

# LA FUSIÓN CARULLA-VIVERO, ¿CREÓ VALOR?<sup>1</sup>

Andrés Villegas Cortés<sup>2</sup>

Luz Ángela Rojas La Rota<sup>3</sup>

## RESUMEN

El presente trabajo busca determinar si la fusión de las empresas Carulla-Vivero ocurrida en el año 2000 generó valor. Para esto, se estudia el concepto de valor, posteriormente se explica el estudio de caso como metodología de investigación para concluir con la exposición del caso mismo de la fusión, y su resultado. Una vez realizado el análisis de las dos empresas, se hace una comparación y una valoración por dos metodologías ampliamente aceptadas: los métodos Economic Value Added (EVA) - Weighted Average Cost of Capital (WACC) y Flujo de Caja Histórico, con lo cual se explora en su interior la fusión y se explican los resultados obtenidos en ella. Finalmente, se hace una serie de observaciones, conclusiones y recomendaciones sobre la fusión, así como de la metodología del estudio de caso, para el abordaje de temas de la administración.

**Palabras clave:** Fusión, estudio de caso, EVA, WACC, flujo de caja histórico.

**JEL:** G32, G34

## ABSTRACT

This study aims to determine whether the Carulla-Vivero merger in 2000 generated value. It analyses the concept of value, the case study methodology, the merger itself and its outcome. The result of the merger is assessed under two accepted methodologies: EVA-WACC and historical cash flow. Finally, observations, conclusions and recommendations on the merger are drawn, as well as the relevancy of the case study on management issues.

**Keywords:** Merger, study of case, EVA-WACC, historical cash flow.

---

1. El presente documento se deriva del trabajo de grado realizado por los autores para optar al título de MBA en la Universidad Sergio Arboleda.

2. Ingeniero Industrial y Economista de la Universidad América, Máster en Finanzas de la Universidad CEU San Pablo y MBA de la Universidad Sergio Arboleda.

3. Profesional en Finanzas y Comercio Exterior de la Universidad Sergio Arboleda, Máster en Finanzas de la Universidad CEU San Pablo y MBA de la Universidad Sergio Arboleda.

## Introducción

El presente trabajo busca establecer si la fusión de las sociedades Carulla y Cia. S.A. (en adelante Carulla) y Almacenes Vivero (en adelante Vivero) ocurrida en el año 2000 generó valor. El empleo de la metodología de estudio de casos se usó como herramienta de investigación, planteando el ejercicio de investigación como una narración descriptiva de los acontecimientos y detallando algunos aspectos importantes de la fusión, como fueron los de creación de valor y cumplimiento de la promesa de fusión.

El valor es una cualidad que se confiere a las cosas. Si se estudia desde el concepto filosófico, existen dos formas de valor: el objetivo y el subjetivo. Si bien la axiología es la rama de la filosofía que estudia y se encarga del valor y su medición, la corriente filosófica materialista es la que le ha inferido su connotación desde el ámbito económico, al conferirle un “valor” intrínseco (objetivo) a las cosas. Desde este enfoque, es posible inferir en el valor de algo, cosa material, más si es producto o resultado de la actividad económica humana. Sin embargo, desde la perspectiva teórica de la organización, que estudia las relaciones existentes entre las gestiones y los procesos humanos que crean y consumen productos (bienes o servicios), la media del valor depende de la óptica que se le infiera. Así, el valor de la “innovación”, o cambio esperado en el resultado, crea o agrega valor (no necesariamente económico) a la organización. Destruye valor o lo crea el hecho de tener personal adecuado o idóneo, o por el contrario, personas insatisfechas o frustradas por su quehacer diario.

Para este estudio, que contempla desde dos perspectivas distintas la creación de valor, un primer enfoque es eminentemente económico (medida como la creación de valor para la empresa desde su capacidad para generar recursos financieros) y en segundo lugar, desde la perspectiva organizacional, donde la creación del valor es extrínseca a la toma de decisiones adecuadas para la organización (enfoque estratégico). Estos dos enfoques son excluyentes, es decir, una empresa puede perder dinero (destruir valor económico) pero una acción estratégica puede hacerle crear valor (extrínseco subjetivo) al motivar a los colaboradores, los grupos de interés y a la misma organización a determinarse, cambiarse, mejorarse o desaparecer y reinventarse desde otro negocio o idea.

Visto así, la fusión Carulla-Vivero tenía dos intenciones claras: desde la perspectiva estratégica pretendía, como todas las fusiones, crear un nuevo orden o valor (subjetivo-extrínseco) para sus nuevos dueños, tales como prepararse para el ingreso de nuevos competidores mucho mayores y más fuertes, así como prepararse para futuras fusiones o adquisiciones, dada la naturaleza del negocio.

Desde la perspectiva económica, también era importante mostrar el “valor” económico de la empresa y de la transacción. Este estudio busca determinar si se creó valor (extrínseco o subjetivo, desde el enfoque de la estrategia empresarial y también si se creó “valor” económico). Se estudian las dos corrientes y se dan respuestas, desde las perspectivas de los investigadores, para dar contestación, desde la metodología del caso a este interrogante: la fusión Carulla-Vivero<sup>4</sup>, ¿creó valor?

---

4. La fusión Carulla-Vivero operó desde el año 2000 (año de la fusión) hasta el año 2006. En el año 2007, Almacenes Éxito S.A. incorpora a sus estados financieros los resultados de Carulla, por cuanto se inició el proceso de absorción con la compra del 77% de las acciones por parte del Éxito, finalizada en el año 2009. La marca Vivero de titularidad de Carulla-Vivero S.A. ha sido retirada del mercado.

## Metodología

### Planteamiento del problema.

Las fusiones y su principal resultado que es la transformación empresarial son estrategias de crecimiento y desarrollo empresarial de mayor agilidad y resultados que la estrategia de crecimiento interno vía fondeo de socios u otros capitales. Esta oportunidad se emplea como alternativa cuando las organizaciones que poseen una adecuada generación de liquidez y fondos, además de estabilidad y solvencia superiores a sus pares del mercado, toman la decisión de adquirir, comprar o fusionarse con otra u otras, con lo cual se crean excedentes adicionales que permiten incursionar en mercados nuevos.

En cuanto al sector de interés para este estudio que es el de los grandes formatos (grandes superficies) y supermercados, una explicación del sector de hipermercados y grandes superficies se considera como uno de los de mayor crecimiento y uno de los más dinámicos, en los cuales los supermercados tradicionales tuvieron un giro importante en la venta tradicional (alimentos, cosméticos, productos de aseo) a la venta al detalle de todo tipo de bienes de consumo.

Vale mencionar que la participación del mercado de grandes almacenes en el año 2002 representaba 9,2 billones de pesos distribuido de la siguiente forma: Almacenes Éxito S.A. (en adelante El Éxito) 34,4%, Carulla Vivero 16,6%, Grupo Olímpica 13,6%, Carrefour 8% y Cacharrería La 14 con el 7,1%.

Este ámbito definió la fusión entre Carulla y Vivero, liderada por el fondo de inversión norteamericano Newbridge. Este trabajo se propone desarrollar un estudio de caso, en el cual se analicen las principales decisiones tanto estratégicas como financieras que influenciaron en la fusión Carulla-Vivero y sus principales resultados.

### Formulación del problema.

¿La decisión de fusión, en los ámbitos financiero y estratégico, aporta en la creación de valor para la nueva empresa? ¿Fue este el caso para la fusión Carulla-Vivero? Las anteriores preguntas se pretenden resolver en el estudio y generar conclusiones y nuevos puntos de partida para el análisis de este tipo de estrategias.

### Objetivos.

#### *Objetivo General.*

Realizar un estudio de caso que permita analizar la decisión estratégica y financiera de la fusión entre Carulla y Vivero determinando las consecuencias de la misma, para establecer si se creó o no valor como resultado de la operación.

#### *Objetivos Específicos.*

- Establecer qué tipo de estudio de caso es el más adecuado para llevar a cabo la investigación.
- Determinar el marco teórico financiero y estratégico por el cual se tomó la decisión de fusión.

- Construir un caso de estudio basado en la decisión de la fusión Carulla-Vivero.
- Establecer el enfoque financiero y estratégico que originó la fusión Carulla-Vivero para determinar si se creó valor por la decisión de fusionarse.

### **Justificación.**

Este trabajo es una investigación basada en el estudio de casos. La metodología de casos es una herramienta metodológica que permite desarrollar los objetivos propuestos y de esta forma para responder al planteamiento del problema de investigación. La metodología de casos ha sido empleada exitosamente como estrategia de investigación desde las ciencias sociales y ahora con aplicación a muchas otras más, en las cuales la versatilidad del método, la forma de abordar las temáticas, los niveles de profundidad en la investigación, son todos unidos en una narración tipo historia, con línea de tiempo, énfasis en los puntos centrales de la historia, sustentación de los argumentos empleados en el estudio y la aplicación de la rigurosidad de la investigación académica.

Con este trabajo se busca abordar dos temas relevantes de la administración, como son las decisiones estratégicas y financieras que llevan a las empresas a tomar distintas alternativas de solución a sus problemáticas con el fin de fortalecerse, crecer, generar nuevos mercados y nuevos estilos de negocios.

### **Opciones metodológicas.**

De las distintas opciones metodológicas para realizar una investigación como son los estudios econométricos, estadísticos, las investigaciones de mercado, el análisis de datos primarios y secundarios y los estudios de caso, esta investigación, opta por el último.

En esta investigación, se entiende por estudio de caso, el análisis de una situación ocurrida en el pasado, que fue implementada por una organización, buscando un cambio, o un desarrollo, o una transformación u otro tipo de estrategia para su mantenimiento en el tiempo y sostenibilidad futura.

Estos estudios de situaciones estratégicas ocurridas al interior de las organizaciones, permiten visualizar de manera integrada las decisiones empresariales de las empresas concernidas, que optan por transformarse, unirse o fusionarse, desaparecer o crecer.

Los casos se puntualizan por el objeto a estudiar, entonces, es una estrategia. Puede ser una estrategia de inversión, de financiamiento, de comunicaciones, de incorporación de tecnología, de recursos humanos, de negociación, etc. Es importante describir con precisión, y desde el inicio, la estrategia elegida.

El estudio de casos es una estrategia de investigación, que inicialmente se empleó en la sociología como método de evaluación cualitativa, hoy ampliamente utilizada en la formación académica y en los cursos de entrenamiento de gerentes.

De acuerdo con Ogliastri (2008) al ser un caso una situación real, no se espera de él, que al realizar su discusión, se den respuestas exactas. Las soluciones de los casos son pues imperfectas, y un buen caso incorpora la realidad en todas sus contradictorias dimensiones.

Dado que toda teoría es una simplificación de la realidad, el caso es por deducción la herramienta idónea para interpretarla, incorporarla, entenderla y de paso estudiarla.

## **Revisión de la literatura académica.**

Se desarrollan a continuación los marcos teóricos de las decisiones y sus correspondientes postulados, a fin de dar un sustento teórico y práctico al caso.

### ***Decisiones estratégicas.***

#### ***Estrategia de acuerdo con Michael Porter.***

De acuerdo con Porter (1997) la estrategia se basa en actividades únicas, significa ser diferente, "...quiere decir escoger deliberadamente un conjunto distinto de actividades para brindar una mezcla única de valor...". (p.37)

La estrategia busca realizar las actividades de manera distinta, o ejecutar actividades diferentes de las demás empresas. Es una forma de encarar el presente y de medir el pasado, para determinar el futuro empresarial.

Para Porter (1997) estrategia es:

...la creación de una posición única y valiosa, que implica un conjunto diferente de actividades. Si sólo hubiera una posición ideal, no habría necesidad de estrategia. Las empresas enfrentarían un imperativo simple: ganar la carrera por descubrir y adueñarse de la posición. (p.90)

#### ***Estrategia de Coopetencia: Nalebuff y Brandenburger.***

De otro lado, Nalebuff y Brandenburger (2005) enuncian el concepto de los complementos, indicando que en la complementariedad hay reciprocidad.

Esto induce a la creación de nuevos negocios, ya que los competidores no actuarán como tal. Existe la complementariedad si los productos son percibidos por los consumidores con agregación de valor. En relación con las fusiones, y en especial con la del presente estudio, este aspecto toca de manera directa la decisión de fusión, ya que quienes fueran competencia (Carulla-Vivero) ahora abordan la decisión de ser marcas cooperativas.

#### ***Estrategia de acuerdo con Wiersema y Treacy.***

Wiersema y Treacy (1995) se basan en la premisa de que la empresa no puede ser buena en todo al mismo tiempo. Por esto se establecen tres tipos de estrategias:

1. La excelencia operativa.
2. El liderazgo de producto.
3. Intimidad con el cliente.

En relación con las fusiones, y en especial con la del presente estudio, este aspecto toca de manera directa la decisión de fusión, ya que definen la estrategia competitiva adoptada por la fusión (Carulla-Vivero) de ser marcas de excelencia, con liderazgo de producto y con relación al cliente.

### *Fusiones.*

Para complementar el marco teórico, se consideran los aspectos inherentes a las fusiones y adquisiciones, como elemento diferenciador y estrategia de crecimiento, que es tomada por las empresas con el ánimo de fortalecerse, crecer y ganar espacios en el mercado.

### *Motivos razonables para fusionarse.*

De acuerdo a Brealey, Myers & Allen (2010), existen varios motivos razonables para realizar una fusión:

- 1) **Economías de escala:** Son el objetivo natural de las fusiones horizontales buscando sinergias positivas ocasionadas en el hecho de compartir servicios centrales tales como dirección administrativa, y contabilidad, control financiero, desarrollo de ejecutivos y dirección de alto nivel.
- 2) **Combinación de recursos complementarios:** Muchas empresas valen más juntas que separadas porque cada una se complementa al adquirir algo que no tiene y lo puede obtener de una forma más económica que actuando por su cuenta.
- 3) **Eliminación de ineficiencias:** Siempre hay empresas con oportunidades de recortar costos e incrementar ventas y beneficios sin explotar, las cuales pueden beneficiarse al ser compradas por otras que las rescaten y utilicen el potencial que está desperdiciado en cuanto a efectividad de operación, dirección, producción, etc.

Los mismos autores, identifican otras motivaciones, tales como:

- Economías de integración vertical
- Fondos excedentes
- Consolidación de la industria

### *Métodos de valoración.*

Un propósito de valorar la empresa está asociado con transacciones como ventas, adquisición, fusión y capitalización, entre otros. De los distintos métodos de valoración generalmente empleados, los que se utilizaron en el caso fueron los del indicador del Economic Value Added (EVA) - Weighted Average Cost of Capital (WACC) y el Flujo de Caja Libre Histórico (FCLH).

Dentro del proceso de valoración de una empresa, se revisan los diagnósticos tanto financiero y de estrategia corporativa, esto permite establecer las opciones de reestructuración, de esta manera se establece el valor que tomaría la organización a futuro, dando cumplimiento a sus planes de acción (estratégico y financiero).

### *EVA - WACC en la valoración.*

Ortiz Anaya, (2014), se refiere al EVA<sup>5</sup> de la siguiente manera:

El EVA se puede estudiar, en principio, como un indicador que calcula la capacidad que tiene una empresa para crear riqueza, teniendo en cuenta la eficiencia y productividad de sus activos, así como la estructura de capital y el entorno dentro del cual se mueve. (p.329)

---

<sup>5</sup> EVA es una marca registrada de Stern Value Management, Ltd. (serial 74404471 USPTO).

### *Flujo de Caja Libre Histórico (FCLH).*

La forma de calcular el Flujo de Caja Libre, varía dependiendo el propósito que se desee realizar, ya que proviene de un análisis de cifras históricas por un lado o de un análisis de cifras proyectadas. Para este caso, se utilizaron las cifras históricas, es decir el **Flujo de Caja Libre Histórico (FCLH)**. Por cuanto que los intereses pagados y las inversiones para reposición de capital de trabajo y activos fijos son hechos cumplidos.

### **Caso: la fusión Carulla-Vivero ¿creó valor?**

#### **Antecedentes del caso.**

Las fusiones comenzaron tímidamente en el año 90, y tuvieron su auge entre 1998 y 1999, siendo Brasil y Argentina los que se caracterizaron por la mayor cantidad de fusiones. Esta situación no ha sido ajena para Colombia, donde se realizaron alrededor de 2000 fusiones anuales desde 1996 a 1998.

De acuerdo con Fenalco (2003), en el ámbito nacional colombiano, la actividad del sector comercio, donde se desarrollan los grandes formatos y el sector minorista, aportó alrededor del 12% del PIB del año 2002 y dado que las grandes cadenas de almacenes se enfrentan en una alta competencia de mercado, el sector se consolida como uno de los más dinámicos.

**Cuadro 1.** Los grandes almacenes de cadena en Colombia

Sector Almacenes de Cadena		
Puesto	Compañía	% Market Share 2002-2003
	ALMACENES ÉXITO S.A.	34.4%
	CARULLA VIERO S.A.	16.6%
1	SUPERTIENDAS Y DROGUERIAS OLIMPICA S.A.	13.6%
2	GRANDES SUPERFICIES DE COLOMBIA S.A.	8.0%
3	CACHARRERIA LA 14 S.A.	7.1%
4	MAKRO DE COLOMBIA S.A.	3.6%
5	CACHARRERIA MUNDIAL S.A.	3.5%
6	LA GALERIA Y CIA S.A.	1.3%
7	ALMACENES YEP S.A.	1.1%
8	MERCADO DE FAMILIA S.A.	1.1%
9	Otras (75)	9.7%
10	<b>Gran Total</b>	<b>100%</b>
	Promedio para el sector almacenes de cadena	
	Promedio de los diez primeros almacenes	

Fuente: adaptación de los autores con base en BPR Asociados Risk Management - 2004

Los almacenes mencionados en el cuadro anterior se constituyen como actores importantes en la economía ya que sus ventas para el 2003 sumaron en conjunto cinco billones de pesos colombianos aproximadamente, lo cual convierte este nicho económico en una atractiva opción para inversionistas extranjeros.

#### **Carulla.**

La empresa desde su creación en el año 1904 se ha caracterizado por su gran evolución y crecimiento, gracias a sus cambios y estrategias implementadas como cambios en los formatos

de atención al cliente, transformación jurídica, creación de una fundación para apoyo de sus trabajadores, entre otras. Con todo esto la empresa alcanza un importante cubrimiento en el centro del país, además de un nombre reconocido.

### Datos patrimoniales de Carulla al momento de la fusión (año 2000):

**Cuadro 2.** Composición accionaria de Carulla. Cifras en pesos

Capital Autorizado	5,000,000,000
Acciones	50,000,000
Valor nominal acciones	100
Capital suscrito y pagado	2,134,604,000
Acciones ordinarias clase A	17,112,475
Acciones ordinarias clase A readquiridas	2,300
Valor nominal acciones ordinarias tipo A	125
Valor acciones readquiridas	286,901
Tipo b con dividendo preferencial y sin derecho a voto	4,233,565
<b>TOTAL ACCIONES</b>	<b>21,348,340</b>
Acciones ordinarias	14,282,857
Acciones en circulación tipo A	17,110,175
Dividendo	0

Fuente: Cámara de Comercio de Bogotá - 2000

### Vivero.

En Vivero la estrategia ha sido la consolidación regional y básicamente se concentran en las ciudades intermedias porque estas son menos vulnerables a la competencia internacional. Los almacenes se ubican estratégicamente en rutas de alto tráfico de consumidores debido a que la localización es sumamente importante para este negocio y específicamente para Vivero.

### Datos patrimoniales de Vivero al momento de la fusión (año 2000):

**Cuadro 3.** Composición accionaria de Vivero

Cifras en pesos

Capital Autorizado	2,500,000,000
Acciones	2,500,000
Valor nominal acciones	1,000
Capital suscrito y pagado	2,307,270,000
Acciones ordinarias	2,307,270

Fuente: Cámara de Comercio de Bogotá- 2000

## **Actores y problemática: fusión, decisión.**

El proceso de desarrollo cronológico ocurrió de la siguiente manera: Al país llegó la marca de los almacenes Makro en el año de 1995, al mismo tiempo estaba ocurriendo una alianza entre los almacenes Éxito y Cadenalco (anteriormente Almacenes LEY).

Esto condujo de manera natural a una mayor puja por los clientes, creando un proceso de baja en los precios y una necesaria innovación de servicios y productos.

De otro lado, los dueños y accionista de Carulla evidenciaron la necesidad de generar una capitalización con nuevos recursos, a fin de permanecer en el mercado y no perder espacio en el mismo.

De allí surgió el apoyo solicitado a la firma colombiana Inverlink, empresa dedicada a la banca de inversión, buscando sobre todo el apoyo de socios inversores, más que estratégicos. En este punto entró al negocio de estructuración de valor, la empresa Newbridge Andean Partners, fondo de inversión con base en Washington (EE.UU.) quienes dijeron estar dispuestos a aportar 25 millones de dólares por una participación del 25% en Carulla.

El desenlace a esto fue que el proponente tomó control de la empresa (periodo 1999-2000) y con su cuarta parte y alianzas estratégicas con accionistas minoritarios se hizo al control del 51% de Carulla. Dichos minoritarios y el aportante de capital, crearon un bloque de votación en las asambleas futuras.

Fue así como en el 2000, el fondo se comprometió a vender su porcentaje en igualdad de condiciones que los socios minoritarios a Vivero, dando forma a la fusión.

Según el compromiso de fusión expresado en el libro de actas de asamblea presentado a los accionistas, las razones para la fusión fueron motivadas por el hecho de que la integración operativa, financiera y jurídica de las dos sociedades, produciría beneficios significativos, representados, principalmente en la realización de sinergias que permitirían a Carulla y Vivero:

- ⇒ Perfeccionar sus sistemas y formatos de comercialización de productos de consumo masivo.
- ⇒ Implementar técnicas de administración más eficientes mediante el aprovechamiento del *know-how* y de los atributos y ventajas comparativas de las dos sociedades.
- ⇒ Mejorar la rentabilidad mediante la obtención de una reducción de los precios de los proveedores, como consecuencia del incremento en los volúmenes de compras a tales proveedores.
- ⇒ Reducir los costos fijos de operación.
- ⇒ Crear mayor valor para los accionistas de las dos sociedades.

## ***Método de intercambio de acciones.***

Las valoraciones de Carulla y Vivero arrojaron valores relativos de 1.5 a 1 respectivamente, que porcentualmente implica que los accionistas de Carulla tendrían el 60% de la compañía fusionada y los accionistas de Vivero el 40% del capital suscrito y pagado.

En consecuencia, Carulla y Vivero acordaron que Carulla entregaría poco más de 6 acciones clase A (6,167097912) por cada acción ordinaria de Vivero en la fecha de la fusión. Las acciones de tipo

B de Carulla (dividendo preferencial y sin derecho a voto), mantuvieron los mismos derechos y no se emitieron nuevas acciones de este tipo.

**Cuadro 4.** Intercambio accionario

	CARULLA	VIVERO
Capital Autorizado	\$ 5,000,000,000	\$ 2,500,000,000
Acciones	50,000,000	2,500,000
Valor nominal de cada acción	\$ 100	\$ 1,000
<b>Capital Suscrito y Pagado</b>		
Capital Suscrito y Pagado	\$ 2,134,604,000	\$ 2,307,270,000
Acciones ordinarias en circulación Clase A	17,112,475	2,307,270
Acciones preferenciales en circulación Clase B	4,233,565	-
Total acciones en circulación antes de la fusión	21,346,040	2,307,270
<b>Porcentaje de la compañía fusionada</b>		
Porcentaje de la compañía fusionada	60%	40%
Total acciones en circulación después de la fusión	35,572,900	
Acciones ordinarias para los accionistas de Vivero	14,229,160	
Términos de intercambio	6.167097912	

Fuente: elaborado por los autores usando información de los estados financieros de la fusión.

### ***Método de valoración de las compañías.***

Carulla y Vivero fueron valoradas por la firma de banca de inversión Inverlink utilizando la metodología conocida como flujos de caja descontados. Dicha metodología encuentra el valor de una empresa en función de su capacidad de generar recursos para sus accionistas en el largo plazo. Para ello se desarrolló un plan de negocios que permitiera determinar el probable potencial de la empresa para generar dichos recursos a favor de sus accionistas. Este plan se basó en el desarrollo histórico de cada empresa desde el punto de vista comercial, operacional y estratégico y el del medio competitivo en el cual se desarrollaban, buscando determinar las fortalezas y debilidades con las que se enfrentarían, las probables oportunidades y amenazas que se vislumbraban en el futuro.

### ***Valoración de la fusión Carulla-Vivero.***

Para efectos prácticos, se utilizó el sistema de valoración para cada una de las empresas, antes de la fusión, esto es para Carulla y para Vivero y posteriormente, para la fusión Carulla-Vivero.

### ***EVA.***

Para la obtención de los valores, se tomó la información del balance de cada empresa (antes de la fusión). Para determinar el WACC, se requiere determinar los porcentajes de participación de la estructura de financiación de la compañía (pasivo y patrimonio)<sup>6</sup> en relación con sus activos totales. Para realizar la ponderación es necesario conocer el costo anual de cada una de las cuentas mencionadas, lo cual se logra de la siguiente manera:

6. Pasivo: deudas de la empresa con terceros; patrimonio: deudas de la empresa con los propietarios o accionistas.

- El Costo Anual Efectivo para el Pasivo se toma como referencia la Tasa de Captación Efectiva Anual<sup>7</sup> para el período estudiado,
- Costo Anual Efectivo del Patrimonio, se emplea el ROE (Return on Equity, retorno sobre patrimonio) que se calcula como el valor de la utilidad neta sobre el patrimonio.

La ponderación es la resultante de la multiplicación del porcentaje de participación por el costo anual efectivo. Dicha ponderación se suma, resultando de esta manera el WACC. Por último, el cálculo del EVA se realiza aplicando la fórmula:

$$EVA = UODI - (Activos * CK)$$

El siguiente cuadro ejemplifica la manera como se calculó el valor del WACC y del EVA.

**Cuadro 5.** Cálculo WACC y EVA

FUENTE	1998			
	CARULLA			
	Monto	% Participación	Costo anual efectivo	Ponderación
PASIVOS	79.867.000	32,68%	31,32%	10,24%
PATRIMONIO	164.501.000	67,32%	6,19%	4,17%
TOTAL ACTIVOS	244.368.000			
WACC				14,40%

Tasa colocación	48,18%	31,32%
Rentabilidad accionistas (ROE)	6,19%	
TX	35%	
UODI	10.179.000	
Activos	244.368.000	
WACC	14%	
EVA	-25.011.948	

Fuente: elaborado por los autores a partir de los estados financieros de Carulla - 2005

Los siguientes fueron los resultados obtenidos:

**Cuadro 6.** EVA – WACC antes de la fusión

	1998	1998	1999	1999
	Carulla	Vivero	Carulla	Vivero
WACC	14%	20,35%	9,28%	18,60%
EVA	\$ -25.011.948	\$ -22.464.476	\$ -25.368.118	\$ -24.195.437

Fuente: elaborado por los autores a partir de los estados financieros de ambas empresas (2005)

7. Tasa Efectiva Anual de Captación del Banco de la República.

**Cuadro 7.** EVA – WACC después de la fusión

	2000	2001	2002	2003	2004
	Fusión	Fusión	Fusión	Fusión	Fusión
WACC	11,07%	14,80%	14,09%	11,80%	13,12%
EVA	\$-44.060.642	\$-102.889.282	\$-94.081.137	\$-91.571.894	\$-115.505.933

Fuente: elaborado por los autores a partir de los estados financieros de ambas empresas (2005).

La metodología de valoración, busca determinar si la estructura de financiación de la empresa, está o no creando valor para los accionistas y a su vez, establecer si es adecuada o no.

El primer análisis se realizó para las empresas de manera individual antes de la fusión, pudiéndose encontrar que ninguna de las dos empresas generaban valor para sus accionistas, toda vez que la estructura de financiación estaba compuesta así:

**Cuadro 8.** Estructura de financiación (%) antes de la fusión

	1998	1998	1999	1999
	Carulla	Vivero	Carulla	Vivero
Pasivo	33%	61,98%	31,66%	64,60%
Patrimonio	67%	38,02%	68,34%	35,40%

Fuente: elaborado por los autores a partir de los estados financieros de ambas empresas – 2005.

Como puede observarse, mientras que Carulla mantenía un endeudamiento (1998 - 1999) con los accionistas de alrededor del 60%, Vivero muestra una relación inversa, con una financiación mayor con terceros de alrededor del 68%, en el periodo anterior a la fusión.

Después de la fusión, ocurrió lo siguiente:

**Cuadro 9.** Estructura de financiación (%) después de la fusión

	2000	2001	2002	2003	2004
	Fusión	Fusión	Fusión	Fusión	Fusión
Pasivo	44,80%	60,32%	60,24%	60,11%	65,41%
Patrimonio	55,20%	39,68%	39,76%	39,89%	34,59%

Fuente: Elaborado por los autores a partir de los estados financieros de ambas empresas – 2005.

La estructura de financiación de la nueva empresa, acoge la que llevaba Vivero, con una mayor financiación con terceros. Una vez ocurrida la fusión (año 2000), la destrucción de valor para el primer año se duplica, pero el agravante es que la estructura de financiación del pasivo es en un mayor porcentaje frente a terceros que frente a los accionistas.

### ***Flujo de Caja Libre Histórico.***

Flujo de Caja Libre Histórico (FCLH): Con esta metodología se busca determinar si la fusión generó o no valor. Empleando esta metodología, se busca corroborar los resultados de la valoración por medio del indicador EVA y sus resultados se muestran en el cuadro No. 10

**Cuadro 10.** FCLH de la fusión Carulla – Vivero

FLUJO DE CAJA LIBRE (HISTORICO)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Utilidad Operativa (UO)</i>	27615,404	37493,951	28462,085	39754,866	52941	67352
(-) Intereses	25880,952	42160,466	38536,581	34996,821	35201	35895
<i>Utilidad Antes de Impuestos (UAI)</i>	1734,452	-4666,515	-10074,5	4758,045	17740	31457
(-) Impuestos	2796,084	11225,188	11295,443	13362,105	14470	16356
(+) Depreciaciones y amortizaciones	145868,688	186831,216	232089,178	288749,171	369214	418083
(+) Intereses	25880,952	42160,466	38536,581	34996,821	35201	35895
<i>Flujo de Caja Bruto</i>	170688,01	213099,98	249255,82	315141,93	407685	469079
(-) Incremento KTNO	145252,195	34752,037	149065,421	73691,816	178168,184	97454,816
(-) Reposición activos fijos	324675,467	37996,894	357181,977	75941,78	412704,22	58396,78
<i>Flujo de Caja Libre</i>	-299239,7	140351,05	-256991,6	165508,34	-183187,4	313227,4

Fuente: Elaborado por los autores a partir de los estados financieros de ambas empresas – 2005.

Para realizar este cálculo, fue necesario determinar el incremento en el Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO). La siguiente tabla muestra dichos valores:

**Cuadro 11.** Incremento en el KTNO de la fusión Carulla – Vivero

KTNO Capital de trabajo neto operativo	2001	2002	2003	2004	2005	2006
CUENTAS POR COBRAR	50.486	60.237	67.945	85.009	55.103	89.856
(+) INVENTARIOS	161.982	184.574	164.883	227.250	260.637	281.595
<i>KTO</i>	212.468	244.812	232.828	312.259	315.740	371.451
(-) CUENTAS POR PAGAR	67.216	64.807	49.011	89.502	63.880	95.828
<i>KTNO</i>	145.252	180.004	183.817	222.757	251.860	275.623
	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006
VARIACION KTNO	145.252	34.752	149.065	73.692	178.168	97.455

Fuente: Elaborado por los autores a partir de los estados financieros de ambas empresas – 2005.

Teniendo en cuenta la dificultad que se presenta para calcular la reposición del activo fijo, la metodología sugerida es que se determine la variación del activo fijo, datos que se ilustran a continuación.

**Cuadro 12.** Variación del activo fijo de la fusión Carulla – Vivero

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PROP.PLAN Y EQ	470.544	549.504	627.268	721.873	857.860	889.184
DEPRECIACION	145.869	186.831	232.089	288.749	369.214	418.083
PROP.PLAN Y EQ NETO	324.675	362.672	395.179	433.124	488.646	471.101
	31%	34%	37%	40%	43%	47%
	69%	66%	63%	60%	57%	53%
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
VARIACION ACTIVO FIJO	324.675	37.997	357.182	75.942	412.704	58.397

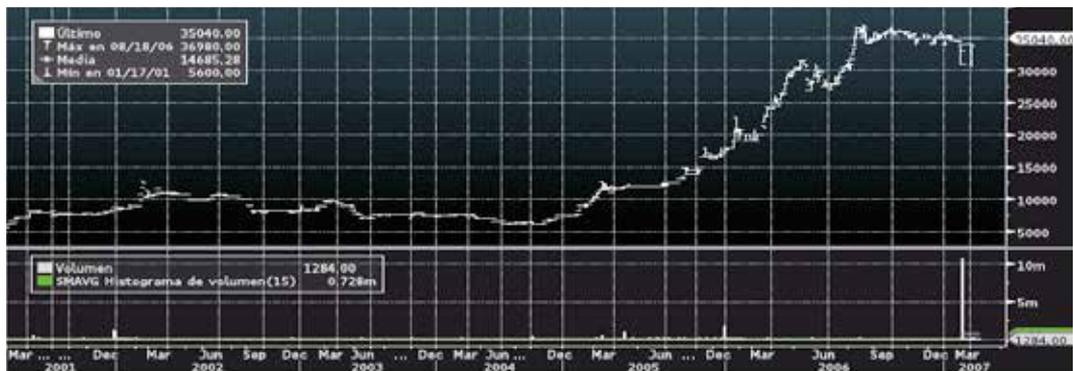
Fuente: Elaborado por los autores a partir de los estados financieros de ambas empresas – 2005.

El FCLH se destina para tres propósitos: a) servicio de la deuda b) reparto de utilidades y c) apoyo a las inversiones estratégicas.

### **Comportamiento histórico de la acción Carulla - Vivero.**

A continuación se ilustra el comportamiento de la acción Carulla-Vivero después de la fusión y hasta el año 2007, momento en el cual El Éxito compró el 77% de la compañía y desaparece la marca "Vivero". La absorción final ocurrió en el año 2009, cuando El Éxito adquiere el restante 22%, tras aprobación de la Superintendencia de Sociedades.

**Gráfico 2.** Comportamiento acción Carulla-Vivero



Fuente: Bloomberg - 2007

### **Análisis de resultados: conclusiones y recomendaciones**

En cuanto al objetivo general de determinar si la fusión Carulla-Vivero creó valor, se demuestra claramente que esto no se logró si se observa desde la óptica de los análisis de EVA - WACC, los cuales dan resultados negativos. En cuanto al cumplimiento de la promesa de venta y la fusión, se cumplió claramente con los aspectos estipulados en el convenio firmado por las partes. Como se podrá apreciar a continuación, se detallan los principales puntos de alcance del objetivo de este estudio de caso.

En cuanto al sector de los grandes formatos vale la pena resaltar que tiene diferencias sustanciales con otros sectores de la economía: Es un sector que por su composición maneja márgenes de utilidad muy bajos. Estos grandes formatos como son relativamente nuevos están en un proceso de expansión en el territorio colombiano como también de posicionamiento, lo que implica grandes inversiones con miras a futuras ganancias mediante la creación de economías de escala. Uno de los principales móviles en el sector es la inversión inmobiliaria implícita, que consiste en la compra de terrenos estratégicamente localizados y la construcción de locales de gran valor aumentando la valorización de sus activos.

Se cumplieron las expectativas planteadas en el contrato de fusión? Las expectativas planteadas en el contrato de fusión fueron las siguientes:

- Perfeccionar sus sistemas y formatos de comercialización de productos de consumo masivo.
- Implementar técnicas de administración más eficientes mediante el aprovechamiento del *know-how* y de los atributos y ventajas comparativas de las dos sociedades.

- Mejorar la rentabilidad mediante la obtención de una reducción de los precios de los proveedores, como consecuencia del incremento en los volúmenes de compras a tales proveedores.
- Reducir los costos fijos de operación.
- Crear mayor valor para los accionistas de las dos sociedades.

En cuanto a la primera expectativa plasmada en el contrato de fusión, se observa que la fusión permitió crear una sinergia con la unión de la tradicional marca Carulla en el occidente del país, enfocándose en los estratos socioeconómicos 4, 5 y 6 ofreciendo 12.000 referencias a sus clientes y caracterizándose por la calidad de sus productos.

De acuerdo con el planteamiento de Samuel Azout presidente de Carulla-Vivero en la presentación ante la asamblea de accionistas en la votación para el compromiso de fusión, se pretendía por medio de la mejora en los supermercados como consecuencia de la fusión, continuar con la estrategia de Vivero de gerencia de categorías bajo la cual, el cliente atraído por los productos alimenticios compre también en productos de mayor rentabilidad como los del ramo textil.

Con respecto a la implementación de técnicas de administración más eficientes, según palabras de Azout, gracias a la inversión del fondo de inversión de capital privado, Newbridge, en 1999, esta cadena de supermercados pasó de 82 almacenes en 2000 a 133 en 2004, mientras que sus ventas en ese mismo período fueron de 915.823 y 1,5 billones de pesos, respectivamente.

Según el empresario, con la nueva administración y la presión propia del fondo la empresa creció y maduró; ahora cuenta con un sistema de gobierno corporativo formal, se ha limpiado la empresa de activos improductivos, y se desarrolló un plan de negocios extranjeros.

Además se utilizó el *know how* de Vivero en cuanto a inteligencia de mercados, puesto que usando la estrategia de gerencia de clientes se accedió a una base de datos de más de 400.000 clientes con sus hábitos de consumo, con el fin de direccionar las promociones de una manera más efectiva.

También se implementó el plan promocional de hacer las compras una experiencia divertida y sorprendente que se aplicaba en Vivero. Por último, se aprovechó la sinergia de los enfoques de las dos compañías en la promoción y desarrollo del recurso humano.

Al observar el comportamiento de la compañía fusionada se encuentra que se logró una disminución en las deudas a proveedores pasando de un 50.83% en cuanto a la composición total del pasivo corriente en el año 1999 para Carulla y un 59.59% para Vivero a un 44.6% en el año 2001 para la empresa fusionada Carulla – Vivero.

El cuarto punto del acuerdo de fusión que busca la reducción de los costos fijos de operación, está fuera del alcance de esta investigación puesto que bajo la luz de la información obtenida no es comprobable.

Con respecto a la creación de valor para los accionistas, parece que se han cumplido varias de las expectativas del compromiso de fusión según se explicó en los puntos anteriores.

Sin embargo, analizado a la luz del EVA - WACC, el caso de la fusión Carulla – Vivero parece no haber logrado su cometido, pues si bien se cumplen los preceptos del compromiso de la

fusión en cuanto a la sinergia y creación de gobierno corporativo, en términos financieros la fusión generó una destrucción de valor al pasar entre otros aspectos a una estructura de pasivo que inicialmente Carulla manejaba con endeudamiento del 40% con terceros y 60% con los accionistas, a la distribución de la estructura de pasivos de Vivero, quienes han financiado siempre con pasivo del 60% con terceros, y del 40% con accionistas, lo cual repercute directamente en el WACC porque se incurre en un endeudamiento más costoso, influyendo en la relación del margen operativo y por ende en el EVA.

De acuerdo con el flujo de caja libre histórico, reportado en el cuadro 10 y calculado de esta manera por ser un hecho cierto, se determinó que en el año posterior de la fusión (2001) se destruyó valor, para el 2002 se creó valor, para el 2003 se volvió a destruir valor, para el año 2004 se creó valor y en el 2005 se vuelve a destruir valor.

Esta situación presenta varios problemas; en primer lugar su ciclicidad muestra que la organización en cuanto a su operación, no logró estandarizar la acumulación de flujo de fondos, los cuales son utilizados principalmente para servicio de la deuda y el pago de dividendos. En segundo lugar, si se quisiera utilizar la metodología del cálculo del Valor Presente Neto, se encuentra con que dicho valor es negativo (por lo que no es deseable dicha inversión) y la TIR es negativa también. Esto implica que no se es capaz de generar una tasa de rentabilidad por encima del indicador WACC, que es lo que en primera instancia desearía superar el inversionista. La ciclicidad no otorga la seguridad necesaria para establecer cuando se creará valor para la compañía, para lo cual el inversionista vería el retorno de dicha inversión. Por último, no se cuenta con la liquidez suficiente que permita apoyar las inversiones estratégicas de la compañía.

De acuerdo con la definición de estrategia de Porter (1997) la forma de realizar la fusión depende del objetivo deseado en la organización. En el caso de Carulla y Vivero, al momento de la decisión de la fusión, las condiciones de mercado, la expansión de las marcas internacionales, el reacomodamiento de los segmentos de los formatos de mercados, grandes superficies, la llegada al país de nombres tales como Makro, el grupo Carrefour, etc., que llevaron a los directivos de Carulla a decidir la venta y la forma como Vivero reaccionó ante la posibilidad de la compra y la subsiguiente decisión de la fusión, como mecanismo de creación de valor.

En el caso de Carulla - Vivero la fusión que se realizó jurídicamente fue por absorción y según la competencia e interés comercial fue del tipo horizontal. Por las mismas características intrínsecas de la empresas fusionadas, pertenecían al mismo sector económico y el interés era el de abarcar un mayor mercado. La fusión por absorción y de tipo horizontal facilitó la implementación de la estrategia de fusión planeada.

Para concluir, solo resta preguntarse: ¿Plantea una solución de investigación el empleo de estudio de casos?

Como pudo evidenciarse durante el desarrollo del trabajo de investigación, el método del caso permite no solo hacer una investigación con la profundidad y rigurosidad necesarias, también aporta elementos metodológicos importantes ya que al tratarse de un caso práctico y aplicado se pueden evaluar desde distintas ópticas los resultados más relevantes de la investigación.

Como agenda futura de investigación, se podría investigar cuales acontecimientos han ocurrido desde la fusión hasta la fecha, puesto que las marcas Carulla-Vivero ya no pertenecen a la familia Azout, y El Éxito fue vendido al operador francés Casino, lo que permitiría conocer la evolución de la fusión y los resultados más actuales.

## Referencias bibliográficas

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2010). *Principios de finanzas corporativas*. México, D.F., Mc Graw Hill.

Fenalco (Octubre, 2003). *Evento Góndola*. Cartagena, Colombia.

Nalebuff, B.J., & Brandenburger, A.M. (2005). *Coo-petencia*. Bogotá, D.C, Editorial Norma.

Ogliastri, E. (2008). *El método de casos*. Cali: Centro de Recursos para la Enseñanza y el Aprendizaje.

Ortiz Anaya, H. (2014). *Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera*. Bogotá, D.C, Universidad Externado de Colombia.

Porter, M. (1997). ¿Qué es estrategia? *Revista INCAE*, 10(1), 35-52.

Wiersema, F., & Treacy, M. (1995). *La disciplina de los líderes del mercado*. Bogotá, D.C., Editorial Norma.