

# Financiarización y ganancias de corporaciones en México

Antonio Mendoza Hernández \*

## Resumen

Este trabajo subraya que la rentabilidad para las grandes empresas no tiene como única fuente y muchas veces ni siquiera preferentemente su actividad productiva sino las colocaciones financieras. Se analiza el comportamiento de las tesorías de algunos de los grandes grupos de capital privado en México para mostrar la manera en que manejaron sus flujos de efectivo para la construcción de su beneficio. El objetivo es destacar que estas empresas persiguen resultados a corto plazo ligados a la exigencia de obtención de cuantiosas rentas, más que su capacidad productiva y la generación de ganancias estables a largo plazo. Se seleccionó una muestra de cuatro grandes empresas con asociaciones diversas de capital externo. Se examina su información contable y financiera para ilustrar la magnitud de sus beneficios financieros en relación a los productivos. Son empresas en sectores económicos dinámicos y estratégicos de la economía mexicana durante los últimos treinta años.

**Palabras Clave:** Excedente, Conglomerados, Economía Heterodoxa

## Abstract

This article analyzes the behavior of the treasuries of several of the largest private capital business groups of Mexico to show that way in which they manage their cash flows in order to increase profitability. An objective of this article is to highlight how these companies pursue short term results, more in line with the demand for increasing rent seeking opportunities than with increasing productive capacity and the generation of stable and long term earnings. Four large companies have been chooses, each owned by national investors with diverse associations with foreign capital. Through the examination of their accounting and financial books, the magnitude of their financial earnings in relation to there productive ones are illustrated. These companies have operated within strategic and dynamic sectors of the Mexican economy during the past thirty years. These companies' profitability tends to depend more on financial activity than productive activity. In moments of financialization, important sectors of large companies that operate in Mexico maintain conditions of profitability, even despite diminished productive capacity.

**Key Words:** Surplus, Conglomerates, Heterodox Economics

## Introducción

Se ha señalado que en tiempos de *financiarización*, las finanzas terminan condicionando las actividades y estrategias de crecimiento empresarial (Chesnais, 2001 y 2003; Vidal, 2009 y 2008). La intención del ensayo es estudiar el comportamiento de las tesorías de algunos de los grandes grupos de capital privado con origen en México para mostrar la manera en que manejaron

---

\* Profesor de la Facultad de Economía, UNAM, México. Correo electrónico: antoniom@economia.unam.mx

sus flujos de efectivo para la construcción de su beneficio. Para ello se han seleccionado una muestra<sup>2</sup> de cuatro grandes empresas que son tanto propiedad de inversionistas del país, como permiten la participación de capital externo en sus decisiones económicas. En las primeras destacamos de la industria del cemento a Cemex y del sector manufacturero a Vitro y en las segundas, seleccionamos de la industria de alimentos a Gruma y al productor de cerveza y embotellador Femsa. Se trata de empresas que han estado situadas en los sectores económicos más dinámicos y estratégicos de la economía mexicana durante los últimos treinta años.<sup>3</sup>

Estas empresas tienen una estructura oligopólica, productiva y financiera que les ha garantizado el acceso al mercado internacional de capitales. En su dimensión financiera, su estructura les permitió incrementar su capacidad crediticia y poder económico, ya que algunas poseen vínculos patrimoniales entre empresas, comercios y bancos. Lo anterior les facultó obtener financiamiento adicional a partir de una combinación en su participación en los mercados financieros con una situación macroeconómica local, financiamiento que destinaron a su preferencia por la liquidez frente a la inversión productiva, con la intención de buscar mantener sus condiciones de rentabilidad pero con una alta vulnerabilidad.

El objetivo del ejercicio es destacar que estas empresas persiguen resultados a corto plazo ligados a la exigencia de obtención de cuantiosas rentas, más que su capacidad productiva y la generación de ganancias estables a largo plazo. El ensayo se organiza en dos partes y ofrece una reflexión final. En la primera se analiza el cambio de las estructuras de financiamiento de las grandes

---

<sup>2</sup> Una muestra más amplia de empresas se ofrece en la tesis doctoral *Financiarización del tipo de cambio en México*, Facultad de Economía, UNAM, del mismo autor.

<sup>3</sup> Por ello, se encuentran durante este periodo, entre las primeras veinticinco empresas reportadas por la revista *Expansión* en su clasificación de las 500 más importantes por su presencia en ventas y en activos, a la vez son consideradas entre las diez mayores empresas no financieras en Latinoamérica por la OCDE.

empresas. Se destaca que las corporaciones se encaminaron a obtener fondos directamente en el libre mercado financiero, pasando a depender menos de los préstamos bancarios. La parte segunda estudia la forma en que operaron las tesorerías de Cemex, Vitro, Gruma y Femsas, en sus procesos de internacionalización. Se destaca que sus adquisiciones fueron acompañadas con altos índices de apalancamiento, mientras que las fusiones entre sus subsidiarias les permitió, en una sola operación, abastecer su mercado sin necesidad de destinar necesariamente nuevos recursos a la inversión. Se examinan las empresas a través de su información contable y financiera para ilustrar claramente la magnitud de sus beneficios financieros en relación con los productivos obtenidos por éstas. La reflexión final subraya que la rentabilidad para las grandes empresas no tiene como única fuente y muchas veces ni siquiera preferentemente su actividad productiva sino las colocaciones financieras. A raíz de la crisis, a partir de finales del 2008, el conjunto de estas empresas renunciaron a su estrategia de expansión y están enfocadas a la reestructuración de pasivos.

### **Renta financiera y financiamiento de las corporaciones.**

La apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, la liberalización financiera y la defensa de políticas flexibles en materia de tipo de cambio, configuraron estructuras financieras locales consonantes a este nuevo sistema financiero mundial desregulado. Así, se favoreció un entorno de mayor acceso de las empresas a los mercados financieros locales e internacionales para financiarse. Al mismo tiempo, las grandes empresas se han distanciado del crédito para la inversión productiva y participan intensamente en los mercados financieros. Sus operaciones incluyen todas las formas de crédito, ahorro y seguro, así como los grandes y diversificados mercados de títulos sobre las rentas futuras, tanto del lado de los activos como de los pasivos. Con ello

se ha generado un cambio en la estructura de financiamiento vía los bancos de inversión, intermediarios no bancarios, corredurías y fondos de inversión diversos, creando un traslado de la intermediación creciente y un alargamiento de la estructura monetaria (Parguez, 2006).

Se ha planteado que el traslado de las operaciones de financiamiento de las empresas de los bancos a los mercados fue impulsado por los problemas de la estructura crediticia, a mismo tiempo que las utilidades se debilitaban aceleradamente. El resultado ha sido la articulación de tendencias de estancamiento y crecimiento en el comportamiento de las inversiones productivas y aquellas que se desenvuelven en la esfera financiera. (De Bernis, 1999; Plihon, 2003; Vidal, 2009) Anteriormente, este proceso de crecimiento y estancamiento recibió el nombre de *financiarización*, la liquidez se desvía desde una posible inversión productiva hacia una inversión de racionalización (De Bernis, 1988). En breve, las grandes empresas se encaminaron a obtener fondos directamente del mercado financiero, pasando a depender menos de los préstamos bancarios. Tanto en las economías europeas, como Estados Unidos y Japón, las empresas pasaron de un régimen de financiamiento bancario a otro fundado en el mercado de capitales: emisiones de acciones, colocaciones de títulos de deuda y manejo de tesorería (Lapavistas, 2009).

Para el caso de las empresas latinoamericanas se facilitaron las condiciones de un endeudamiento sustentable, relativamente en comparación con sus contrapartes de la OCDE. Entre 1980 y 2005, el acceso de América Latina a los mercados internacionales de capital mejoró notablemente (Santiso, 2008). Ahora algunas empresas con matriz en AL se conducen con una dimensión más allá de sus Estados nacionales. Se les ha llamado empresas multinacionales latinoamericanas (multilatinas) que compiten en calidad y dimensiones con las mejores del mundo (Santiso, 2008).

Cuentan con una estrategia mundial de ventas y organizan su producción considerando plantas y procesos en diversos espacios; manejan su tesorería o desarrollan su brazo financiero – para el caso de las empresas no financieras – seleccionando los más diversos mercados y la adquisición de títulos y documentos privados y públicos. La administración de su tesorería es, en gran parte, en moneda extranjera. (Vidal, 2006)

El resultado es una tendencia de financiamiento con fondos propios, donde crece la importancia de los accionistas, de los fondos de inversión extranjeros y en general de la *financiarización* de la gestión de las empresas (Plihon, 2003; Vidal, 2006 y 2008). Se establece el principio del “valor para el accionista”, representados por los inversores institucionales que imponen el objetivo de la rentabilidad financiera de la empresa sobre el desarrollo de su actividad: se trata de aumentar por todos los medios el valor que tienen los accionistas (Plihon, 2003). Bajo esta lógica, las empresas persiguen resultados a corto plazo más que planes que involucren un horizonte de actividades productivas a largo plazo. Así, se plantea que “...durante las tres últimas décadas las empresas se han visto impulsadas a disminuir de tamaño y pagar dividendos, es decir, a reducir costes y distribuir beneficios a los accionistas, más que a generar reservas para reinvertir las ganancias. Los directivos de las grandes empresas industriales y comerciales se han hecho expertos en extraer rentas financieras” (Lapavistas, 2009:63 – 73).

De modo tal, el régimen de acumulación con predominio por lo financiero (*financiarización*) representa la relevancia de nuevos actores sociales y sus formas y medios que operan para constituir su rentabilidad. No sólo se refiere a la posición y función de los inversionistas institucionales en el sistema financiero que les permite obtener enormes rentas financieras, sino también, las

mayores corporaciones realizan operaciones por medio de su brazo financiero o de su tesorería que les reportan cuantiosas ganancias a partir de la participación en mercados estructurados: mercado de acciones y mercado de bonos y de derivados.

El manejo de las tesorerías de las grandes empresas les permite practicar estrategias para incrementar el valor de los títulos en busca de obtener en las mejores condiciones un incremento de rentas financieras. Las transacciones financieras, que su base son los títulos (acciones y obligaciones), acaban por ignorar el proceso que está en el origen de los dividendos e intereses: la esfera productiva. Se puede sostener que “es el comportamiento de las grandes empresas parte sustancial del proceso de *financiarización*” (Vidal, 2009).

### **Gestión de las grandes empresas en México**

Hasta el 2000, las empresas mexicanas prácticamente no invertían fuera del país, pero a partir de ese año la inversión directa de México en el exterior también registró un promedio de 3,000 millones de dólares (mdd) por año. En el 2005 subió a casi 6,200 mdd. En menos de diez años, las empresas mexicanas multiplicaron sus fusiones y adquisiciones. El total de sus inversiones fuera de México asciende a más de 25,000 mdd (Santiso, 2008:19 – 27). Las fusiones y adquisiciones, son un mecanismo de la *financiarización* en la gestión de las empresas, como lo son también el retorno a las actividades básicas, la reingeniería de procesos y la reducción del capital (Plihon, 2003).

Las fusiones y adquisiciones de empresas, iniciadas en los Estados Unidos, con mayor fuerza en 1999, representan operaciones transfronterizas para crear valor, tanto por la vía de las acciones, incrementando las cotizaciones de la empresa, como por las economías de escala que genera, vía reducción de costos, cuya consecuencia es la reducción de su plantilla laboral. De lo que se

trata es de lograr un mayor poder de mercado frente a la competencia. La parte fundamental del “aumento del valor accionarial engendrado por las operaciones de fusión pasa a los inversores que poseen el capital de esas empresas” (Plihon, 2003:32).

El retorno a las actividades básicas de la empresa es una segunda alternativa a la que se recurre para la creación de valor. Al volver a centrarse en las actividades para las que dispone de ventajas competitivas, los agentes financieros obligan a las empresas que controlan a aplicar esta política, ya que “consideran que deben ser ellos los que deben decidir sobre la utilización de eventuales políticas de diversificación, modificando sus propias carteras de acciones (...) consideran que están mejor capacitados que los agentes que aplican la lógica industrial para adoptar las decisiones estratégicas de una empresa (Plihon, 2003:32 – 33). Los mecanismos señalados, son dos de las estrategias que se identifican con mayor fuerza en la gestión de las empresas que son estudiadas en el presente ensayo, sin embargo, se menciona la existencia de un par de mecanismos más que se emplean para incrementar al máximo el capital propio de la empresa.

La reingeniería de procesos y la reducción de capital, aparecen como la tercera y la cuarta alternativas para concentrar la actividad de la empresa en los segmentos más rentables. En la primera el fin es dejar que algunos bienes y servicios los realicen de forma más competitiva otras empresas con mejores resultados en esos tramos de producción. La segunda es considerada como la vía más radical. Consiste “en la compra por parte de la empresa de sus propias acciones, por ejemplo, a través de una oferta pública de compra. Para un nivel dado de beneficios anticipados, la empresa que compra una parte de sus propias acciones incrementa automáticamente el valor de las restantes” (Plihon, 2003:33).

En la gestión de las empresas que operan desde nuestro país encontramos casos de *financiarización*. Lo mismo en Cemex y Vitro, que en Femsa y Gruma. En algunos casos sus procesos de internacionalización han sido acompañados con altos índices de apalancamiento y su preferencia por la liquidez que por el de la inversión productiva. En otros, los procesos de fusión entre sus subsidiarias, le permitió reestructurar sus empresas encaminadas a concentrarse en su negocio base. Estos procesos de *financiarización* en la gestión de sus empresas les permitió tener y, en algunos casos, controlar activos en el exterior, con el objetivo de mantener sus condiciones de rentabilidad pero con una alta vulnerabilidad. A la vez, las fusiones entre subsidiarias les otorgó, en una sola operación, la capacidad de abastecer su mercado sin necesidad de destinar necesariamente nuevos recursos a la inversión.

En tal sentido las grandes empresas con matriz en México han impulsado diversas estrategias dentro de dos grandes procesos. El primero, en el espacio nacional llevando a cabo alianzas estratégicas con el capital extranjero, considerando el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), con el desarrollo de plataformas de exportación. A pesar de que la empresa con origen en México mantiene el control sobre el grupo, las alianzas y cambios que se asume por la matriz en México son parte de las estrategias de crecimiento de su socio transnacional. Son los casos de la relación entre Coca Cola -Femsa y The Coca Cola Corp. y, de Gruma y Archer Daniela- Midland Corp. El segundo, se basa en la multiplicación de fusiones y adquisiciones en el mercado de origen y en el exterior. En el caso de las fusiones, la controladora decide fusionar sus subsidiarias con el propósito de fortalecer su negocio base. En el caso de las compras, la empresa invierte en el exterior a través de la creación de nuevas subsidiarias o mediante la adquisición del 100% de empresas ya existentes en otro país. Esta



es la estrategia “exitosa” de Cemex y se mostró en el fallido proceso de internacionalización de Vitro. En la estrategia de expansión de estos grupos se manejaron las tesorerías para la construcción de un beneficio combinando sustentado en el entorno que genera la apertura y liberalización financiera.

Las tesorerías corporativas fueron operadas considerando la política monetaria ejecutada desde el banco central así como las condiciones que propiciaron los movimientos internacionales de capital. Es decir, se aprovechó la combinación entre expansión de la oferta de dinero y crédito mundial y una política monetaria operada desde el Banco de México que busca fortalecer la liquidez y profundidad del mercado local en moneda doméstica por medio de la tasa de interés y del tipo de cambio. (Correa, 2008; Lichtensztejn, 2008)

### **Cemex**

Cemex ha sido calificada como una empresa de “Clase Mundial”<sup>4</sup> dedicada exclusivamente a la producción de cemento y concreto. Es considerada como la tercera cementera más grande del mundo<sup>5</sup> y mantiene operaciones en más de 50 países contando con una capacidad instalada para producir 96.7 millones de toneladas de cemento al año. Sólo el 11% del total de sus activos se encuentran en México, con 15 plantas de cemento, 249 plantas de concreto, 94 centros de distribución (incluyendo 8 terminales marítimas) y 15 bases de transporte. Las operaciones en México representan aproximadamente el 16% de sus ventas netas (Cemex, reporte

---

<sup>4</sup> Lo que significa que compite en calidad y dimensiones con las mejores del mundo y hace alusión al hecho de que diversas plantas de Cemex en distintos momentos han recibido distinciones de calidad con base tanto al estándar nacional como internacional. Dentro del primero el Premio Nacional de calidad, Premio Nacional de Exportación, Industria Limpia, Empresa socialmente responsable, entre otros. Con estándar internacional, las certificaciones ISO 9002, ISO 14001, el premio “Ernest C. Arbuckle”, ser considerada como una de las “100 empresas mejor administradas y eficientes del mundo”, y obtener el grado de inversión por parte de calificadoras (por ejemplo la calificación de deuda de largo plazo mxBBB y mxAAA de Standar and Poors) por mencionar algunos.

<sup>5</sup> Después de la francesa Lafarge y de la suiza Holcim.

anual, 2007), pero si consideramos la importancia como espacio económico, el de Norteamérica (México y US) representa para Cemex el más importante en cuanto a sus operaciones. En él se realizan aproximadamente el 38% de sus ventas netas; se encuentran el 57% de sus activos y 44% de su capacidad instalada de cemento.

Durante los últimos 10 años, Cemex emprendió un importante programa de expansión geográfica para diversificar sus flujos de efectivo. A decir de la empresa su objetivo era “incursionar en mercados cuyos ciclos económicos dentro de la industria del cemento opera de manera independiente a los de México y que ofrece un potencial de crecimiento a largo plazo” (Cemex, Informe anual, 2007). Sus compras más importantes las realizó en los años de 2005 y 2007 con la adquisición del 100% de las acciones de la empresa australiana Rinker y de RMC, empresa con origen en Reino Unido <sup>6</sup>. En los años siguientes las asociaciones (entidades en las que ejerce el control en forma conjunta con terceros inversionistas), las adquisiciones e inversiones para la construcción o mejora de plantas y equipo fueron una constante dentro de la estrategia de Cemex <sup>7</sup>, pero también la necesidad de recursos adicionales.

El financiamiento para su expansión provino de diversas fuentes, pero en su mayoría de una misma naturaleza: corto plazo. Los mayores fondos proceden de diversos contratos financieros,

---

<sup>6</sup> El 28 de agosto de 2007, Cemex completó la adquisición de Rinker pagando aproximadamente 142 millones de dólares. Dicha empresa tenía operaciones principalmente en Estados Unidos y Australia, en la producción y venta de concreto premezclado y otros materiales de construcción. Además, en 2005 adquirió por 43 millones de dólares a la cementera RMC, considerada como uno de los principales productores de cemento en Europa y uno de los más grandes proveedores de concreto premezclado y agregado a nivel mundial, con operaciones en 22 países principalmente en Europa, África y el Medio Oriente, Asia y en Estados Unidos. Sus activos adquiridos incluyen 13 plantas de cemento con una capacidad instalada anual de 17 millones de toneladas (Cemex, Informe anual, 2007).

<sup>7</sup> En el año de 2002 Cemex inició operaciones en una nueva planta de cemento en California, Estados Unidos; cuya capacidad de producción es superior a 1 millón de toneladas anuales y requirió una inversión de 170 millones de dólares. En ese mismo año, compró en Puerto la cementera Rican Cement Co., en una operación valuada en 250 millones de dólares y adquirió el 90% de la división de concreto premezclado de la empresa costarricense Corporación Pedregal. Durante 2003, 2005 y 2006, sus principales operaciones las realizó en Guatemala, Puerto Rico, Polonia, Italia y en Estados Unidos (New Braunfels, Texas y Dixon, Illinois) adquiriendo el control de plantas cementeras y plantas de concreto.

“incluyendo préstamos bancarios, líneas de crédito, operaciones de venta y arrendamiento, contratos *forward*, operaciones de préstamos futuros y operaciones de *swaps* sobre capital (instrumentos financieros derivados)” (Cemex, Informe anual, 2007). Las operaciones con instrumentos derivados es considerada “como una fuente alterna de financiamiento y como cobertura” (Cemex, reporte anual, 2007). De acuerdo a información financiera reportada por instituciones bancarias, “en los últimos 10 años Cemex ha utilizado derivados de tasas de interés, de tipo de cambio y de capital para reducir riesgos asociados con dichas variables” (IXE, 2008:3). Sin embargo, como se registró en el último trimestre de 2008 <sup>8</sup>, su participación en el mercado de instrumentos financieros derivados no respondía a necesidades de cobertura, sino a necesidades de flujo de efectivo. Se articuló en ese mercado un campo de negocios adicional e independiente a las necesidades propias de la empresa con la intención de obtener financiamiento adicional de alto rendimiento. Dentro de esta estrategia, Cemex y sus subsidiarias han emitido obligaciones, papel comercial, bonos y acciones preferentes. La recompra de acciones representó también un mecanismo de financiamiento. Cemex aprobó una recompra de acciones por una cantidad hasta por 6,000 millones de pesos (mdp) que sería implementada entre abril de 2007 y abril de 2008.

La expansión llevo a Cemex a construir una extensa red de centros y terminales de distribución marítima y terrestre que le dan acceso comercial alrededor del mundo, “lo que le permite tener un sistema de posicionamiento global despachando a pedido camiones mezcladores a obras de construcción, como si fueran taxis que responden a llamadas” (Santiso, 2008:12); pero al mismo tiempo se convirtió en una empresa altamente endeudada. En palabras de la propia empresa se sostiene que “hemos contraído y

---

<sup>8</sup> Su participación en inversiones en instrumentos financieros derivados le propició una pérdida de 711 millones de dólares, al 14 de octubre de 2008.

continuaremos contrayendo cantidades de deuda, principalmente en relación con el financiamiento de las adquisiciones que hemos realizado” (Cemex, Informe anual, 2007). La deuda de Cemex para 2007 ascendía a 19,864 mdd, de la cual aproximadamente el 17% era a corto plazo y el 83% era a largo plazo <sup>9</sup>.

Como se señaló anteriormente, los años de 2005 y 2007 significaron para Cemex el periodo en que realizó las adquisiciones más importantes, lo que representó consolidar su carácter de empresa global, pero al mismo tiempo evidenció su fragilidad financiera. Durante el periodo de 1998-2004, las ventas totales de la empresa no contribuyeron a financiar al fondo de maniobra,<sup>10</sup> es decir, el ciclo económico de la empresa no pudo garantizar el flujo de efectivo necesario para su funcionamiento, lo que implicó la búsqueda de recursos adicionales de financiamiento. Como resultado su deuda a corto plazo se incrementó de manera significativa a partir de 2004 como se aprecia en la gráfica 1.

Los pasivos de Cemex en algunos años llegan a constituir más del 50% de sus activos, representando el 62.3% en 2007. Sólo durante los años de 1999 y 2001 la relación de pasivo total a activo total fue menor al 50%, siendo de 45.8% y 49.8% respectivamente. La situación se agrava, si consideramos que el fondo de maniobra de la empresa, en el periodo de 1998 – 2005, no garantizó la cantidad

---

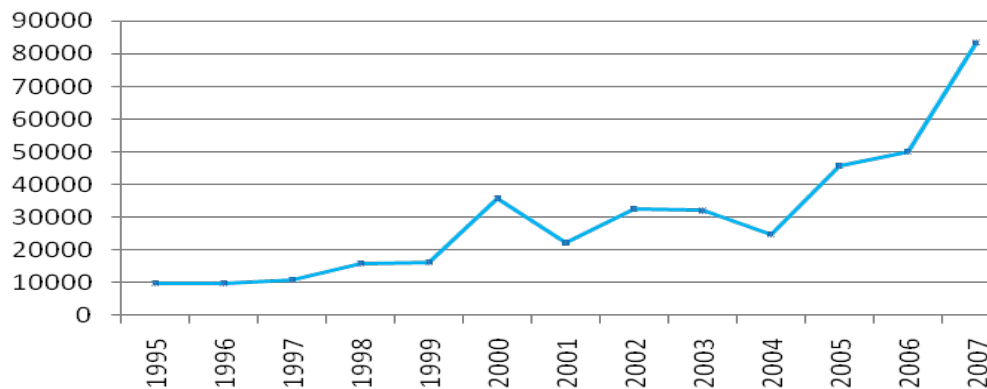
<sup>9</sup> “Sin considerar aproximadamente 3,065 millones de dólares de obligaciones perpetuas emitidas por entidades de propósito específico, mismas que no se computan como deuda bajo las normas de información financiera en México (NIF) pero que se consideran deuda para efectos de los PCGA en los Estados Unidos” (Cemex, Informe anual, 2007).

<sup>10</sup> Los conceptos de fondo de maniobra y capital de trabajo neto son sinónimos y es un parámetro relacionado con la estructura financiera de la empresa. Su naturaleza financiera representa el ciclo económico y financiero a corto plazo de la corporación y es aquí donde se encuentra su importancia económica. Dentro del ciclo económico se define el tiempo promedio entra adquisición de materiales y servicios (aprovisionamiento), su transformación (producción), su venta (comercialización) y finalmente su recuperación convertida en efectivo (cobro). El ciclo financiero se relaciona con la situación de tesorería de la empresa, es decir, la capacidad de liquidez que tiene una empresa para cubrir sus compromisos a corto plazo. En breve, el resultado de este índice refleja la gestión de la tesorería para obtener la liquidez que asegure el funcionamiento de la corporación. De manera contable el fondo de maniobra en su forma simple es la diferencia entre los activos y pasivos circulantes con un horizonte de tiempo de un año o menor. En la construcción de los parámetros o indicadores financieros, seguimos a Emery, Douglas y Finnerty (2000) y Eiteman, Stonehill y Moffett (2000).

de dinero suficiente para financiar todos los costos corrientes de la corporación.

### GRÁFICA 1

**Cemex**  
**Deuda a corto plazo, 1995 - 2007**  
 (miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

Como resultado de sus adquisiciones más importantes, sólo en 2006, registró un fondo de maniobra positivo, para después en 2007 y 2008 volver a caer. Al tener mayor acceso a los mercados financieros locales e internacionales se benefició de un entorno que facilitó las condiciones de un endeudamiento financiable y, además contó con un respaldo macroeconómico local, que le garantizó liquidez en términos de su propia moneda, para hacer frente a compromisos con moneda extranjera. Ello le permitió un fondeo en dólares que, ante la combinación de un tipo de cambio apreciado y un diferencial en tasas de interés local, le garantizaron el incremento de su rentabilidad financiera en comparación con la rentabilidad económica. En el año de mayor apalancamiento 2007, la rentabilidad financiera <sup>11</sup> se ubicó en 20.39%, mientras que la rentabilidad económica en 7.88%. En el periodo de sus principales

<sup>11</sup> Habitualmente la rentabilidad financiera se obtiene del parámetro ROE (return on equity), conocido también como la rentabilidad del capital contable (recursos propios) o rendimiento sobre las acciones.

adquisiciones la rentabilidad financiera de la empresa oscilo entre 12 y 20%. Sin embargo, el panorama cambio bruscamente a finales de 2008.

En resumen, tenemos una corporación global que en su expansión favoreció más su preferencia por la liquidez que su inversión productiva. Cemex utilizó el apalancamiento como un recurso para convertirse en la primera empresa de América Latina y una de las diez más importantes multinacionales no financieras.

Sin embargo, en el último trimestre de 2008, las presiones de pago de sus obligaciones de corto plazo presionó esta empresa de “Clase Mundial”, a adherirse a un plan emergente de garantías bursátiles por parte del gobierno mexicano para no declararse en insolvencia. El objetivo era buscar un refinanciamiento en el mercado de deuda privada de corto plazo con el aval de la banca de desarrollo. Como ejemplo de su fragilidad, el ROE se colocó en 0.96%, mientras que el ROA en 0.36%, en 2008.

Ahora, en un ambiente de apertura y liberalización financiera e incertidumbre en materia de tipo de cambio, obliga a Cemex a emprender un plan de reducción de costos vía reajustes en su plantilla laboral y austeridad de su inversión productiva. En un plan anunciado a inicios de 2009, contempla un recorte del 10 por ciento de su planta laboral y una reducción en su plan de inversión de 850 mdd. Además de comprometer una cantidad importante de sus recursos de capital, flujo de efectivo de sus operaciones y ganancias de la venta de activos a repagar la deuda y reducir el nivel de apalancamiento.

A pesar de concretar un acuerdo con sus acreedores <sup>12</sup> que le permitió extender el vencimiento de su deuda de 4100 mdd, los

---

<sup>12</sup> El acuerdo establece el refinanciamiento de dos mil 300 millones de dólares de créditos bilaterales de corto plazo con vencimientos durante 2009 y principios de 2010 en dos créditos sindicados de largo plazo. El vencimiento final de los montos refinanciados en estos dos nuevos créditos será en febrero de 2011, con 607 millones de dólares con

cuales vencían en 2009, para ser liquidada en diciembre de 2010 y en febrero de 2011. La situación para los años venideros no se presenta como los más prometedores, por ejemplo, la corporación cementera anunció a principios de 2009 una emisión de deuda por 500 mdd como parte de su estrategia para refinanciar algunos de sus pasivos y reducir su deuda, la cual le mereció baja en su calificación crediticia por Fitch y Standard & Poor's, a principios de año.

La crisis actual, calificada como una crisis global económica y financiera, compromete aún más la recuperación de la empresa, sobre todo, si se considera que su reciente expansión fue sobre la base de premisas financieras, que le garantizaron liquidez y rentabilidad financiera de corto plazo y, no con base a la inversión y las estrategias productivas de largo alcance. Una expansión lograda a expensas de la *financiarización*, es una expansión que debilita los planes de empleo y producto de una empresa y compromete en general la viabilidad de la misma corporación. Hoy Cemex abandonó su estrategia de expansión y está enfocada a la reestructuración de pasivos que ese crecimiento les generó.

## **Vitro**

Vitro es una de las primeras corporaciones con matriz en México que inicia su internacionalización contemplando el mercado externo con el objetivo de convertirse en un productor de vidrio internacional. En el mismo año que Cemex emprendió su expansión <sup>13</sup> adquiriendo el control de varias unidades al norte de los Estados Unidos, Vitro compró en 1989 su subsidiaria Anchor Glass Container Corp., el segundo mayor productor de envases de vidrio de aquel país, que seis años después decidió ponerla a la

---

amortización en 2009 y 536 millones de dólares con amortización en 2010. El segundo acuerdo extiende a diciembre de 2010 mil 700 millones de dólares de los tres mil millones del crédito sindicado que vencía en diciembre de 2009.

<sup>13</sup> En año de 1989, Cemex adquiere ocho unidades en Arizona, Florida y Houston y Austin, Texas, que incluyen distribuidoras de cemento, molinos de cemento, cantera y concreto y materiales de construcción.

venta, a finales de 1996.<sup>14</sup> En 1994 Vitro reportó pérdidas por 1,675.5 mdd, en su mayoría relacionadas con su empresa Anchor Glass Container.

La corporación Vitro es el principal fabricante de vidrio plano y envases de vidrio en México y se encuentra entre las primeras empresas a nivel mundial,<sup>15</sup> exportando productos a más de 50 países, contando con plantas en diez países y centros de distribución en América y Europa. Sus operaciones están organizadas en dos unidades de negocios: Envases<sup>16</sup> que representó aproximadamente el 51% de sus ventas en 2007; y, Vidrio Plano<sup>17</sup> que contribuyó aproximadamente con el 48% de sus ventas para el mismo año. Sus ventas en 2007 se situaron en 2,631 mdd, el 44% se realizaron en México y el 37% en Estados Unidos (Vidro, Informe anual, 2007). Después de la venta de Anchor Glass Container Corp., Vitro inicia un programa de reestructuración corporativa<sup>18</sup> y recapitalización enfocada principalmente a la venta de activos no estratégicos y activos fuera de su estrategia de largo plazo, con el propósito de fortalecer sus negocios principales, Envases y Vidrio Plano y reducir sus niveles de deuda. (Vidro, informe anual, 2007) Al concluir su proceso de desincorporación de unidades no estratégicas, inicia la compra (o participación accionaria) de empresas que se integran verticalmente a sus dos unidades de negocios.<sup>19</sup> Lo que aumentó sus necesidades de

---

<sup>14</sup> Dentro de las razones de su desincorporación se han señalado, desde la caída en el mercado de envases de vidrio en ese país, tecnología obsoleta en ciertos procesos, hasta problemas de coordinación y funcionamiento administrativo. El caso es que Vitro no recuperó su inversión en la compra de su subsidiaria, la cual remató en 365 millones de dólares, y en ese hecho se encuentra parte de la explicación de su “drama financiero” que vive en la actualidad.

<sup>15</sup> Después de Compagnie de Saint Gobain y Guardian Industries Corporation.

<sup>16</sup> Como productos principales: envases de vidrio, carbonato y bicarbonato de sodio, componentes de precisión, así como maquinaria y moldes para la industria del vidrio.

<sup>17</sup> Como productos principales: vidrio plano para la industria de la construcción y para la industria automotriz.

<sup>18</sup> La reestructuración de Vitro consistió en un proceso de fusión de sus subsidiarias con el propósito de fortalecer sus negocios principales: Envases y Vidrio Plano y reducir sus niveles de deuda. Esto es, se buscaba mejorar su perfil de deuda y fortalecer actividades básicas, a través de una integración vertical de sus negocios base. Al concluir su reestructuración, Vitro como sociedad tenedora mantiene el control de sus dos principales subsidiarias: Vitro – Envases Norteamérica (unidad envases) y Viméxico (unidad vidrio plano), que a su vez tienen el control de varias subsidiarias.

<sup>19</sup> En 2006, adquirió el control mayoritario de Vitro Flex, fabricante de vidrio templado y laminado para uso de vehículos Ford, también en ese año compró Vipasa, a través de su subsidiaria Comegua, empresa fabricante de envases de vidrio en Panamá. Para 2007, ejerció la opción de adquirir el otro 50% de las acciones de Vitro AFG (ahora Vidrio y Cristal del Noroeste) donde sus actividades principales son la fabricación, procesamiento y distribución de vidrio plano.



inversión de corto plazo, superando su capacidad de generar recursos. Vitro tuvo que buscar recursos adicionales, aumentando sustancialmente su índice de apalancamiento. Desde 1997 el índice de apalancamiento de la empresa se ha situado por encima del 140%, en el 2000, se coloca en 251%, llegando a 293% en 2004. Después de ese año, el índice siempre se ubica por arriba de 200%. A finales del 2007 la deuda de Vitro consolidada era de aproximadamente 1,373 mdd y su deuda fuera de balance ascendía a 139 mdd. (Vitro, informe anual, 2007)

La situación empeora al observar el comportamiento de la deuda en el corto plazo. (Gráfica 2) De acuerdo al informe de la propia empresa, a finales de 2007 su deuda de corto plazo denominada en dólares representaba el 68% de su deuda total de corto plazo y para marzo de 2008 llegaba al 96%. Al ser su deuda mayor en moneda extranjera, la empresa esta obligada a liquidar sus pasivos con dólares, los cuales pueden provenir de sus subsidiarias establecidas en el exterior. Sin embargo, la empresa reconoce que sus subsidiarias no generan suficientes ingresos en dólares para cubrir el total de sus obligaciones, en consecuencia, “tiene que utilizar los ingresos generados en pesos o en otras divisas para cubrir su deuda denominada en dólares” (Vitro, Informe anual, 2007).

Otra alternativa para cubrir sus obligaciones son los recursos que provienen de las inversiones en instrumentos financieros. En sus propios términos Vitro señala que “en el curso ordinario de los negocios, celebramos coberturas de tipo de cambio y otros derivados para cubrir nuestra exposición a las variaciones de tipo de cambio de moneda extranjera...[nuestras] obligaciones

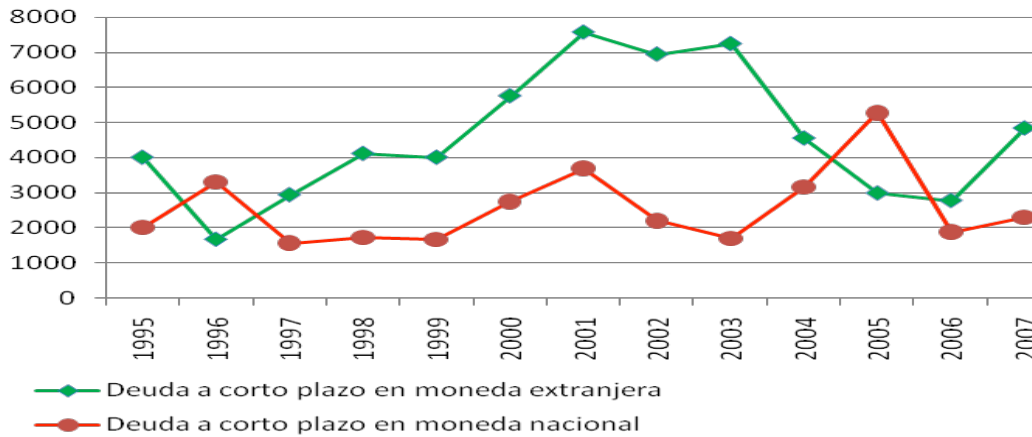
---

También, en 2007, adquirió el 55% de las acciones de PVA, una compañía dedicada a la instalación de productos de vidrio de valor agregado. Finalmente, en el primer semestre de 2008, a través de su subsidiaria Vitro Cristalglass, llevó a cabo la adquisición de las operaciones de Verrest et Glaces d'Epinau, fabricante de vidrio plano localizada en París. (Vitro, informe anual, 2007)

monetarias en dólares han excedido históricamente a nuestros activos monetarios en dólares”. (Vitro, informe anual, 2007) Así,

## GRÁFICA 2

**VITRO**  
**Deuda a corto plazo, 1995 - 2007**  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

el importe total sus ventas denominadas en dólares, excede el importe total de sus costos de venta y de sus gastos administrativos y de venta en dólares.<sup>20</sup> En tal caso su política de cobertura en instrumentos financieros derivados se justifica para minimizar su exposición a estos riesgos, los cuales además aparecen como necesarios para sus actividades propias, usuales e históricas. Se reconoce que la empresa opera una estrategia paralela en sus inversiones que consiste en invertir el efectivo disponible en instrumentos de corto plazo emitidos por bancos mexicanos e internacionales y valores emitidos por gobiernos de México y de los Estados Unidos. (Vitro, Informe anual, 2007) El siguiente cuadro muestra sus operaciones con instrumentos derivados.

<sup>20</sup> Para el 2007, sus activos monetarios se encontraban en 259 millones de dólares, mientras que sus pasivos se situaban en 1,443 millones de dólares, sus activos eran 5.57 veces menos que sus pasivos.

**VITRO**  
**Resumen de Instrumentos Derivados, 2007**  
(millones de dólares)

<b>Instrumento</b>	<b>Valor</b>
Divisas <sup>1</sup> (instrumentos 2 complejos) <sup>4</sup>	2
Tasa de interés <sup>2</sup>	194
Gas natural <sup>3</sup>	-550
Implicitos	12
<b>Total</b>	<b>342</b>

<sup>1</sup> Con vencimiento a diciembre de 2008

<sup>2</sup> Con vencimiento de febrero de 2007 a febrero de 2012

<sup>3</sup> Con vencimiento en abril de 2008

<sup>4</sup> Identificados así por la propia empresa

Fuente: Informe anual, 2007:102 – F- 21

Como en el caso de Cemex, el mercado de productos financieros derivados aparece como línea adicional e independiente a la empresa para obtener financiamiento asociado al alto rendimiento. Se trata de operaciones estrictamente financieras donde un factor determinante es la relación entre el costo del capital y la rentabilidad esperada del mismo. Es básicamente un “trade – off” entre coste, riesgo y rentabilidad. Vitro ha reconocido pérdidas en instrumentos derivados, principalmente asociados en coberturas de gas natural, por alrededor de 356 mdd <sup>21</sup>. La principal fuente de liquidez de la empresa, generada por la operación en cada una de sus unidades de negocio y la venta de ciertos activos se destina mayormente al repago (prepago) de la deuda. En los años de 2005, 2006 y 2007 estos pagos representaron el 89.2%, 87.1% y 83.6%, de sus fuentes de recursos respectivamente. (Vitro, Informe anual, 2007) Ahora, si sólo consideramos los ingresos generados por sus

<sup>21</sup> Desde finales de octubre de 2008, Vitro reportaba dificultades para cumplir con sus obligaciones de corto plazo debido a pérdidas en instrumentos derivados. Como resultado las calificadoras Moody’s, S&P y Fitch Ratings, bajaron la calificación de deuda de la corporación, reflejándose una caída en las acciones de la empresa. A mediados de marzo de 2009, la empresa anunciaba un acuerdo con acreedores para negociar plazos y pagos por 240 millones de dólares y reconocía pérdidas por 358 millones de dólares en derivados.

ventas en el exterior, éstas sólo podían cubrir el 29.2% de su deuda en moneda extranjera de corto plazo para 2007.

El análisis del comportamiento de su rentabilidad financiera y económica permite entender por qué la empresa estuvo a punto de declararse en concurso mercantil a finales del 2008. Tanto el ROE como el ROA, presentan comportamientos por debajo de la unidad a partir del 2000. En el 2007 su rentabilidad financiera se colocó en 0.095 %, mientras que la rentabilidad económica se ubicó en 0.027%. Desde la venta de Anchor Glass Container Corp., en 1996 la empresa no se ha podido recuperar. Desde la constitución del grupo en el año 1936 (antes grupo Fomento de Industria y Comercio S.A.) nunca se había encontrado en una situación tan vulnerable como ahora. Atrás quedaron los años donde aceleró su integración vertical (antes lo había hecho horizontalmente) por medio de la compra de las empresas competidoras, en algunos casos propiedad de extranjeros. También estableció asociaciones con capital extranjero para crear nuevas empresas y contó además, con su propio centro de investigación tecnológica. Era considerada un ejemplo en las alianzas tecnológicas y convenios de asistencia técnica.

Ahora, ante su fallido proceso de internacionalización, la empresa inició una reestructuración encaminada a fortalecer sus operaciones básicas, integrando verticalmente sus unidades de negocios. Para ello, desincorporó activos no prioritarios y adquirió otros, aunque estas adquisiciones no representaron una acción de envergadura como cuando compró a Anchor Glass. Un hecho importante es la recuperación accionaria de su división de Envases a través de una fusión. En un movimiento de accionistas, recobró una parte sustantiva de su división de Envases y le arrebató a un socio extranjero su participación accionaria para recuperar el 100% de su propiedad de Vitro – Envases. Esta acción le permitió reestructurar parte de su deuda, contar con un flujo de efectivo extra y subir su

calificación. Todo, sin que representará un desembolso para nuevas inversiones.

Una parte importante de su efectivo lo destinó al pago de obligaciones de corto plazo, en tanto que otro lo concentró en la inversión de instrumentos financieros derivados, ocasionándole una pérdida que sumado al comportamiento de sus indicadores de fondo de maniobra, apalancamiento y rentabilidad, la ubicó en una situación de quiebra.

Vitro y el Royal Bank of Scotland, establecieron un programa de venta de cartera que provee recursos a una de sus subsidiarias, con un saldo aproximado de 19 mdd. A principios del 2009, Vitro debía alrededor de 358 mdd en instrumentos derivados a siete bancos, a un sinnúmero de tenedores de certificados y de bonos, además de instituciones bancarias. El monto total de la deuda ascendía a mil 652 mdd, además la empresa enfrentaba también la primera demanda legal. La firma Credit Suisse International, le exigía el pago de 85 mdd por concepto de operaciones con derivados financieros. La estrategia seguida por Vitro no la alejó de su vulnerabilidad sino la acrecentó más. Una estrategia guiada por los caminos de la *financiarización*, la acercó más al umbral de la pérdida total.

### **Gruma (Grupo Industrial Maseca)**

Inicia sus operaciones en rama productora de alimentos, fundamentalmente harinas, tortilla y pan en 1971. Desde entonces ha incursionado con pequeñas operaciones en el mercado de Centroamérica, Sudamérica, así como al sur de los Estados Unidos. Gruma<sup>22</sup> es el mayor productor y distribuidor de tortilla y de harina de maíz en el mundo.<sup>23</sup> (Gruma, Informe anual, 2007)

---

<sup>22</sup> Además de los intereses en sus subsidiarias productoras de harina de maíz y tortillas, poseen el 8.62% del capital social de GFNorte, lo que representó aproximadamente 2,714 millones de pesos de sus activos totales y 32% de su utilidad neta para 2007.

Sin embargo desde 1996, de la mano de Archer Daniels -Midland Corp., logra una importante presencia en los mercados de Estados Unidos, Centroamérica y Sudamérica. En asociación adquieren el 60% de un grupo empresarial que cuenta con plantas productoras de harina en California y Kentucky. Con esta operación logró controlar 25% del mercado de harina de maíz en aquel país. Desde entonces cuenta con filiales productoras de harina (maíz y trigo) y productos terminados en Estados Unidos, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Venezuela y Chile.

Como resultado de esta asociación, Archer Daniels – Midland es propietario, directa o indirectamente de un 23.24% de las acciones de Gruma, pero también es tenedora de acciones de subsidiarias, principalmente molinos<sup>24</sup>, por lo que tiene alguna influencia de las decisiones corporativas. En su informe anual Gruma sostiene, “tenemos la obligación de obtener el consentimiento y la cooperación de Archer Daniels -Midland con respecto a ciertas decisiones que se requieren para aumentar nuestras inversiones y para implementar nuestras estrategias de negocio.”<sup>25</sup> El 51.5% de las acciones corresponden a Roberto González Barrera y su familia, mientras que consejeros y funcionarios poseen el 0.12% y otros accionistas el 25.1%.<sup>26</sup> (Gruma, Informe anual, 2007)

A pesar de su presencia en Europa, Asia y Oceanía, los mercados de los Estados Unidos y México son los más relevantes donde cuenta con más de 450 millones de potenciales de consumidores.

---

<sup>23</sup> Produce y distribuye más de 20 variedades de harina de maíz que se utilizan para producir y distribuir distintos tipos de tortillas y frituras de maíz.

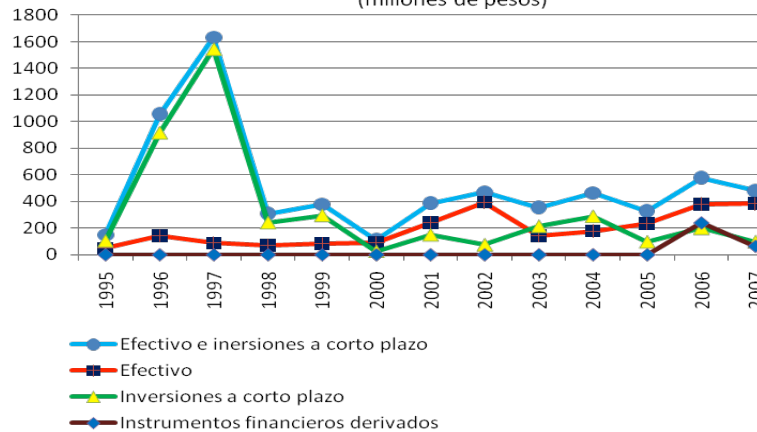
<sup>24</sup> Archer Daniels – Midland es uno de los principales procesadores y comercializadores de granos a nivel mundial, es propietaria, directa o indirectamente del 40% en la subsidiaria Molinera de México, y de una participación del 20% en la subsidiaria Azteca Milling. Además Archer Daniels – Midland es propietaria de una participación indirecta del 3% tanto de Molinos Nacionales, como en Derivados de Maíz Seleccionado. Estas subsidiarias representan el 11% de las ventas de Gruma (Gruma, informe anual, 2007).

<sup>25</sup> Adicionalmente Roberto González Barrera esta obligado a otorgarle a Archer Daniels – Midland el derecho de opción de compra en cualquier venta de sus acciones en Gruma. Lo anterior adquiere relevancia ya que las acciones en poder de Roberto González Barrera y su familia han quedado en garantía de algunos prestamos, por lo que “...si existiera un incumplimiento por parte del deudor y si los acreedores ejercen sus derechos respecto de todas o una parte de dichas acciones, el Sr. González Barrera y su familia podría perder el control de nuestra compañía y podría generarse en consecuencia un cambio de control” (Gruma, Informe anual, 2007).

<sup>26</sup> En los que figuran hijos, yernos, primos y nietos de Roberto González Barrera

### GRÁFICA 3

**GRUMA**  
Estructura de Tesorería, 1995 - 2007  
(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

El 44% de sus activos,<sup>27</sup> así como el 33% de sus ventas se localizan y provienen de México, mientras que el 49% de sus ventas en dólares son en Estados Unidos<sup>28</sup> lo que representa el 45% de las ventas.<sup>29</sup> En 2007 el total de ventas consolidadas fueron de 9,102 mdp y su principal crecimiento lo ha generado el mercado estadounidense. Le ha apostado a su integración vertical, con la producción de harina en ese país<sup>30</sup> para abastecer su producción de tortillas y pan en todo el país y en Centroamérica, aprovechando no sólo los hábitos alimenticios en la amplia población hispana y de Centro y Sudamérica en los Estados Unidos, sino también, “el creciente consumo de comida estilo mexicana por no-hispanos.” (Gruma, Informe anual, 2007)

<sup>27</sup> Se concentran en Grupo Industrial Maseca (GIMSA), Molinera de México, Productos y Distribuidora Azteca

<sup>28</sup> Gruma Corporation domina actualmente 80% del mercado estadounidense de harina de maíz y el 22% del mercado de tortillas. Actualmente con 10 plantas productoras de tortilla de maíz distribuidas en: Texas, California, Florida y Arizona. Su participación de mercado, en algunas localidades de Estados Unidos, es como sigue: Los Ángeles, 70%; San Diego, 70%; Phoenix, 65%, Dallas, 55%, Seattle, 55% Oklahoma City, 53%; Florida, 53%; San Francisco, 41 por ciento. En el renglón de harina de maíz cuenta con cinco plantas de este tipo en el país: dos de ellas en Texas, una en California, otra en kentuky, y una más en Evansville.

<sup>29</sup> Por medio de Gruma Corporation, Azteca Milling y Gruma Centroamérica

<sup>30</sup> En el mercado de Estados Unidos “las tortillas no son consumidas solamente en forma de comida mexicana, prueba de ellos es que las tortillas son utilizadas en la elaboración de envueltos (*wraps*), lo que continuará incrementando la demanda de tortillas” (Gruma, informe anual, 2009).

Su expansión ha estado acompañada con un incremento sistemático de su deuda, especialmente a partir de 2002 en moneda extranjera. Para el 2007, el 82% del total de sus obligaciones eran en moneda extranjera, para ese mismo año sólo el 21% de sus ventas en el extranjero estaban en condiciones de pagar su deuda denominada en moneda extranjera de corto plazo. Como se puede observar (gráfica 3), su excedente en efectivo lo destinó a inversiones de corto plazo y en instrumentos derivados. Sus operaciones con instrumentos financieros derivados no son registradas contablemente como instrumentos de cobertura.<sup>31</sup> Se registran inicialmente por el monto de la contraprestación pactada y al cierre de cada periodo se anota a su valor razonable de mercado, como pérdida o ganancia. El objetivo en estas operaciones es el de obtener financiamiento adicional de alto rendimiento y satisfacer sus necesidades de flujo de efectivo.

A finales de marzo de 2009, Gruma anunciaba que llegaba a un acuerdo con tres bancos para cubrir sus deudas generadas por las operaciones de instrumentos financieros derivados, los cuales ascendían a 668.3 millones de dólares y representaban el 87% del valor actual de mercado de todas las obligaciones contraídas por la empresa con los bancos por estas operaciones, aproximadamente 811 mdd. Lo que llevó a las agencias Fitch y Standard & Poor's a recortar sus calificaciones. Aunque a finales de 2008, la empresa había anunciado que obtenía una línea de crédito para liquidar las obligaciones en relación a su posición de instrumentos financieros de derivados con vencimiento en ese año (Emisnet, Bolsa Mexicana de Valores, 2008). Tenemos una empresa que operó su estrategia de internacionalización, después de lograr posesionarse en el mercado de Estados Unidos y México, gracias a la participación de su socio principal, Archer Daniela-Midland. Su expansión ha sido principalmente apalancada y en pasado reciente,

---

<sup>31</sup> Como es el caso de instrumentos derivados de materia primas, tipo de cambio y tasas de interés.



utilizó sus inversiones en derivados como un campo de negocios adicional e independiente de las necesidades de cobertura.

En breve, la forma de operar su tesorería y el comportamiento de su deuda en el corto plazo, guiados por los caminos de la *financiarización*, está generando serias dificultades para mantener el control de la empresa.

### **Fomento Económico Mexicano (FEMSA)**

FEMSA tiene su origen en la Cervecería Cuauhtémoc, primera cervecería mexicana fundada en 1890. La integración de la empresa data desde 1936, en ese entonces las actividades de FEMSA formaban parte del Grupo Monterrey. En 1974, al escindirse el grupo la división de bebidas y la de actividades bancarias se consolidaron bajo la denominación social de FEMSA. Entre 1977 y 1981 diversificó sus operaciones cuando adquirió embotelladoras en la industria de refrescos y de agua mineral y la creó tiendas OXXO, configurando una compañía de bebidas. Después de su segunda reestructuración corporativa y financiera<sup>32</sup>

en 1985 adquiere una participación mayoritaria en Cervecería Moctezuma y los activos de FEMSA los agrupa en 1988 en una sola entidad: Grupo Industrial Emprex (Emprex).

La participación de The Coca-Cola Corp., se efectúa en 1993, cuando una subsidiaria de la compañía adquirió 30% del capital social de Coca-Cola FEMSA. En conjunto, en 2003 compraron la plataforma continental Panamco<sup>33</sup> y en 2007 adquirieron el 100%

---

<sup>32</sup> Tenía inversiones en la industria hotelera, de la construcción, de autopartes, alimentaría y pesquera. Con la nacionalización de la banca en agosto de 1982, sus intereses financieros en Banca Serfin fueron separados del corporativo debido a la nacionalización de los bancos. Más tarde, en 1991, volvía a adquirir intereses en el sistema de pagos, esta vez, en Bancomer.

<sup>33</sup> Con lo cual empezó a producir y distribuir productos de la marca *Coca-Cola* más allá del centro de México y la región Golfo de México y en Centroamérica, Colombia, Venezuela y Brasil. Como resultado de la adquisición, The Coca-Cola Corp., incrementó su participación en el capital social de Coca-Cola FEMSA, pasando de 30% a 31.9%. (FEMSA, Informe anual, 2007)

de las acciones de Jugos del Valle <sup>34</sup>. Sus negocios principales <sup>35</sup> son Coca-Cola FEMSA y FEMSA Cerveza. Actualmente Coca-Cola FEMSA <sup>36</sup> es el embotellador más grande de bebidas marca *Coca-Cola* en AL y el segundo más grande del mundo, mientras que FEMSA Cerveza <sup>37</sup> es el segundo productor de cerveza en México y es considerada la decimosegunda cervecera del mundo. Sus ventas consolidadas en 2007 se ubicaron en 147,556 mdp, donde el 72% de sus ingresos se atribuyeron a las ventas en México, con 106,136 mdp. De este total, correspondieron el 46% a Coca-Cola FEMSA, <sup>38</sup> 26% a FEMSA Cerveza y el 28% a FEMSA Comercio. (FEMSA, Informe anual, 2007)

En cuanto a la expansión de FEMSA Cerveza, en 2006 adquirió de Molson Coors Brewing Company el 68% de las acciones de la cervecería brasileña Cervejarias Kaiser Brasil (Kaiser) hasta llegar a ser propietaria del 83% de la cervecera. Como resultado FEMSA participa dentro de los tres productores medianos de cerveza en ese país, operando ocho cervecerías. Actualmente FEMSA Cerveza exporta sus productos a 47 países, su principal mercado son los Estados Unidos, <sup>39</sup> el cual representó el 89% de sus exportaciones. Durante los últimos tres años FEMSA Comercio, aceleró su expansión de sus llamadas tiendas de conveniencia, abriendo 2,097 nuevas tiendas OXXO, principalmente en el norte del país. Durante 2008, abrió 811 tiendas más y espera al finalizar 2009, inaugurar otras 750 tiendas.

---

<sup>34</sup> La compra se realizó en partes iguales, por 380 millones de dólares y adquirieron un deuda de 90 millones de dólares.

<sup>35</sup> Además es propietaria del 100% de las acciones de Desarrollo Comercial FEMSA. A través de ella opera 6,374 tiendas de convivencia OXXO en México. Representando la cadena más importante de esta línea de tiendas en el país. Para el 2009, contemplan la apertura de 750 establecimientos más.

<sup>7</sup> Dedicada a la producción, distribución y comercialización de cerveza. Además es propietaria del 83% de la cervecería brasileña Cervejarias Kaiser Brasil (Kaiser).

<sup>36</sup> Tiene 11 embotelladoras de refrescos en México y 18 distribuidas en Centroamérica y Sudamérica.

<sup>37</sup> Posee 6 cervecerías en México y 8 en Brasil. Además es propietaria de 8 empresas dedicadas a la fabricación de latas, hermetapas y tapas de latas, decoración de botellas, botellas de vidrio, mina de arena sílica y una maltera.

<sup>38</sup> Un dato adicional es que el consumo per cápita de refresco de cola en el país fue de 414 porciones de ocho onzas en 2007. Si consideramos que cuatro onzas representa el tamaño individual, entonces en promedio cada mexicano consumió 2.5 refrescos individuales cada día de 2007, representado el mayor de Latinoamérica.

<sup>39</sup> El consumo per cápita en este país fue de 82 litros en 2007, mientras que en México alcanzó los 59 litros.

Su deuda ascendió a 40,029 mdp en 2007. La deuda a corto plazo representó el 23%, con 9,364 mdp y su deuda de largo plazo, significó el 77%, ubicándose en 30,665 mdp. Por subsidiarias, Coca-Cola FEMSA y FEMSA Cerveza concentran el 75% de la deuda total, FEMSA Comercio no presenta deuda y sus otros negocios concentran el 25%. (FEMSA, Informe anual, 2007)

Se observa que el comportamiento de su deuda en moneda extranjera durante los últimos cuatro años se ha mantenido por debajo de su deuda de corto plazo en moneda nacional, y como lo sugieren sus estados financieros, su deuda de largo plazo, es más importante que la de corto plazo (gráfica 4). Sin embargo, la tendencia de la deuda total ha mantenido un crecimiento constante desde 2002 y a partir del 2005 la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda total ha crecido significativamente, ubicándose en 40%, 44% y 52%, durante los años 2005, 2006 y 2007 respectivamente. A finales de octubre de 2008 FEMSA poseía más de la mitad de su deuda en instrumentos que tenían que ser renovados en los próximos meses. Durante 2009, tiene vencimientos de deuda por 11 600 mdp de los cuales espera refinanciar 9 300 mdd y pagar el resto con el efectivo de sus operaciones (Economática, 2007).

Generalmente los componentes de la tesorería de una empresa, representan sus fuentes de financiamiento. El efectivo y las inversiones a corto plazo<sup>40</sup> son los componentes más activos de tesorería para hacer frente a sus necesidades de operación de la empresa y representan la disponibilidad real de todos sus activos líquidos. Si relacionamos el total de su tesorería con su pasivo corriente, obtenemos la razón de tesorería, que mide cuanto dinero está disponible para pagar las obligaciones. Para el 2007, sólo el

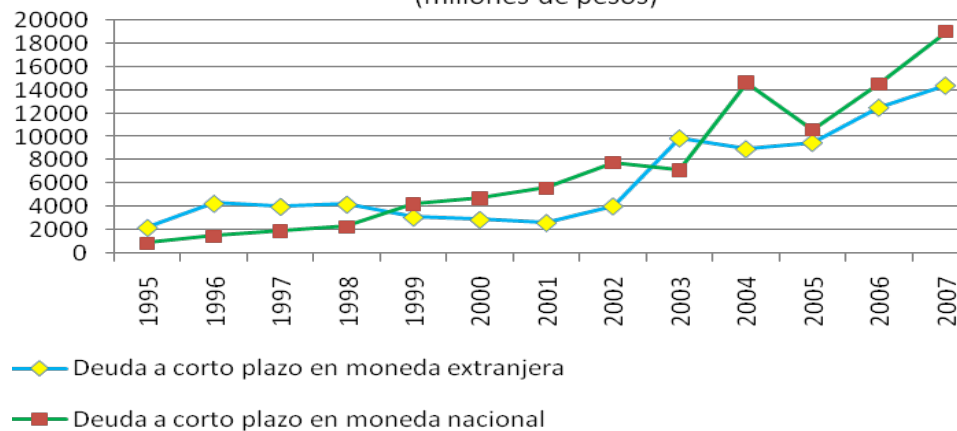
---

<sup>40</sup> La política de FEMSA es el de mantener al menos el 30% de su efectivo en instrumentos del Gobierno Federal Mexicano. (FEMSA, Informe anual, 2007)

33% de la tesorería de FEMSA podía ser utilizada pagar su deuda (Economática, 2007).

## GRÁFICA 4

**FEMSA**  
Deuda a corto plazo, 1995 - 2007  
(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

Bajo este panorama, las condiciones macroeconómicas en México son relevantes para las expectativas de FEMSA, en particular los niveles de la tasa de interés y la certidumbre relativa sobre la evolución del tipo de cambio. Por un lado, como se señaló más arriba, el 46% de sus ingresos en 2007 se generaron a partir de sus ventas por Coca-Cola FEMSA, donde algunos de los materiales utilizados para el embotellamiento de sus productos se pagan con referencia al dólar. Si consideramos que el 69.4% de los ingresos totales consolidados de FEMSA estaban denominados en pesos mexicanos en 2007, una devaluación de la moneda local con respecto al dólar podría incrementar sus costos operativos. Mientras que, como se mencionó antes, en 2007 el 52% de su deuda total era de corto plazo, un aumento en las tasas de referencia incrementan consecuentemente los pagos de interés. El comportamiento de la tasa de interés afecta de manera significativa tanto su capacidad de pago, como su utilidad. Ambos procesos se presentaron en el último trimestre de 2008, es decir, un incremento

de la tasa de interés local y una devaluación del peso con respecto al dólar. Como resultado, su utilidad disminuyó en 35% durante el tercer trimestre de 2008 y 78% durante el cuarto trimestre, con respecto a igual periodo de 2007. Mientras que la depreciación ocasionó una pérdida cambiaria por 1, 898 mdp (Emisnet BMV, 2008).

Coca-Cola Corp. ejerce una influencia muy significativa en las decisiones económicas y financieras de FEMSA. No sólo por ser su principal accionista, además posee los derechos de embotellador, establece sus precios para su concentrado, material de empaque y edulcorantes. Tiene además el derecho de prohibir a Coca-Cola FEMSA embotellar, producir o distribuir cualquier otra bebida sin su autorización, pero se reserva el derecho de importar o exportar bebidas de marca *Coca-Cola* hacia y desde cada uno de sus territorios y, además puede tomar la decisión de no renovar los contratos de embotellador de Coca-Cola FEMSA. Si consideramos que en 2007, el 95% aproximadamente del volumen de ventas de Coca-Cola FEMSA fue producto de la ventas de bebidas marca *Coca-Cola*,<sup>41</sup> la influencia de este últimos es sustancial en el comportamiento y destino de FEMSA. Lo cual se agrava por el entorno macroeconómico, mostrando la vulnerabilidad de la empresa: su dependencia con su socio principal y los costos de su expansión productiva. (FEMSA, Informe anual, 2007)

### **Reflexión Final**

Al estudiar las actividades y estrategias de crecimiento empresarial de Cemex, Vitro, Gruma y Femsas, se encontró que las finanzas condicionan toda la gestión del grupo en la constitución de su ganancia. En estas empresas se pueden identificar estrategias en común, tanto en sus planes de expansión e internacionalización,

---

<sup>41</sup> Considera dentro de su línea de *Colas: Coca-Cola Light, Coca-Cola Light sin Cafeína y Coca-Cola Zero*, agua natural *Ciel* y refrescos de sabor *Fanta, Sprite, Lith y Fresca*.

como en el manejo y destino de su flujo de efectivo, esto es, en el comportamiento de sus tesorerías. Se trata de procesos de *financiarización* en la gestión de las corporaciones. Como parte de sus planes de expansión, a través de las adquisiciones y fusiones impulsaron una estrategia de retorno a las actividades básicas, integrando verticalmente sus procesos productivos en distintos espacios económicos por medio de su negocio base. En una sola operación buscaron internacionalizar su cadena productiva y abastecer su mercado respectivo y/o posicionarse en el mercado interno sin necesidad de destinar necesariamente nuevos recursos a la inversión.

Al tener mejores condiciones hacia un endeudamiento viable, aumentaron el apalancamiento para el fondeo en dólares. El “efecto de apalancamiento” se valió de dos circunstancias. Por una parte, en el espacio económico local, la combinación de los niveles de la tasa de interés y la certidumbre relativa sobre la evolución del tipo de cambio, les garantizó que sus activos líquidos no sufrieran erosión en términos de dólares. Por otro lado, al aumentar su endeudamiento en un periodo en el cual su rentabilidad económica disminuía, beneficiaron la rentabilidad de los recursos propios (rentabilidad financiera). Es decir, el costo de la deuda fue inferior a la rentabilidad económica. En el mundo de las finanzas, a este proceso se le conoce como el principio de “maximización de beneficios”. Además, obtuvieron financiamiento adicional de alto rendimiento al participar en mercados financieros estructurados. Se instalaron en el mercado de instrumentos financieros derivados como un campo de negocios adicional e independiente a las necesidades propias de la empresa, es decir, sus inversiones no respondían a necesidades de cobertura, sino a necesidades de flujo de efectivo.

Finalmente, como se probó a principios de 2009, adquirieron liquidez en el mercado local para pagar sus pasivos en dólares

cuando lo necesitaron. Se favorecieron así, de la garantía que les ofrece el Banco de México: mantener e incrementar la acumulación de reservas internacionales para que puedan satisfacer sus obligaciones en moneda extranjera, ante una modificación en la paridad cambiaria. El resultado fue la generación de mejores expectativas para las grandes empresas a través de simples operaciones financieras, privilegiando más los ingresos financieros que las ganancias productivas. Hoy, de acuerdo a las condiciones macroeconómicas en las que se conducen y en función de su rentabilidad, en las grandes empresas predomina su *preferencia por la liquidez frente a la inversión productiva*. En tiempos de *financiarización* un sector importante de las grandes empresas que operan en México mantiene sus condiciones de rentabilidad, a pesar de socavar su propia actividad productiva.

### **Bibliografía**

- Bernis, Destanne Gerard (1999) *Globalidad y sistema monetario internacional*, en Globalidad, crisis y reforma monetaria, IIEc – UNAM, UAM – I, Porrúa, págs. 29 – 48.
- \_\_\_\_\_ (1988) El capitalismo Contemporáneo. Nuestro Tiempo, México.
- Cemex (2008) *Informe anual, 2007*
- Correa, Eugenia (2008) *Gasto y servicios públicos: Efectos del ajuste estructural*, en Revista Electrónica, Ola Financiera, número 3, UNAM, en [www.olafinanciera.unam.mx](http://www.olafinanciera.unam.mx)
- Chesnais, François (2003) *¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?*, en Las Trampas de las Finanzas Mundiales, Akal, Madrid, págs. 41 – 58.
- \_\_\_\_\_ (2001) *Mundialización financiera y vulnerabilidad sistémica*, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Losada, Buenos Aires, págs. 279 – 324.

- Economática, información electrónica. *Centro de información especializada*, Hemeroteca de la UAM, Unidad Iztapalapa.
- Emery, Douglas R, Finnerty D. John (2000) Administración financiera corporativa, Pearson Educación, México.
- Emisnet (2008) *información electrónica*, de las emisoras que cotizan en Bolsa Mexicana de Valores (BMV).
- Eiteman, K. David; Stonehill, I. Arthur y Moffett, H. Michael (2000) Las finanzas en las empresas multinacionales, Pearson Educación, México.
- FEMSA (2008) *Informe anual, 2007*
- Gruma (2008) *Informe anual, 2007*
- IXE (2008) *Resultados 3T08, sector cemento, Cemex, Grupo Financiero IXE*, en [www.ixe.com](http://www.ixe.com)
- Lapavistas, Costas (2009) El capitalismo financiarizado. Expansión y crisis, Maia ediciones, Madrid.
- Lichtensztein, Samuel (2008) *Las nuevas políticas económicas en América Latina: reflexiones y balance*, en Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, Vol. LXVII, número 265, julio – septiembre, págs. 189 – 200.
- Parguez, Alain (2006) *Moneda y capitalismo: la teoría general del circuito*, en Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina, CLACSO, Buenos Aires, págs. 45 – 59.
- Plihon, Dominique (2003) *La economía de fondos propios: un nuevo régimen de acumulación financiera*, en Las trampas de las finanzas mundiales, Akal, Madrid, págs. 23 – 40.
- Santiso, Javier (2008) *La emergencia de las multilatinas*, en Revista de la Cepal, número 95, Santiago de Chile, págs. 7 – 30.



- Vidal, Gregorio (2009) *Capitalismo rentista y otras historias*, en Revista Electrónica, Ola Financiera, número 2, enero – abril, UNAM, en [www.olafinanciera.unam.mx](http://www.olafinanciera.unam.mx)
- \_\_\_\_\_ (2008) *Empresas transnacionales, inversión extranjera directa y financiamiento de la inversión en México*, en Globalización y regionalismo: economía y sustentabilidad, UAM – I, UABS, Porrúa, México, págs. 89 – 121.
- \_\_\_\_\_ (2006) *América Latina: banca, mercados de capital y determinación externa del crédito*, en Reforma financiera en América Latina, CLACSO, Buenos Aires, págs. 47 – 66.
- Vitro (2008) *Informe anual, 2007*

Fecha de entrega: enero 2009

Fecha de aprobación: septiembre 2009