in 1999, in *Asset Pricing and Portfolio Performance: Models, Strategy and Performance Metrics*. Robert A. Korajczyk (editor) London: Risk Books, 15-22.

Van Horne, J. C. & Wachowicz, J. M. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera* (13a ed.). México: Prentice Hall.

Vasco, M., Cortés, L. M., Gaitán, S., & Durán, I. A. (2014). Fusiones y adquisiciones en Latinoamérica, gobierno corporativo y modelo gravitacional. *Journal of Economics, Finance & Administrative Science*, 19(37), 108-117.

Volcan Compañía Minera. (2018). *Memoria anual 2017*. Recuperado de

<http://www.volcan.com.pe/inversionistas/Memoria%20Anual/Memoria%20Anual%202017.pdf>

Whittall, S., & Andersson, A. (2017). *How M&A experience affects firms? Timing and performance during waves: A study on M&A decision making between active and inactive acquirers during the sixth great merger wave* (Tesis de maestría). Universidad de Lund, Suecia. Recuperado de <http://lup.lub.lu.se/student-papers/record/8911908>

Apéndice A: Estados Financieros

Tabla 37. Estado de Situación Financiera de la Empresa Buenaventura

Cuenta	Año -3 \$ 2004	Año -2 \$ 2005	Año -1 \$ 2006	Año 0 \$ 2007	Año 1 \$ 2008	Año 2 \$ 2009	Año 3 \$ 2010	Año 4 \$ 2011	Año 5 \$ 2012
Activo			0	0	0	0	0		
Activo corriente			0	0	0	0	0		
Efectivo y equivalentes al efectivo	187,401	96,851	176,600	302,864	532,027	714,454	582,861	470,847	186,712
Inversiones financieras	26,507	15,423	182,692	81,677	75,598	4,838	81,734	63,582	54,509
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	29,583	27,225	77,422	107,540	65,666	122,950	160,928	172,569	256,431
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)	14,044	19,259	11,714	14,420	13,111	21,866	18,903	47,425	47,163
Otras cuentas por cobrar (neto)	3,733	5,567	4,481	7,760	23,040	14,346	23,593	48,521	83,939
Existencias (neto)	21,138	27,523	30,621	35,149	43,472	44,987	82,081	149,108	163,067
Activos no corrientes mantenidos para la venta			0	0	0	0	0		
Gastos contratados por anticipado	12,335	12,593	7,961	16,032	35,573	14,368	21,615	16,234	11,837
Otros activos			0	0	0	0	0		
Total activo corriente	294,741	204,440	491,491	565,442	788,487	937,809	971,715	968,286	803,658
Activo no corriente									
Activos financieros disponibles para la venta			98	159	118	135	110	5,047	2,686
Activos por instrumentos financieros derivados				5,035	21,464				
Inversiones al método de participación	466,732	729,737	834,847	922,544	879,409	1'125,559	1'404,067	1'929,957	2'433,551
Otras inversiones financieras			4,184	9,717	3,420	473	482		
Otras Cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)							20,736	32,262	33,377
Otras cuentas por cobrar	1,394	1,471	1,524	1,451	1,370	1,457	1,538	5,570	6,702
Existencias (neto)							27,104		
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)	183,956	170,102	215,643	244,992	247,298	351,784	532,577	830,997	1'134,276
Activos Intangibles (neto)	60,748	47,805	64,753	84,187	110,014	91,633	86,340		
Activo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	74,763	89,849	111,447	141,118	209,167	261,877	238,794	125,538	113,343
Crédito mercantil	1,889	1,547							
Otros activos	4,285	3,618	11,784	6,824	7,551	15,832	18,982	55,892	61,060
Total activo no corriente	793,767	1'044,128	1'244,280	1'416,027	1'479,811	1'848,750	2'330,730	2'985,263	3'784,995
Total activo	1'088,508	1'248,568	1'735,771	1'981,469	2'268,298	2'786,559	3'302,445	3'953,549	4'588,653
Pasivo y patrimonio									
Pasivo corriente									
Sobregiros bancarios			0	0	0	0			
Obligaciones financieras	4,007	7,645	10,000	20,869	98,190	79,452	2,018	1,042	5,815
Cuentas por pagar comerciales	18,644	15,473	28,539	24,662	35,944	61,357	91,374	142,375	199,551
Otras cuentas por pagar a partes relacionadas (neto)			0	0	0	0	1,584	883	890
Impuesto a la renta y participaciones corrientes			53,186	39,580	20,722	34,554	47,850	94,606	53,849
Otras cuentas por pagar	43,478	59,632	25,413	37,843	26,160	33,136	50,308	22,124	46,548
Provisiones	11,070	475	16,156	40,733	32,449	38,599	60,509	59,436	43,353
Pasivos mantenidos para la venta	44,444	48,446	43,032	0	0	0			
Total pasivo corriente	121,642	131,671	176,326	163,687	213,465	247,098	253,643	320,466	350,006
Pasivo no corriente									
Obligaciones financieras			115	63,250	229,105	150,555	55,134	105,072	173,489
Cuentas por pagar a partes relacionadas			0				1,370	1,004	731
Pasivo por impuesto a la renta y participaciones diferidos			0		7,755	18,158	25,101		
Otras cuentas por pagar	108,749	77,597	2,609	3,008		1,335	2,078		
Provisiones			62,042	69,300	88,981	106,093	121,033	86,528	100,041
Ingresos diferidos (netos)	173,300	178,896	194,173	102,008					
Total pasivo no corriente	282,049	256,493	258,939	237,566	325,841	276,141	204,716	192,604	274,261
Total pasivo	403,691	388,164	435,265	401,253	539,306	523,239	458,359	513,070	624,267
Patrimonio neto									
Capital	181,827	173,930	173,930	173,930	750,540	750,540	750,540	750,540	750,540
Acciones de inversión	513	473	473	473	2,019	2,019	2,019	2,019	1,399
Capital adicional	186,063	177,713	177,713	177,713	225,978	225,978	225,978	225,978	219,471
Resultados no realizados	78,063	70	932	1,676	16,280	-3,916	-6,233		
Reservas legales	39,389	37,679	37,679	37,679	53,007	112,363	162,633	162,908	162,932
Otras reservas		269	269	269	269	269	269	2,068	925
Resultados acumulados	223,665	465,962	852,148	1'056,937	517,583	1'011,077	1'506,725	2'034,768	2'566,787
Diferencias de conversión	-45,251	-19,808	-34,075	-34,075	-34,075	-34,075	-34,075		
Intereses minoritarios	20,215	23,389	91,437	165,614	197,391	199,065	236,230	262,198	262,332
Total patrimonio neto	684,485	859,677	1'300,506	1'580,216	1'728,992	2'263,320	2'844,086	3'440,479	3'964,386
Total pasivo y patrimonio neto	1'088,176	1'247,841	1'735,771	1'981,469	2'268,298	2'786,559	3'302,445	3'953,549	4'588,653

Nota. Adaptado de "Información financiera: Cia. de Minas Buenaventura S.A.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 38. Estado de Situación Financiera de la Empresa Bayer

Cuenta	Año -3 2001	Año -2 2002	Año -1 S/ 2003	Año 0 S/ 2004	Año 1 S/ 2005	Año 2 S/ 2006	Año 3 S/ 2007	Año 4 S/ 2008	Año 5 S/ 2009
Activo			0	0	0	0	0		
Activo corriente			0	0	0	0	0		
Efectivo y equivalentes al efectivo			1,272	5,325	5,433	3,566	12,454	18,698	44,084
Cuentas por cobrar comerciales (neto)			42,393	38,679	51,355	55,605	72,847	86,939	85,168
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)			2,634	1,752	182	252	423	229	5
Otras cuentas por cobrar (neto)			4,406	1,874	6,052	3,562	3,636	4,674	3,480
Existencias (neto)			28,701	25,758	33,994	36,604	55,681	79,276	58,904
Gastos contratados por anticipado			558	2,212	1,325	550	858	2,278	2,968
Total activo corriente			79,964	75,600	98,341	100,139	145,899	192,094	194,609
Activo no corriente									
Otras inversiones financieras			3	3	3	3	3	3	3
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)			4,006	4,882	6,059	6,427	7,131	7,395	7,094
Activos intangibles (neto)			600	354	6,527	4,041	3,989	3,943	3,896
Activo por impuesto a la renta y participaciones diferidos			1,443	1,901	103	3,039	3,330	3,251	3,931
Otros activos					1,741	1,258	1,187	764	137
Total activo no corriente			6,052	7,140	14,433	14,768	15,640	15,356	15,061
Total activo			86,016	82,740	112,774	114,907	161,539	207,450	209,670
Pasivo y patrimonio									
Pasivo corriente			0	0	0	0	0		
Obligaciones financieras			14,865	0	5,900	0	0		
Cuentas por pagar comerciales			11,989	11,553	19,010	17,475	22,397	32,172	22,939
Otras cuentas por pagar a partes relacionadas (neto)			12,294	12,666	15,573	16,014	29,723	32,256	22,776
Otras cuentas por pagar			6,024	8,016	9,629	9,389	13,488	16,031	12,234
Total pasivo corriente			45,172	32,235	50,112	42,878	65,608	80,459	57,949
Pasivo no corriente									
Ingresos diferidos (netos)			109	134	50	43	0		
Total pasivo no corriente			109	134	50	43	0		
Total pasivo			45,281	32,369	50,162	42,921	65,608	80,459	57,949
Patrimonio neto									
Capital			20,922	21,911	21,911	21,848	21,848	21,848	21,848
Acciones de inversión			3,584	3,760	3,760	3,511	3,496	3,496	3,496
Reservas legales			2,789	3,694	4,339	4,415	4,415	4,415	4,415
Otras reservas			21,262	28,933	35,991	32,563	42,342	66,314	95,954
Resultados acumulados			-7,822	-7,927	-3,389	9,649	23,830	30,918	26,008
Total patrimonio neto			40,735	50,371	62,612	71,986	95,931	126,991	151,721
Total pasivo y patrimonio neto			86,016	82,740	112,774	114,907	161,539	207,450	209,670

Nota. Adaptado de "Información financiera: Bayer S.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 39. Estado de Situación Financiera de la Empresa José R. Lindley

Cuenta	Año -3 S/ 2003	Año -2 S/ 2004	Año -1 S/ 2005	Año 0 S/ 2006	Año 1 S/ 2007	Año 2 S/ 2008	Año 3 S/ 2009	Año 4 S/ 2010	Año 5 S/ 2011
Activo			0	0	0	0	0		
Activo corriente			0	0	0	0	0		
Efectivo y equivalentes al efectivo	4,914	191,648	21,764	17,496	30,424	21,439	35,442	42,345	357,355
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	27,193	44,296	43,142	38,695	38,858	46,571	71,770	96,717	152,770
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)	3,712	8,860	7,151	4,721	16,794	16,511	44,454	71,309	54,859
Otras cuentas por cobrar (neto)	17,090	11,178	42,151	37,269	13,450	19,041	33,182	63,451	41,082
Existencias (neto)	33,405	83,089	77,927	91,324	128,008	150,613	147,298	204,826	213,449
Activos no corrientes mantenidos para la venta			0	0	0	0	0	7,525	
Gastos contratados por anticipado	725	50,962	2,596	2,996	17,892	7,621	1,574	1,600	11,918
Total activo corriente	87,039	390,033	194,731	192,501	245,426	261,796	333,720	487,773	831,433
Activo no corriente									
Otras inversiones financieras	201	467	429	154	32				
Cuentas por cobrar comerciales	361		2,815						
Otras cuentas por cobrar		4,596		38,071	21,773	22,232	13,762	16,693	21,037
Inversiones inmobiliarias									106,578
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)	164,952	413,244	376,746	369,021	429,298	505,533	627,623	752,661	1'091,309
Activos intangibles (neto)	22,960	79,145	39,196	4,675	6,480	5,756	5,344	4,102	1,372
Activo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	21,310	19,703	23,182	23,653	21,790	26,549	24,307	4,463	
Crédito mercantil		345,463	305,555	305,555	305,555	305,555	305,555	305,555	305,555
Otros activos	10,851	16,601	20,218	27,782	766	1,706	1,621	1,992	2,425
Total activo no corriente	220,635	879,219	768,141	768,911	785,694	867,331	978,212	1'085,466	1'528,276
Total activo	307,674	1'269,252	962,872	961,412	1'031,120	1'129,127	1'311,932	1'573,239	2'359,709
Pasivo y patrimonio									
Pasivo corriente			0	0	0	0	0		
Sobregiros bancarios			1,656	0	0	0			
Obligaciones financieras	5,563	133,428	23,568	52,888	80,567	81,737	91,838	129,170	42,076
Cuentas por pagar comerciales	86,502	108,720	126,114	136,333	137,911	163,364	155,434	228,707	256,242
Otras cuentas por pagar a partes relacionadas (neto)		65,485	45,452	20,693	20,312	28,899	26,390	72,198	94,319
Impuesto a la renta y participaciones corrientes			0	0	3,850	17,754	26,567	11,894	13,874
Otras cuentas por pagar	11,089	131,321	76,964	50,010	55,919	80,205	103,826	114,875	156,613
Total pasivo corriente	103,154	438,954	273,754	259,924	298,559	371,959	404,055	556,844	563,124
Pasivo no corriente									
Obligaciones financieras	88,401	290,142	282,027	282,591	275,276	272,877	342,317	397,971	1,048,648
Cuentas por pagar comerciales						2,042	1,383		
Pasivo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	21,310	74,158	39,018	36,669	38,943	38,134	39,034	32,242	35,102
Otras Cuentas por pagar Ingresos diferidos (netos)		17,029							2,098
Total pasivo no corriente	109,711	381,329	321,045	319,260	314,219	313,053	382,734	430,213	1,085,848
Total pasivo	212,865	820,283	594,799	579,184	612,778	685,012	786,789	987,057	1,648,972
Patrimonio neto									
Capital	210,039	118,340	580,981	580,981	580,981	580,981	580,981	580,981	580,981
Acciones de inversión	21,207	11,954	71,966	71,966	71,966	71,966	71,966	71,966	71,966
Capital adicional		223,083	0	0	0	0			
Resultados no realizados			0	0	0	-4,905			
Reservas legales	112	118	4,335	4,450	4,450	4,450	4,450	4,450	4,450
Otras reservas			0	0	0	0	14,482	35,130	41,547
Resultados acumulados	-136,876	-114,047	-289,506	275,437	-239,353	-208,696	-147,272	-106,996	11,313
Intereses minoritarios	327	209,521	297	268	298	319	536	651	480
Total patrimonio neto	94,809	448,969	368,073	382,228	418,342	444,115	525,143	586,182	710,737
Total pasivo y patrimonio neto	307,674	1'269,252	962,872	961,412	1'031,120	1'129,127	1'311,932	1'573,239	2'359,709

Nota. Adaptado de "Información financiera: Corporación José R. Lindley S.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 40. Estado de Situación Financiera de la Empresa Milpo

Cuenta	Año -3 \$ 2005	Año -2 \$ 2006	Año -1 \$ 2007	Año 0 \$ 2008	Año 1 \$ 2009	Año 2 \$ 2010	Año 3 \$ 2011	Año 4 \$ 2012	Año 5 \$ 2013
Activo			0	0	0	0	0	0	
Activo corriente			0	0	0	0	0	0	
Efectivo y equivalentes al efectivo	33,798	51,231	53,311	51,927	113,512	170,156	198,227	113,699	342,406
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	8,202	23,439	30,438	15,808	54,228	67,828	74,660	94,020	118,346
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)			0	10,975	48,052	49,128			
Otras cuentas por cobrar (neto)	1,310	11,433	8,435	85,782	2,673	0	33,776	55,658	43,576
Existencias (neto)	13,770	18,768	22,564	47,464	40,177	46,563	62,556	66,988	64,576
Gastos contratados por anticipado	5,742	692	514	5,918	2,921	4,182	1,917	3,298	10,196
Total activo corriente	62,823	105,563	115,262	217,874	261,563	337,857	371,136	333,663	579,100
Activo no corriente									
Inversiones financieras		1,855	1,834	6,829	455	2,897	0	0	
Activos financieros disponibles para la venta			0	0	0	0	83	19	19
Otras cuentas por cobrar	259		573	0	6,198	1,579	1,236	0	
Activos biológicos	1,499		0	0	12,914	12,914	6,972	0	
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)	82,959	100,947	210,771	482,128	392,932	414,652	403,639	513,997	452,346
Activos intangibles (neto)	55,954	98,372	83,790	197,465	182,980	184,057	170,749	164,783	156,971
Activo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	519	2,751	8,716	16,844	2,926	3,480	19,555	20,688	22,840
Crédito mercantil			0	101,756					
Otros activos	2,431		0	0					
Total activo no corriente	143,622	203,925	305,684	805,022	598,405	619,579	602,234	699,487	632,176
Total activo	206,445	309,488	420,946	1'022,896	859,968	957,436	973,370	1'033,150	1'211,276
Pasivo y patrimonio									
Pasivo corriente									
Sobregiros bancarios			407	2,078					
Obligaciones financieras		1,894	5,135	170,250	47,202	41,638	87,313	101,482	20,545
Cuentas por pagar comerciales	11,407	17,046	37,498	75,676	55,154	47,590	81,127	91,973	97,686
Otras cuentas por pagar a partes relacionadas (neto)			0	0	123	0			
Impuesto a la renta y participaciones corrientes		23,413	0	0	9,709	21,759			8,471
Otras cuentas por pagar	39,472	22,289	43,509	83,151	43,426	45,268	33,512	39,808	30,055
Provisiones					3,160	3,464	35,312	34,499	21,020
Pasivos mantenidos para la venta			0	0	19,643	33,413	11,131	13,246	13,785
Total pasivo corriente	50,879	64,642	86,549	331,155	178,417	193,132	248,395	281,008	191,562
Pasivo no corriente									
Obligaciones financieras	40,549	1,428	12,844	210,525	150,665	90,754	144,186	148,045	356,926
Pasivo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	3,887	5,134	6,191	11,030	0	0			
Otras cuentas por pagar		8,267							
Provisiones			10,704	28,857	39,463	60,643	82,388	105,759	98,610
Ingresos diferidos (netos)			0	1,442	0	0	2,776	1,621	1,100
Total pasivo no corriente	44,435	14,829	29,739	251,854	190,128	151,397	229,350	255,425	456,636
Total pasivo	95,314	79,471	116,288	583,009	368,545	344,529	477,745	536,433	648,198
Patrimonio neto									
Capital	100,720	124,553	193,938	262,273	285,247	327,460	347,233	347,233	347,024
Acciones de inversión	1,871		3,216	4,228	4,501	5,128	5,686	3,296	3,296
Resultados no realizados	-13,258								
Reservas legales	8,460	18,006	27,757	30,838	0	0	0	0	
Otras reservas	6,663	29	2,572	2,572	74,352	87,317	63,285	65,291	65,291
Resultados acumulados	6,554	83,464	77,175	25,927	66,466	126,107	33,904	38,539	111,180
Intereses minoritarios		3,965	0	114,049	60,857	66,895	45,517	42,358	36,287
Total patrimonio neto	111,011	230,017	304,658	439,887	491,423	612,907	495,625	496,717	563,078
Total pasivo y patrimonio neto	206,325	309,488	420,946	1'022,896	859,968	957,436	973,370	1'033,150	1'211,276

Nota. Adaptado de "Información financiera: Compañía. Minera Milpo S.A.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 41. Estado de Situación Financiera de la Empresa Quimpac

Cuenta	Año -3 S/ 2003	Año -2 S/ 2004	Año -1 S/ 2005	Año 0 S/ 2006	Año 1 S/ 2007	Año 2 S/ 2008	Año 3 S/ 2009	Año 4 S/ 2010	Año 5 S/ 2011
Activo			0	0	0	0	0	0	
Activo corriente			0	0	0	0	0	0	
Efectivo y equivalentes al efectivo	21,093	21,610	27,143	35,550	27,813	144,195	76,438	84,346	64,227
Inversiones financieras				848	365				
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	52,310	43,357	80,952	127,307	76,085	112,050	82,224	88,288	118,427
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)	41,102	50,804		14,090	0				
Otras cuentas por cobrar (neto)	24,171	14,446	20,385	8,113	13,236	7,006	7,911	6,271	12,174
Existencias (neto)	67,730	70,432	73,416	48,170	62,816	122,362	69,738	73,313	102,980
Activos no corrientes mantenidos para la venta									4,603
Gastos contratados por anticipado	3,339	3,382	3,703	3,547	1,682	2,704	15,073	2,761	6,436
Total activo corriente	209,745	204,031	205,599	237,625	181,997	388,317	251,384	254,979	308,847
Activo no corriente									
Inversiones financieras			19,919				215,533	224,491	9,514
Inversiones al método de participación									5,245
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)	287,624	305,493	306,556	419,678	442,092	440,925	421,003	439,128	845,441
Activos intangibles (neto)	5,853	6,469	7,744	11,846	9,707	9,555	10,294	8,514	12,244
Crédito mercantil	27,108	24,691	22,242	24,691	24,692	24,691	24,692	24,692	28,107
Total activo no corriente	320,585	336,653	356,461	456,215	476,491	475,171	671,522	696,825	900,551
Total activo	530,330	540,684	562,060	693,840	658,488	863,488	922,906	951,804	1'209,398
Pasivo y patrimonio									
Pasivo corriente			0	0	0	0	0	0	
Sobregiros bancarios	1	192	210	206	2	0			
Obligaciones financieras	36,212	30,216	30,965	96,368	54,885	98,926	60,191	53,115	54,787
Cuentas por pagar comerciales	66,344	61,911	63,862	65,728	40,891	61,675	43,758	45,947	83,748
Impuesto a la renta y participaciones corrientes				12,156	26,730	77,701	75,169	40,148	
Otras cuentas por pagar	39,661	54,644	52,258	27,856	25,713	21,111	24,207	52,070	74,802
Pasivos mantenidos para la Venta	36,120	24,218	33,294						
Total pasivo corriente	178,338	171,181	180,589	202,314	148,221	259,413	203,325	191,280	213,337
Pasivo no corriente									
Obligaciones financieras	103,646	110,923	111,130	148,039	142,064	130,037	162,221	246,316	345,528
Cuentas por pagar a partes relacionadas							84,685		
Pasivo por impuesto a la renta y Participaciones diferidos	38,436	34,155	30,443	43,614	41,225	36,428	34,012	31,776	114,183
Otras cuentas por pagar									2,104
Total pasivo no corriente	142,082	145,078	141,573	191,653	183,289	166,465	280,918	278,092	461,815
Total pasivo	320,420	316,259	322,162	393,967	331,510	425,878	484,243	469,372	675,152
Patrimonio neto									
Capital	164,531	173,754	178,922	189,982	203,937	232,726	300,949	318,688	160,155
Acciones de inversión	22,066	23,306	23,999	31,641	33,965	38,760	50,122	53,076	26,673
Resultados no realizados	15,575	13,674	11,911	11,971	13,492	6,154	4,235		
Reservas legales	8,888	10,311	11,649	15,253	19,235	24,928	26,097		
Otras reservas						2,271	3,785	40,071	79,613
Resultados acumulados	-7,686	-3,789	6,567	37,484	41,345	118,253	40,873	59,437	245,818
Intereses minoritarios	6,536	7,169	6,850	13,542	15,004	14,518	12,602	11,160	21,987
Total patrimonio neto	209,910	224,425	239,898	299,873	326,978	437,610	438,663	482,432	534,246
Total pasivo y patrimonio neto	530,330	540,684	562,060	693,840	658,488	863,488	922,906	951,804	1'209,398

Nota. Adaptado de "Información financiera: Quimpac S.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 42. Estado de Situación Financiera de la Empresa Alicorp

Cuenta	Año -3 S/ 2004	Año -2 S/ 2005	Año -1 S/ 2006	Año 0 S/ 2007	Año 1 S/ 2008	Año 2 S/ 2009	Año 3 S/ 2010	Año 4 S/ 2011	Año 5 S/ 2012
Activo			0	0	0	0	0	0	
Activo corriente			0	0	0	0	0	0	
Efectivo y equivalentes al efectivo	5,420	11,069	17,016	29,152	54,687	115,684	125,764	110,584	496,070
Inversiones financieras		3,288	1,616	0	53,876	4,110	9,608	409	4,108
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	258,608	253,450	290,717	374,582	434,102	405,659	415,038	435,599	751,086
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)	30,391	12,663	4,671	4,729	4,136	3,896	226	246	649
Otras cuentas por cobrar (neto)	101,700	98,822	80,257	78,927	123,299	84,023	94,901	137,897	115,020
Existencias (neto)	230,731	273,645	382,682	546,356	656,119	474,298	623,897	735,276	755,224
Activos no corrientes mantenidos para la venta			15,246	0	6,258	6,483	6,696	21,834	9,473
Gastos contratados por anticipado	14,687	16,572	12,604	13,744	20,113	14,808	8,322	11,606	103,034
Total activo corriente	641,537	669,509	804,809	1'047,490	1'352,590	1'108,961	1'284,452	1'453,451	2'234,664
Activo no corriente									
Inversiones financieras			97,297	148,544	124,308	160,653	186,863	159,317	196,865
Inversiones al método de participación							32,284	40,681	35,471
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)	3,235	1,637							
Otras cuentas por cobrar				0	1,053	840	671	2,463	637
Inversiones inmobiliarias	59,216	73,971							
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)	833,082	793,626	878,177	892,830	992,694	1'057,279	1'047,927	1'147,827	1'326,827
Activos intangibles (neto)	28,475	99,069	91,415	86,686	76,840	85,150	93,603	85,875	102,435
Activo por impuesto a la renta y participaciones diferidos		1,301	1,255						34,224
Crédito mercantil	105,766	105,766	136,460	154,417	277,131	229,719	237,059	294,114	352,968
Otros activos	91,131	72,261	55,071	28,140	9,101	9,043	10,503		
Total activo no corriente	1'120,905	1'147,631	1'259,675	1'310,617	1'481,127	1'542,684	1'608,910	1'730,277	2'049,427
Total activo	1'762,442	1'817,140	2'064,484	2'358,107	2'833,717	2'651,645	2'893,362	3'183,728	4'284,091
Pasivo y patrimonio									
Pasivo corriente			0	0	0	0	0	0	
Sobregiros bancarios	5,695	6,073	2,061	12,155	3,165	6,825			
Obligaciones financieras	177,041	204,417	365,148	475,049	665,973	272,128	215,225	77,040	581,086
Cuentas por pagar comerciales	199,026	152,097	184,379	236,540	351,002	296,629	339,236	456,439	531,729
Otras cuentas por pagar a partes relacionadas (neto)	929	1,083	21,163	5,108	7,084	6,135	2,416	2,447	992
Impuesto a la renta y participaciones corrientes			19,473	52,396	23,161	94,033	42,589	105,532	103,379
Otras cuentas por pagar	86,407	136,243	17,258	6,958	16,231	35,636	73,493	56,926	44,583
Provisiones			27,612	46,763	68,106	67,552	80,878	9,438	8,869
Total pasivo corriente	469,098	499,913	637,094	834,969	1'134,722	778,938	753,837	707,822	1'270,638
Pasivo no corriente									
Obligaciones financieras	280,831	223,991	200,387	136,708	289,759	322,439	347,371	434,273	747,667
Pasivo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	52,991	54,234	90,372	78,569	76,632	80,062	91,344	111,078	155,798
Ingresos diferidos (netos)	1,087	943	635	1,776	4,866	3,743	1,742	1,223	1,105
Total pasivo no corriente	334,909	279,168	291,394	217,053	371,257	406,244	440,457	546,574	904,570
Total pasivo	804,007	779,081	928,488	1'052,022	1'505,979	1'185,182	1'194,294	1'254,396	2'175,208
Patrimonio neto									
Capital	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192
Acciones de inversión	7,389	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388
Resultados no realizados		-83,367	-9,076	38,937	20,245	149,255	199,462	103,568	88,206
Reservas legales		6,679	14,152	25,366	37,468	46,226	68,526	97,091	129,342
Otras reservas	24	24	24	24	24	24			
Resultados acumulados	66,624	222,937	276,249	387,084	415,361	416,327	576,456	872,738	1'029,995
Diferencias de conversión	37,206	37,206							
Intereses minoritarios			67	94	60	51	44	1,355	6,760
Total patrimonio neto	958,435	1'038,059	1,135,996	1'306,085	1'327,738	1'466,463	1'699,068	1'929,332	2'108,883
Total pasivo y patrimonio neto	14'762,442	1'817,140	2'064,484	2'358,107	2'833,717	2'651,645	2'893,362	3'183,728	4'284,091

Nota. Adaptado de "Información financiera: Alicorp S.A.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 43. Estado de Situación Financiera de la Empresa Volcan

Cuenta	Año -3 S/ 2001	Año -2 S/ 2002	Año -1 S/ 2003	Año 0 S/ 2004	Año 1 S/ 2005	Año 2 S/ 2006	Año 3 S/ 2007	Año 4 S/ 2008	Año 5 S/ 2009
Activo									
Activo corriente			0	0	0	0	0	0	
Efectivo y equivalentes al efectivo	10,003	3,039	23,373	52,751	47,643	358,123	429,044	579,244	359,594
Inversiones financieras	58	243							
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	88,757	70,547	49,733	67,900	96,075	339,088	342,560	133,109	288,820
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)	19,681	2,509	2,475	2,354	2,458				
Otras cuentas por cobrar (neto)			18,562			29,091	149,046	837,253	146,162
Existencias (neto)	86,414	44,016	43,531	101,304	75,172	107,820	150,378	254,150	214,007
Gastos contratados por anticipado	23,669	10,697	8,921	16,462	41,480	9,731	17,889	16,391	11,431
Total activo corriente	228,582	131,051	146,595	240,771	262,828	843,853	1'088,917	1'820,147	1'020,013
Activo no corriente									
Inversiones financieras	64,954	66,401					11,642	15,798	54,933
Cuentas por cobrar comerciales	1,376			11,598	11,495	11,495			
Otras cuentas por cobrar			2,583				96,818	9,405	14,850
Inversiones inmobiliarias			1,772	1,859	1,868	1,905			
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)	352,943	375,051	398,113	481,618	514,344	662,449	779,987	1'040,207	992,412
Activos intangibles (neto)	867,024	918,320	988,789	1'043,549	1'049,496	1'123,028	1'122,972	1'580,079	1'604,498
Activo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	24,720	42,118	67,935	38,577	32,467				25,267
Otros activos			3,623	5,592	13,120				7,951
Total activo no corriente	1'311,017	1'401,890	1'462,815	1'582,793	1'622,790	1'798,877	2'011,420	2'645,489	2'699,910
Total activo	1'539,599	1'532,941	1'609,410	1'823,564	1'885,618	2'642,730	3'100,337	4'465,636	3'719,923
Pasivo y patrimonio									
Pasivo corriente									
Sobregiros bancarios	139,282	78,693	18,239	32,877	32,263			678	
Obligaciones financieras	97,927	88,741	71,138	68,954	61,436	67,776	4,662	105,140	140,717
Cuentas por pagar comerciales	81,467	96,991	68,396	123,985	132,098	121,743	181,936	237,748	181,248
Otras cuentas por pagar a partes relacionadas (neto)	1,723		149						
Impuesto a la renta y participaciones corrientes						299,323	312,481	265,949	278,207
Otras cuentas por pagar	99,160	87,189	228,796	180,296	253,106	76,896	32,871		
Total pasivo corriente	419,559	351,614	386,718	406,112	478,903	565,738	531,950	609,515	600,172
Pasivo no corriente									
Obligaciones financieras	296,498	357,975	397,120	474,728	378,833	152,497	6,602	529,464	104,076
Pasivo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	105,799	121,127	147,389	160,635	170,995	180,010	217,263	455,231	336,186
Provisiones		16,565					28,742	83,901	91,523
Ingresos diferidos (netos)	3,269	2,684	2,088						
Total pasivo no corriente	405,566	498,351	546,597	635,363	549,828	332,507	252,607	1,068,595	531,785
Total pasivo	825,125	849,965	933,315	1'041,475	1'028,731	898,245	784,557	1'678,110	1'131,957
Patrimonio neto									
Capital	715,831	728,125	663,374	695,879	741,607	888,766	972,577	1'500,590	1'792,082
Acciones de inversión	1,221	1,288	1,075	1,128	1,193	1,385	1,623		
Resultados no realizados							175,236	327,395	-9,063
Reservas legales	7,012	7,131	4,850	5,088	1,150	39,691	51,641	140,468	167,505
Otras reservas					1,454	10,864	58,129	155,854	78,930
Resultados acumulados	-9,590	-53,568	6,796	79,994	111,483	803,779	1'058,648	667,489	562,378
Total patrimonio neto	714,474	682,976	676,095	782,089	856,887	1'744,485	2'317,853	2'791,796	2'591,831
Total pasivo y patrimonio neto	1'539,599	1'532,941	1'609,410	1'823,564	1'885,618	2'642,730	3'102,410	4'469,906	3'723,787

Nota. Adaptado de "Información financiera: Volcan Cía. Minera S.A.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 44. Estado de Situación Financiera de la Empresa Laive

Cuenta	Año -3 S/ 2009	Año -2 S/ 2010	Año -1 S/ 2011	Año 0 S/ 2012	Año 1 S/ 2013	Año 2 S/ 2014	Año 3 S/ 2015	Año 4 S/ 2016	Año 5 S/ 2017
Activo									
Activo corriente									
Efectivo y equivalentes al efectivo	1,550	119	3,089	962	2,020	2,745	2,177	1,673	4,454
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	45,199	43,221	48,648	50,977	47,564	51,146	51,799	53,481	58,571
Otras cuentas por cobrar (neto)	1,744	1,703	3,023	2,090	3,637	5,059	5,339	4,022	3,878
Existencias (neto)	34,499	41,415	45,725	54,028	66,674	72,239	97,225	109,149	96,524
Gastos contratados por anticipado	3,878	6,232	4,184	2,944	1,754	1,737	2,031	1,510	532
Total activo corriente	86,870	92,690	104,669	111,001	121,649	132,926	158,571	169,835	163,959
Activo no corriente									
Inversiones financieras	4	4	5	0	796	796	796	686	22
Cuentas por cobrar comerciales			1,914	2,550	1,856	1,302	643	163	33
Otras cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto)			227	166	38	96			
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto)	78,571	114,756	133,075	138,881	144,578	155,440	206,211	211,064	210,235
Activos intangibles (neto)	1,448	1,003	1,097						
Crédito mercantil			7,327	7,996	8,269	8,366	8,402	8,792	9,895
Total activo no corriente	80,023	115,763	143,645	149,593	155,537	166,000	216,052	220,705	220,185
Total activo	166,893	208,453	248,314	260,594	277,186	298,926	374,623	390,540	384,144
Pasivo y patrimonio									
Pasivo corriente									
Sobregiros bancarios	1,593								
Obligaciones financieras	19,562	24,151	28,973	27,211	14,737	16,090	18,931	23,340	14,443
Cuentas por pagar comerciales	30,546	40,035	49,011	53,331	61,256	70,652	97,152	105,159	89,359
Otras cuentas por pagar a partes relacionadas (neto)	95	125	186	1,796	1,720	1,662	1,659	1,567	2,886
Impuesto a la renta y participaciones corrientes	814	665	1,193	1,085					1,647
Otras cuentas por pagar	4,621	4,480	1,480	1,942	1,810	1,744	1,491	2,886	4,235
Provisiones			3,384	3,968	4,291	4,552	4,183	6,346	5,879
Total pasivo corriente	57,231	69,456	84,227	89,333	83,814	94,700	123,416	139,298	118,449
Pasivo no corriente									
Obligaciones financieras	14,927	16,616	22,662	18,217	32,215	33,341	43,232	34,995	31,599
Cuentas por pagar comerciales	332								
Pasivo por impuesto a la renta y participaciones diferidos	7,365	13,699	17,225	18,363	18,742	16,919	25,005	28,262	27,646
Otras cuentas por pagar									1,314
Provisiones			1,264	1,264	1,264	1,264	1,606	2,064	2,188
Total pasivo no corriente	22,624	30,315	41,151	37,844	52,221	51,524	69,843	65,321	62,747
Total pasivo	79,855	99,771	125,378	127,177	136,035	146,224	193,259	204,619	181,196
Patrimonio neto									
Capital	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426
Acciones de inversión	186	186	186	164	164	186	186	186	186
Reservas legales	3,026	3,468	4,368	5,558	6,697	8,055	8,961	9,928	11,923
Otras reservas		17,287	24,305	24,305	24,305	25,694	49,922	47,376	47,376
Resultados acumulados	11,400	15,315	21,651	30,964	37,559	46,341	49,869	56,005	71,037
Total patrimonio neto	87,038	108,682	122,936	133,417	141,151	152,702	181,364	185,921	202,948
Total pasivo y patrimonio neto	166,893	208,453	248,314	260,594	277,186	298,926	374,623	390,540	384,144

Nota. Adaptado de "Información financiera: Laive S.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Apéndice B: Estado de Resultados

Tabla 45. Estado de Resultados de la Empresa Buenaventura

Cuenta	Año -3 \$ 2004	Año -2 \$ 2005	Año -1 \$ 2006	Año 0 \$ 2007	Año 1 \$ 2008	Año 2 \$ 2009	Año 3 \$ 2010	Año 4 \$ 2011	Año 5 \$ 2012
Ingresos operacionales			0	0	0	0	0		
Ventas netas (ingresos operacionales)	276,795	272,980	548,072	747,021	766,603	819,357	1'047,885	1'493,882	1'563,527
Otros ingresos operacionales	39,271	71,435	98,800	39,407	48,760	62,150	55,883	62,742	
Total de ingresos brutos	316,066	344,416	646,872	786,428	815,363	881,507	1'103,768	1'556,624	1'563,527
Costo de ventas (operacionales)	-159,877	-172,124	-226,417	-269,385	-371,800	-422,527	-503,975	-712,161	-943,220
Total costos operacionales	-159,877	-172,124	-226,417	-269,385	-371,800	-422,527	-503,975	-712,161	-943,220
Utilidad bruta	156,190	172,292	420,455	517,043	443,563	458,980	599,793	844,463	620,307
Gastos de ventas	-15,051	-16,384	-30,348	-44,796	-51,080	-49,693	-61,645	-11,617	-18,090
Gastos de administración	-50,307	-59,879	-72,829	-105,612	-90,138	-118,765	-128,711	-75,170	-99,295
Ganancia (pérdida) por venta de activos	-880		0		2,127	601	-2,447		
Otros ingresos			1,855	15,789	22,790	25,575	70,057	144,994	96,827
Otros gastos			-21,357	-210,397	-467,952	-26,948	-28,547	-198,295	-181,515
Utilidad operativa	89,952	96,029	297,776	172,027	-140,690	289,750	448,500	704,375	418,234
Ingresos financieros	3,697	3,827	7,949	22,088	17,851	7,574	8,203	11,827	9,486
Gastos financieros	-2,290	-1,690	-11,117	-8,614	-46,132	-15,090	-13,021	-11,823	-8,290
Participación en los resultados de partes relacionadas por el método de participación	175,459	253,788	313,168	249,555	340,929	451,306	428,742	467,688	465,954
Ganancia (pérdida) por instrumentos financieros	3,066	-25,611	-13,268	0	0	0	0		
Derivados									
Otros ingresos	1,734	2,071							
Otros gastos	-10,601	-7,407							
Resultado por exposición a la inflación	-6,850	-3,036							
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta	254,166	317,972	594,508	435,056	171,958	733,540	872,424	1'172,067	885,384
Participación de los trabajadores	-5,593	-2,498	-14,271	-19,931	4,725	-12,592	-28,724		
Impuesto a la renta	-31,078	-21,978	-64,033	-43,975	26,645	-64,340	-116,327	-211,589	-142,594
Utilidad (pérdida) neta del ejercicio	217,496	293,496	516,204	371,150	203,328	656,608	727,373	960,478	742,790

Nota. Adaptado de "Información financiera: Cía. de Minas Buenaventura S.A.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 46. Estado de Resultados de la Empresa Bayer

Cuenta	Año -3 2001	Año -2 2002	Año -1 S/ 2003	Año 0 S/ 2004	Año 1 S/ 2005	Año 2 S/ 2006	Año 3 S/ 2007	Año 4 S/ 2008	Año 5 S/ 2009
Ingresos operacionales	0	0	0	0	0	0	0		
Ventas netas (ingresos operacionales)			157,848	161,559	185,217	203,333	257,276	305,431	321,872
Otros ingresos operacionales			1,864	1,629	1,546	1,491	1,857	2,005	844
Total de ingresos brutos			159,712	163,188	186,763	204,824	259,133	307,436	322,716
Costo de ventas (operacionales)			-103,322	-101,492	-107,984	-126,833	-154,869	-165,328	-192,695
Total costos operacionales			-103,322	-101,492	-107,984	-126,833	-154,869	-165,328	-192,695
Utilidad bruta			56,390	61,696	78,779	77,991	104,264	142,108	130,021
Gastos de ventas			-38,124	-36,906	-52,201	-53,333	-61,753	-77,611	-89,045
Gastos de administración			-9,503	-8,920	-10,464	-10,349	-12,192	-13,031	-6,404
Otros ingresos						11,556	13,302	6,591	14,111
Otros gastos						-6,328	-3,922	-3,977	-3,465
Utilidad operativa			8,763	15,870	16,114	19,537	39,699	54,080	45,218
Ingresos financieros			558	393	2,696	4,095	6,017	13,826	10,775
Gastos financieros			-898	-1,398	-1,492	-6,990	-7,387	-18,489	-12,333
Otros ingresos			8,621	4,991	8,586				
Otros gastos			-4,846	-3,145	-5,733				
Resultado por exposición a la inflación			-188	-2,560					
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta			12,010	14,151	20,171	16,642	38,329	49,417	43,660
Participación de los trabajadores			-1,143	-1,328	-1,634	-1,485	-3,167	-3,884	-3,634
Impuesto a la renta			-3,504	-5,153	-6,331	-5,508	-11,332	-14,615	-14,018
Utilidad (pérdida) neta del ejercicio			7,363	7,670	12,206	9,649	23,830	30,918	26,008

Nota. Adaptado de "Información financiera: Bayer S.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 47. Estado de Resultados de la Empresa Lindley

Cuenta	Año -3 S/ 2003	Año -2 S/ 2004	Año -1 S/ 2005	Año 0 S/ 2006	Año 1 S/ 2007	Año 2 S/ 2008	Año 3 S/ 2009	Año 4 S/ 2010	Año 5 S/ 2011
Ingresos operacionales			0	0	0	0	0		
Ventas netas (ingresos operacionales)	293,620	682,767	777,431	930,519	1,056,094	1,258,422	1,428,780	1,538,049	1,767,812
Otros ingresos operacionales			0	0	0	0		69,177	
Total de ingresos brutos	293,620	682,767	777,431	930,519	1,056,094	1,258,422	1,428,780	1,607,226	1,767,812
Costo de ventas (operacionales)	-212,817	-495,728	-569,130	-700,917	-758,547	-860,204	-980,259	-1,089,591	-
Total costos operacionales	-212,817	-495,728	-569,130	-700,917	-758,547	-860,204	-980,259	-1,089,591	-
Utilidad bruta	80,803	187,039	208,301	229,602	297,547	398,218	448,521	517,635	497,160
Gastos de ventas	-44,212	-144,115	-137,025	-140,046	-166,233	-204,017	-230,921	-257,268	-302,184
Gastos de administración	-31,656	-79,822	-80,267	-44,611	-42,319	-50,478	-58,712	-65,516	-65,474
Otros ingresos				55,749	0		55,276		66,474
Otros gastos				-75,118	-17,216	-24,725	-81,989	-94,424	-79,775
Utilidad operativa	4,935	-36,898	-8,991	25,576	71,779	118,998	132,175	100,427	116,201
Ingresos financieros	238			30,421	28,655	36,046	44,665	25,943	59,919
Gastos financieros	-13,574	-9,875	-55,845	-38,013	-39,947	-75,483	-52,549	-56,422	-106,834
Ganancia (pérdida) por instrumentos financieros derivados		-22,243	4,273	-6,764	-3,612	-9,714	-627		-2,352
Otros ingresos	3,946								
Otros gastos	-8,724	-50,912	-41,110						
Resultado por exposición a la inflación	3,564	18,075							
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta	-9,615	-101,853	-101,673	11,220	56,875	69,847	123,664	69,948	66,934
Participación de los trabajadores	228	491	7,622	762	-5,611	-10,586	-16,763		
Impuesto a la renta	617	996	19,731	2,058	-15,150	-28,583	-45,260	-32,290	-21,222
Utilidad (pérdida) neta del ejercicio	-8,770	-100,366	-74,320	14,040	36,114	30,678	61,641	37,658	45,712

Nota. Adaptado de “Información financiera: Corporación José R. Lindley S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 48. Estado de Resultados de la Empresa Milpo

Cuenta	Año -3 \$ 2005	Año -2 \$ 2006	Año -1 \$ 2007	Año 0 \$ 2008	Año 1 \$ 2009	Año 2 \$ 2010	Año 3 \$ 2011	Año 4 \$ 2012	Año 5 \$ 2013
Ingresos operacionales			0	0	0	0			
Ventas netas (ingresos operacionales)	118,519	279,961	312,191	308,384	400,922	586,351	737,889	690,974	720,164
Total de ingresos brutos	118,519	279,961	312,191	308,384	400,922	586,351	737,889	690,974	720,164
Costo de ventas (operacionales)	-53,364	-86,414	-138,189	-188,117	-212,972	-249,666	-422,057	-451,029	-442,482
Otros costos operacionales	-4,144	-7,173	-16,544	-37,656					
Total costos operacionales	-57,509	-93,587	-154,733	-225,773	-212,972	-249,666	-422,057	-451,029	-442,482
Utilidad bruta	61,010	186,374	157,458	82,611	187,950	336,685	315,832	239,945	277,682
Gastos de ventas	-5,700	-6,501	-8,896	-19,783	-21,375	-19,587	-20,613	-23,321	-24,694
Gastos de administración	-4,920	-6,867	-9,850	-16,853	-18,007	-20,366	-32,612	-41,759	-36,492
Ganancia (pérdida) por venta de activos			0	0	-41,944	-70,167	0	0	
Otros ingresos			0	0	340	276	0	0	24,891
Otros gastos		-8,769	-6,126	-3,705	-3,839	-16,174	-56,701	-110,191	-100,604
Utilidad operativa	50,390	164,237	132,586	42,270	103,125	210,667	205,906	64,674	140,783
Ingresos financieros	746	1,199	848	2,734	859	1,276	1,780	2,300	2,587
Gastos financieros	-3,382	-4,046	-2,540	-8,208	-25,175	-11,664	-8,888	-9,335	-17,786
Ganancia (pérdida) por instrumentos financieros derivados	-17,063	-28,611	-1,115	0	0	0	0	0	
Otros ingresos	1,024			0	0	0	0	0	
Otros gastos	-498								
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta	31,217	132,779	129,779	36,796	78,809	200,279	198,798	57,639	125,584
Participación de los trabajadores	-3,423	-11,302	-10,362	-6,958					
Impuesto a la renta	-7,982	-25,207	-25,063	-15,153	-32,787	-58,367	-58,834	-40,041	-59,914
Utilidad (pérdida) neta del ejercicio	19,812	96,270	94,354	14,685	46,022	141,912	139,964	17,598	65,670

Nota. Adaptado de “Información financiera: Compañía. Minera Milpo S.A.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 49. Estado de Resultados de la Empresa Quimpac

Cuenta	Año -3 S/ 2003	Año -2 S/ 2004	Año -1 S/ 2005	Año 0 S/ 2006	Año 1 S/ 2007	Año 2 S/ 2008	Año 3 S/ 2009	Año 4 S/ 2010	Año 5 S/ 2011
Ingresos operacionales			0	0	0	0			
Ventas Netas (ingresos operacionales)	342,303	354,329	406,042	537,568	461,542	706,100	514,867	515,719	698,979
Total de ingresos brutos	342,303	354,329	406,042	537,568	461,542	706,100	514,867	515,719	698,979
Costo de ventas (operacionales)	-261,180	-280,749	-289,200	-379,127	-280,071	-300,942	-342,383	-310,737	-424,231
Total costos operacionales	-261,180	-280,749	-289,200	-379,127	-280,071	-300,942	-342,383	-310,737	-424,231
Utilidad bruta	81,123	73,580	116,842	158,441	181,471	405,158	172,484	204,982	274,748
Gastos de ventas	-19,351	-18,787	-21,282	-35,617	-40,464	-55,272	-52,552	-56,537	-51,342
Gastos de administración	-25,571	-25,610	-28,860	-41,695	-37,054	-42,249	-46,074	-45,435	-63,734
Otros ingresos				13,807	9,370	4,464	6,021	3,928	3,414
Otros gastos				-5,160	-1,485	-3,647	-1,084		-2,476
Utilidad operativa	36,201	29,183	66,700	89,776	111,838	308,454	78,795	106,938	160,610
Ingresos financieros	2,689	2,587	20,829	43,341	19,683	40,140	44,046	10,188	1,487
Gastos financieros	-13,079	-13,255	-39,926	-57,877	-31,814	-55,687	-57,306	-9,258	-18,754
Participación en los resultados de partes relacionadas por el método de participación			1,461	-2,034	-573	821	1,960	7,761	1,841
Otros ingresos	4,772	2,938	883						
Otros gastos	-5,465	-6,252	-5,364						
Resultado por exposición a la inflación	4,868	14,153	0						
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta	29,986	29,354	44,583	73,206	99,134	293,728	67,495	115,629	145,184
Participación de los trabajadores	-4,316	-3,982	-5,335	-7,000	-8,024	-27,343	-6,651	0	0
Impuesto a la renta	-10,448	-10,855	-14,407	-24,355	-31,339	-82,740	-22,249	-36,697	-49,727
Ingreso (gasto) neto de operaciones en discontinuación									2,111
Utilidad (pérdida) neta del ejercicio	15,222	14,517	24,841	41,851	59,771	183,645	38,595	78,932	97,568

Nota. Adaptado de "Información financiera: Quimpac S.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 50. Estado de Resultados de la Empresa Alicorp

Cuenta	Año -3 S/ 2004	Año -2 S/ 2005	Año -1 S/ 2006	Año 0 S/ 2007	Año 1 S/ 2008	Año 2 S/ 2009	Año 3 S/ 2010	Año 4 S/ 2011	Año 5 S/ 2012
Ingresos operacionales			0	0	0	0			
Ventas Netas (ingresos operacionales)	1,874,393	1,887,100	2,110,139	2,805,027	3,665,541	3,703,115	3,752,168	4,255,668	4,473,717
Total de ingresos brutos	1,874,393	1,887,100	2,110,139	2,805,027	3,665,541	3,703,115	3,752,168	4,255,668	4,473,717
Costo de ventas (operacionales)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	1,423,193	1,387,664	1,565,794	2,068,153	2,804,756	2,564,226	2,534,518	3,082,625	3,254,369
Total costos operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	1,423,193	1,387,664	1,565,794	2,068,153	2,804,756	2,564,226	2,534,518	3,082,625	3,254,369
Utilidad bruta	451,200	499,436	544,345	736,874	860,785	1,138,889	1,217,650	1,173,043	1,219,348
Gastos de ventas	-215,983	-213,069	-273,723	-353,966	-454,295	-516,245	-506,294	-460,989	-495,350
Gastos de administración	-104,441	-86,161	-90,392	-106,405	-125,957	-156,320	-181,091	-207,169	-242,706
Ganancia (pérdida) por venta de activos			-1,252	-1,987	303	964	6,153	2,758	1,429
Otros ingresos			14,455				0	20,300	5,937
Otros gastos				-2,951	-25,836	-21,825	-67,037	-39,396	
Utilidad operativa	130,776	200,206	193,433	271,565	255,000	445,463	469,381	488,547	488,658
Ingresos financieros	6,915					686	-14,446	8,006	12,003
Gastos financieros	-40,111	-41,193	-7,863	-6,286	-104,851			-39,875	-45,235
Participación en los resultados de partes relacionadas por el método de participación	267	101	990	175	3,136	-3,820	-2,658	1,135	-636
Ganancia (pérdida) por instrumentos financieros derivados	-2,505	-175	-9,666	-3,402	22,507	-48,598	-2,766	-7,957	5,201
Otros gastos	-26,668	-20,346							
Resultado por exposición a la inflación	31,431								
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta	100,105	138,593	176,894	262,052	175,792	393,731	449,511	449,856	459,991
Participación de los trabajadores	0	-14,368	-17,552	-28,557	-26,188	-46,183			
Impuesto a la renta	1,486	-38,760	-47,450	-77,415	-71,152	-127,710	-165,268	-141,563	-167,415
Ingreso (gasto) neto de operaciones en discontinuación				-34,093	4,179	891	4,797	22,378	58,814
Utilidad (perdida) neta del ejercicio	101,591	85,465	111,892	121,987	82,631	220,729	289,040	330,671	351,390

Nota. Adaptado de "Información financiera: Alicorp S.A.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 51. Estado de Resultados de la Empresa Volcan

Cuenta	Año -3 S/ 2001	Año -2 S/ 2002	Año -1 S/ 2003	Año 0 S/ 2004	Año 1 S/ 2005	Año 2 S/ 2006	Año 3 S/ 2007	Año 4 S/ 2008	Año 5 S/ 2009
Ingresos operacionales									
Ventas netas (ingresos operacionales)	542,529	526,548	550,575	777,090	1'043,379	2'348,320	3'155,266	1'969,147	1'915,221
Total de ingresos brutos	542,529	526,548	550,575	777,090	1'043,379	2'348,320	3'155,266	1'969,147	1,915,221
Costo de ventas (operacionales)	-474,994	-466,367	-381,229	-453,013	-594,180	-851,933	-939,421	-1'195,991	-1'045,628
Otros costos operacionales			-100,284	-115,188	-133,334				
Total costos operacionales	-474,994	-466,367	-481,513	-568,201	-727,514	-851,933	-939,421	-1'195,991	-1'045,628
Utilidad bruta	67,535	60,181	69,062	208,889	315,865	1'496,387	2'215,844	773,156	869,593
Gastos de ventas	-38,869	-43,676	-36,555	-39,009	-67,407	-101,968	-152,559	-116,638	-114,559
Gastos de administración	-26,698	-33,311	-26,046	-63,854	-55,240	-68,140	-96,068	-82,689	-138,331
Otros ingresos							97,583	170,232	138,618
Otros gastos						-27,440	-107,371	-159,923	-126,744
Utilidad operativa	1,968	-16,806	6,461	106,026	193,218	1'298,839	1'957,429	584,137	628,576
Ingresos financieros	759	565	323	75		83,365	36,464	169,529	72,370
Gastos financieros	-44,379	-45,780	-47,025	-51,432	-90,707	-108,701	-24,344	-200,781	-92,694
Ganancia (pérdida) por instrumentos financieros derivados	7,633	2,385	3,724	-880	-5,129	-43,934	-106,332	285,919	225,024
Otros ingresos	13,903	14,379		10,037	7,489				
Otros gastos	-7,136		-7,723	-9,783					
Resultado por exposición a la inflación	-14,002	-92	23,220	72,368					
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta	-41,254	-45,349	-21,020	126,411	104,871	1'229,569	1'863,217	838,804	833,276
Participación de los trabajadores	1,515	674	-777	-12,084	-8,631	-71,447	-151,538	-63,362	-76,276
Impuesto a la renta	5,150	2,570	-2,177	-42,608	-29,776	-246,502	-523,995	-221,053	-264,868
Utilidad (pérdida) neta del ejercicio	-34,589	-42,105	-23,974	71,719	66,464	911,620	1,187,684	554,389	492,132

Nota. Adaptado de "Información financiera: Volcan Cía. Minera S.A.A.," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Tabla 52. Estado de Resultados de la Empresa Laive

Cuenta	Año -3 S/ 2009	Año -2 S/ 2010	Año -1 S/ 2011	Año 0 S/ 2012	Año 1 S/ 2013	Año 2 S/ 2014	Año 3 S/ 2015	Año 4 S/ 2016	Año 5 S/ 2017
Ingresos operacionales									
Ventas netas (ingresos operacionales)	284,916	313,013	339,391	397,585	453,279	472,346	495,043	526,124	591,173
Otros ingresos operacionales	1,094	1,419	1,349						
Total de ingresos brutos	286,010	314,432	340,740	397,585	453,279	472,346	495,043	526,124	591,173
Costo de ventas (operacionales)	-220,555	-245,322	-271,855	-313,696	-354,307	-367,395	-385,508	-410,306	-447,494
Total costos operacionales	-220,555	-245,322	-271,855	-313,696	-354,307	-367,395	-385,508	-410,306	-447,494
Utilidad bruta	64,455	69,110	68,885	83,889	98,972	104,951	109,535	115,818	143,679
Gastos de ventas	-45,571	-49,508	-41,861	-49,161	-58,139	-63,964	-71,487	-72,771	-85,023
Gastos de administración	-10,508	-12,373	-14,481	-15,190	-17,677	-18,026	-19,253	-22,831	-25,791
Ganancia (pérdida) por venta de activos	34								
Otros ingresos	1,979	1,782	2,421	1,974	2,397	2,148	2,411	4,464	4,317
Otros gastos	-587	-384	-409	-85	-430	-73	-488	-1,822	-1,460
Utilidad operativa	10,802	8,627	14,555	21,427	25,123	25,036	20,718	22,858	35,722
Ingresos financieros	2,185	155	154	146	551	897	1,166	1,419	1,443
Gastos financieros	-5,233	-2,595	-4,377	-4,931	-5,127	-5,621	-6,692	-8,746	-8,762
Ganancia (pérdida) por instrumentos financieros derivados		350	650	1,596	-3,779	-1,731	-3,176	86	601
Resultado antes de participaciones y del impuesto a la renta	7,754	6,537	10,982	18,238	16,768	18,581	12,016	15,617	29,004
Participación de los trabajadores	-831								
Impuesto a la renta	-2,243	-2,113	-3,755	-6,125	-5,381	-5,000	-2,961	-5,941	-9,054
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	4,680	4,424	7,227	12,113	11,387	13,581	9,055	9,676	19,950

Nota. Adaptado de “Información financiera: Laive S.A.,” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2018a (http://www.smv.gov.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Anexo 01

*Guía de entrevistas*Buenas Prácticas Financieras en el Proceso de Fusiones por Absorción en Empresas Peruanas
que Cotizan en la Bolsa de Valores de Lima

Guía de Entrevistas

1. ¿Cuál considera que son los principales factores que motivaron su participación en un proceso de Fusión?
2. ¿Cuál fue el objetivo principal que persiguió la organización cuando se decidió por el proceso de Fusión?
3. ¿Cuál considera que fue el principal reto que enfrentó durante el proceso de Fusión?
4. ¿Qué variables, en general, considera se encuentran relacionadas al éxito de las fusiones y adquisiciones? Por ejemplo: correcta estructuración de la oportunidad, la posición competitiva del comprador y la empresa objetivo, identificar y analizar las sinergias que se derivarán de la operación, prestar atención a los perfiles de organización y cultura empresariales de ambas empresas, etc.
5. ¿De los indicadores, Eua, ROIC, flujo de caja descontado e índice de Lucratividad cual considera que es el más importante en el proceso de fusión y por qué? De ser otro, favor de indicar cuál es y su importancia.
6. ¿Qué método de valorización de empresas utilizaron para el planeamiento de la fusión? De haber utilizado más de un método de valorización, ¿cuál de ellos lo tomaron como concluyente?
7. ¿Fueron realizadas capacitaciones, de tipo financiero, antes y/o durante el proceso de fusión? De ser afirmativa la respuesta ¿con que frecuencia y sobre qué temas fueron las capacitaciones?
8. ¿Qué prácticas financieras llevaron a cabo para ejercer un efectivo control del riesgo financiero?
9. ¿Cuáles son los factores financieros que usted considera se debe tomar en cuenta para llevar una exitosa fusión de empresas?
10. ¿De los cuatro tipos de procesos de uniones empresariales (horizontal, vertical, diversificadas y concéntricas) cual considera usted que se aplicó en su proceso de fusión?

11. Viendo los resultados obtenidos al día de hoy, ¿usted considera que el método de valoración usado fue el mejor? ¿Por qué?
12. ¿Que considera usted como buenas prácticas financieras dentro del proceso de fusión y cuales fueron aquellas prácticas financieras que aplicaron antes y durante el proceso de Fusión?
13. ¿Considera usted que después de la fusión, la evolución de empresa fue favorables? ¿Bajo qué variable financiera se basa su respuesta?

