

# **ESTRATEGIAS FINANCIERAS COMO GENERADORAS DE VALOR: EL CASO RECIENTE DE CEMEX**

Mtro. Carlos Alberto García Soto \*

Jessica Lucero Martínez Cerda, Norma Isabel Torres Durán, Dagoberto Pacheco Buelna \*\*

## **RESUMEN**

El presente trabajo trata de un análisis realizado a CEMEX en lo referente a la recién adquisición de la compañía Rinker Group Limited y la situación por la que está atravesando CEMEX Venezuela respecto a la nacionalización del cemento en este país. Asimismo se podrán detectar elementos de instrumentos financieros derivados como los swaps, opciones, futuros y forwards; en donde por medio de ellos CEMEX ha podido obtener el financiamiento necesario para poder adquirir la compañía internacional de materiales para la construcción con sede en Irlanda, así como los riesgos que conllevan la utilización de los instrumentos mencionados anteriormente.

Finalmente se determina el impacto que tuvieron tanto la adquisición de Rinker Group Limited como la nacionalización del cemento en Venezuela sobre los resultados de CEMEX.

## **A B S T R A C T**

This work is an analysis of CEMEX Company in relation to the acquisition of the Rinker Group Limited and the situation in which CEMEX Venezuela is engaged regarding the nationalization of cement in this country. also can be detected elements of derivative financial instruments such as swaps, options, futures and forwards, where through them, CEMEX has been able to obtain necessary resources to accomplish the company's international building materials purchase, based in Ireland, as well as assume the risks that accompany the use of the mentioned instruments.

Finally it determines the impact that takes the acquisition of Rinker Group Limited as the nationalization of cement in Venezuela on the CEMEX's outcome.

---

\* Profesor del Departamento de Contaduría y Finanzas

\*\* Alumnos del Departamento de Contaduría y Finanzas

## **ADQUISICIÓN DE RINKER GROUP LIMITED**

CEMEX es una compañía global de materiales para la industria de la construcción en constante crecimiento que ofrece productos de alta calidad y servicios confiables a clientes y comunidades en más de 50 países del mundo. CEMEX continúa su trayectoria de beneficiar a quienes sirve a través de la constante búsqueda de soluciones innovadoras para la industria, mejoras en eficiencia y promoviendo un futuro sustentable.

En julio de 2007 CEMEX adquiere Rinker Group Limited, creando una de las compañías de materiales para la construcción más grandes y rentables del mundo. La adquisición de Rinker refuerza la estrategia de inversión a través de la cadena de valor de la industria; además de fortalecer significativamente la presencia en los negocios de agregados, concreto premezclado y productos de concreto, esta transacción permitirá un crecimiento más rentable y sostenible para servir mejor a nuestros clientes y generar más valor.

En noviembre CEMEX completa la venta de las operaciones en Arizona y Florida que el Departamento de Justicia de los Estados Unidos requirió desinvertir como resultado de la adquisición de Rinker Group Limited a CRH, la compañía internacional de materiales para la construcción con sede en Irlanda. CEMEX utiliza los recursos obtenidos en la transacción para reducir deuda.

Al finalizar 2007 los gastos financieros de CEMEX incrementaron 63%, para sumar un total de US\$807 millones, como resultado de un incremento de la deuda debido a la adquisición de Rinker. La cobertura de intereses fue de 5.7 veces, comparado con las 8.4 veces a finales de 2006. En lo que refiere a la deuda neta, fue de US\$18,904 millones al cierre de 2007, en comparación con US\$5,811 millones al cierre de 2006. La razón de deuda neta a flujo de operación al cierre de 2007 fue de 3.6 veces, contra 1.4 veces en 2006. El incremento estuvo relacionado con un nivel mayor de deuda requerido para la adquisición de Rinker.

En 2007 se adquirió el 100% del capital del productor australiano de materiales para la construcción Rinker Group Limited (“Rinker”). El precio de las acciones más los costos directos de la compra fue de aproximadamente U.S.\$14,245 (\$155,559), los cuales no incluyen aproximadamente U.S.\$1,277 (\$13,943) de deuda asumida. Por su ejercicio fiscal terminado el 31 de marzo de 2007, Rinker reportó ingresos consolidados por aproximadamente U.S.\$5,300, de los cuales aproximadamente U.S.\$4,100 fueron generados en los Estados Unidos y aproximadamente U.S.\$1,200 en Australia y China. Los estados financieros consolidados incluyen el balance general de Rinker al 31 de diciembre de 2007 y sus resultados de operación por el periodo de seis meses del 1 de julio al 31 de diciembre de 2007.

El crédito mercantil se reconoce a la fecha de adquisición considerando la asignación preliminar del precio de compra, y de ser aplicable, es subsecuentemente ajustado por cualquier corrección del valor preliminar de los activos adquiridos y/o pasivos asumidos, dentro de los doce meses posteriores a la compra. El incremento en el crédito mercantil en 2007 se debe a la adquisición de Rinker.

Con relación a la adquisición de Rinker en 2007, como parte de la distribución del precio de compra a los valores razonables de los activos adquiridos y pasivos asumidos, se identificaron y valoraron permisos de extracción en los sectores de agregados y cemento en los Estados Unidos y en el sector de agregados en Australia. Se han definido como intangibles de vida indefinida ya que CEMEX tiene la capacidad y la intención de renovarlos indefinidamente.

El crédito mercantil por unidad de reporte y los cambios de este rubro durante 2007 y 2006, son como sigue:

	2005	Adquisición (disposición)	Ajustes 1	2006	Adquisición (disposición)	Ajustes 1	2007
<b>Norteamérica</b>							
Estados Unidos	\$ 24,369	222	(1,688)	22,903	88,383	(1,549)	109,737
México	7,118	–	89	7,207	–	(795)	6,412
<b>Europa</b>							
España	8,874	575	(829)	8,620	–	(443)	8,177
Francia	2,612	331	60	3,003	57	79	3,139
Reino Unido	1,768	1,562	229	3,559	–	386	3,945
Otros Europa 2	958	105	35	1,098	–	(57)	1,041
<b>Centro y Sur América y el Caribe</b>							
Colombia	4,351	–	(131)	4,220	–	82	4,302
Venezuela	588	–	22	610	–	17	627
República Dominicana	169	–	12	181	–	10	191
Costa Rica	58	–	(26)	32	–	(2)	30
Otros Centro y Sur América y el Caribe 3	1,010	–	(161)	849	–	(40)	809
<b>África y Medio Oriente</b>							
Egipto	261	–	(14)	247	–	(18)	229
Emiratos Árabes Unidos	1,629	–	(81)	1,548	–	(98)	1,450
<b>Asia y Australia</b>							
Australia	–	–	–	–	9,065	–	9,065
Filipinas	1,282	–	2	1,284	–	(139)	1,145
Tailandia	432	–	(44)	388	–	(30)	358
Otros Asia	14	–	(1)	13	–	(1)	12
<b>Otros</b>							
Otras unidades de reporte 4	828	–	(44)	784	–	(44)	740
Inversiones en asociadas	126	(117)	(9)	–	–	–	–
	\$ 56,447	2,678	(2,579)	56,546	97,505	(2,642)	151,409

1 Los efectos presentados en esta columna refieren al movimiento en el crédito mercantil por fluctuaciones cambiarias durante el periodo entre la moneda funcional de la unidad de reporte y el peso, así como por al ajuste por actualización a pesos constantes.

2 El segmento de "Otros Europa" se refiere a las unidades de reporte en la República Checa, Irlanda y Letonia.

3 El segmento de "Otros Centro y Sur América y el Caribe" se refiere principalmente a las unidades de reporte en Panamá y Puerto Rico.

4 Este segmento se refiere principalmente a la subsidiaria de CEMEX en el negocio de la tecnología de información y desarrollo de aplicaciones de informática.

Entre abril y agosto de 2007, CEMEX negoció coberturas cambiarias en relación con la compra de Rinker, con el fin de cubrir la variabilidad en una porción de los flujos de efectivo por fluctuaciones entre el dólar australiano y el dólar, moneda en la cual CEMEX obtuvo financiamiento.

El monto nominal máximo de estas coberturas alcanzó aproximadamente U.S.\$5,663 en el mes de junio de 2007. Debido a los cambios en el valor razonable y la liquidación de estos

instrumentos se generó una ganancia aproximada de U.S.\$137 (\$1,496), la cual se reconoció en los resultados del período.

## **INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS ASOCIADOS A LA DEUDA DE CEMEX**

CEMEX periódicamente utiliza instrumentos financieros derivados como swaps de tasas de interés y monedas, contratos forward y opciones de monedas, así como derivados de capital con el fin de lograr nuestra estrategia financiera y de cubrir obligaciones contingentes.

Los instrumentos derivados se reconocen a su valor razonable estimado. Los cambios en el valor estimado ocurridos en el periodo se reconocen en el estado de resultados, con excepción a los cambios provenientes de instrumentos derivados designados en una relación de cobertura de flujos de efectivo, los cuales inicialmente se reconocen dentro del capital y posteriormente se reclasifican al estado de resultados en la medida en que los efectos de la posición primaria sujeta a coberturas impactan los resultados.

Al 31 de diciembre de 2007 y 2006, la información de los instrumentos derivados asociados a la deuda, es como sigue:

(Millones de dólares)	2007		2006	
	Valor nominal	Valor razonable	Valor nominal	Valor razonable
Intercambio de tasas de interés	U.S.\$ 4,473	68	3,184	39
Intercambio de tasas de interés y moneda	2,532	126	2,144	154
Contratos forward de moneda	2,098	39	703	(3)
	<u>U.S.\$ 9,103</u>	<u>233</u>	<u>6,031</u>	<u>190</u>

Para cambiar el perfil de la tasa de interés originalmente negociada, se han contratado swaps de tasas de interés relacionados con una porción de la deuda.

La información de estos instrumentos al 31 de diciembre de 2007 y 2006, es como sigue:

(Millones de dólares)	2007			(Millones de dólares)	2006		
	Valor nominal	Valor razonable	Tasa efectiva		Valor nominal	Valor razonable	Tasa efectiva
Deuda a largo plazo en U.S.\$ 1	188	—	5.0%	(i) Deuda a largo plazo en U.S.\$ 6	363	6	4.2%
Deuda a largo plazo en U.S.\$ 2	59	2	5.5%	(i) Deuda a largo plazo en U.S.\$ 7	1,037	10	4.9%
Deuda a largo plazo en U.S.\$ 3	1,688	3	5.1%	Deuda a largo plazo en U.S.\$ 8	1,584	21	4.5%
Deuda a largo plazo en € 4	1,313	42	4.9%	Deuda a largo plazo en U.S.\$ 9	200	2	4.5%
Deuda a largo plazo en € 5	1,225	21	4.7%	—	—	—	—
	4,473	68			3,184	39	

(i) Hasta su liquidación durante 2007, estos contratos se contabilizaron como coberturas de flujos de efectivo. Los demás contratos, tanto en 2007 como en 2006, no han sido designados como coberturas por contener opcionalidad.

Vencimiento	2007		Vencimiento	2006	
	CEMEX recibe	CEMEX paga		CEMEX recibe	CEMEX paga
1 Febrero 2008	LIBOR*	Dólar 4.7%	6 Junio 2009	LIBOR*	Dólar 4.0%
2 Enero 2008	LIBOR* más 475bps	LIBOR* más 50bps	7 Agosto 2009	LIBOR*	Dólar 4.7%
3 Agosto 2010	LIBOR*	Dólar 5.0%	8 Agosto 2010	LIBOR*	Dólar 5.0%
4 Marzo 2014*	Euro 4.8%	EURIBOR* más 78bps	9 Marzo 2010	LIBOR*	Dólar 4.3%
5 Junio 2011	EURIBOR*	Euro 4.3%	—	—	—

\* LIBOR, es la *London Inter-Bank Offered Rate*, tasa utilizada en los mercados internacionales para deuda denominada en dólares, en tanto que, EURIBOR es la tasa equivalente para deuda denominada en Euros. Al 31 de diciembre de 2007 y 2006, la tasa LIBOR fue de 4.70% y 5.32%, respectivamente, en tanto que, la tasa EURIBOR fue de 4.71% en 2007 y 3.85% en 2006. La definición “bps” significa puntos base. Un punto base es .01 por ciento. La tasa que CEMEX paga en este instrumento está limitada a 4.9%. Durante 2007 y 2006, para modificar la mezcla de tasas de la deuda, se contrataron y liquidaron swaps de tasas por un valor nominal neto de U.S.\$1,289 y U.S.\$459, respectivamente. Por las contrataciones y liquidaciones, se realizaron pérdidas por U.S.\$27 (\$295) en 2007, y utilidades por U.S.\$48 (\$562) en 2006 y U.S.\$4 (\$50) en 2005 las cuales se reconocieron en los resultados de cada periodo.

La liquidez de Cemex es sólida y está respaldada por una considerable generación de flujo de efectivo operativo. Al cierre de diciembre del 2007, la generación de flujo de operación sumó US\$3,598 y para el 2008, esperamos que la generación de flujo de operación se ubique alrededor de \$3,750 millones (cifra que podría verse ajustada conforme avance el tema de la nacionalización en Venezuela.) La liquidez de Cemex también se beneficia de su disponibilidad de líneas de crédito bancario comprometidas y su acceso a los mercados de capital y financiamiento bancario, además de diversas fuentes de financiamiento. A la

fecha, Cemex tiene alrededor de US\$1,000 millones disponibles en líneas de crédito comprometidas y, al cierre del cuarto trimestre de 2007 reportó alrededor de US\$794 millones en efectivo e instrumentos negociables. La empresa también tiene un buen acceso a los mercados de capital y al financiamiento bancario, que se refleja en la exitosa colocación de aproximadamente US\$3,700 millones en instrumentos de deuda en los mercados durante 2007. Esto se compara favorablemente con su deuda de corto plazo por US\$3,320 millones e inversiones en activo fijo de \$2,200 millones.

La empresa usa activamente instrumentos derivados como parte de su estrategia para el manejo de riesgos. A la fecha, ha sido manejable el efecto de pérdidas derivadas de transacciones de derivados, sobre el flujo de efectivo de la empresa. La disponibilidad de líneas comprometidas de Cemex le ofrece una cobertura para necesidades de efectivo que podrían resultar de las transacciones de derivados. Sin embargo, periódicamente revisamos las políticas y controles de la empresa sobre el uso de derivados.

## **NACIONALIZACION DE CEMEX - VENEZUELA**

Cemex es el mayor fabricante de cemento y hormigón de Venezuela, donde controla el 52 por ciento de la producción de cemento, y las ventas en ese país representaron alrededor del tres por ciento de sus ingresos totales. En Venezuela la compañía posee tres plantas con una capacidad de producción de 4,6 millones de toneladas de cemento al año y en ellas emplea a más de tres mil personas.

Cemex se estableció en Venezuela en 1994 con una inversión inicial de 300 millones de dólares (MD), la empresa cuenta con 3 plantas de Cemento, con capacidad de producción de 4.6 millones de toneladas anuales que representan aproximadamente el 4.5% del total, 33 plantas de concreto, 7 canteras de agregados, 13 centros de distribución terrestres y 4 terminales marítimas.

Con relación a ventas y EBITDA las primeras al cierre del 2007 representaron el 2.6% del total consolidada, mientras que el segundo representó el 2.7% del total. Esta participación

se debe diluir cuando la consolidación de las ventas de Rinker en los últimos doce meses sea total, ya que en el 2007 las cifras de Rinker se incorporaron a partir del tercer trimestre de 2007.

Con relación a la participación de mercado, CEMEX en Venezuela tiene el 50%, Lafarge el 23% y en la diferencia también participa Holcim.

CEMEX Venezuela cuenta con tres plantas de cemento, ubicadas en el oriental estado de Anzoátegui y en los occidentales estados de Lara y Zulia, así como una molienda de clinker en el estado de Bolívar, en el sur de la nación petrolera. Además de producir concreto, la firma es el único productor de yeso en Venezuela.

El grupo suizo Holcim posee en Venezuela una unidad con una capacidad instalada de 2.2 millones de toneladas de cemento al año, mientras que Lafarge cuenta con dos plantas de cemento en el país con una capacidad de producción total de 1.5 millones de toneladas al año.

La idea del Estado venezolano es emplear la capacidad productiva de la industria cementera para generar un boom de la construcción y permitir por ese medio un estímulo importante al crecimiento económico.

Los efectos económicos para CEMEX no son realmente importantes, sus inversiones en Venezuela representan sólo el 2% de su total mundial, además de esto, recibiría el 60% de los activos y una importante participación en el mercado venezolano. La cementera mexicana lleva más de 14 años obteniendo beneficios muy superiores a lo que originalmente pagó. Realmente de lo que se trata es de que CEMEX intervenga pero bajo control del estado.

La reacción de la burguesía mexicana y del propio gobierno ha sido totalmente histórica, reprobando dicha medida y señalando que hará uso de todos los medios a su alcance para proteger los intereses legítimos de empresas mexicanas en el exterior.



Los trabajadores de CEMEX Venezuela, no deben permitir la gestión capitalista de una empresa donde parte de su propiedad es de un Estado que se dice bolivariano y socialista.

Entre mil 200 y mil 400 millones de dólares (mdd) es lo que tendría que pagar el gobierno venezolano a Cemex si es que pretende quedarse con sus activos, dicha cifra representaría la cuarta parte de lo que el presupuesto federal asignó a diversos proyectos carreteros en México. La estimación fue realizada por analistas del sector cementero con base en las estimaciones de ingresos antes de impuestos para 2008.

Cemex en Venezuela posee tres plantas y otros activos que en 2007 le reportaron ventas por 571 mdd; de esta cantidad, 26% de los ingresos fueron por exportaciones a la costa oeste de Estados Unidos y otros mercados del Caribe.

Chávez dijo que nacionalizará la industria cementera como una medida para evitar el desabasto de su mercado interno, que demanda el producto y no es atendido debido a la exportación a grandes volúmenes.

En su informe anual de actividades de 2006, Cemex advertía a sus inversionistas que en caso de una nacionalización de sus activos por parte del gobierno venezolano existía la posibilidad de que no sean compensados a un valor de mercado de sus activos.

En 2007 Cemex hizo inversiones en bienes de capital por alrededor de 40 mdd. Entre 2004 y 2006 dedicó 76 mdd más para modernizar y ampliar la capacidad operativa de sus activos fijos.

Estas decisiones se tomaron aun y cuando desde febrero de 2003 las autoridades venezolanas impusieron controles cambiarios e implementaron un control de precios en diversos productos, incluyendo el cemento. La industria venezolana del cemento cuenta con cinco productores, con una capacidad total instalada de 10.1 millones de toneladas.

La nacionalización de las tres cementeras (Cemex de México, Holcim de Suiza y Lafarge de Francia), anunciada en abril del presente año, entró en vigencia el día jueves 19 de Junio luego de la publicación en la Gaceta Oficial del decreto que emitió el presidente Hugo Chávez para asumir el control de las empresas, lo cual fue indicado por la estatal Agencia Bolivariana de Noticias (ABN). El decreto presidencial prevé que las sociedades mercantiles Cemex Venezuela, Holcim Venezuela C.A. y la Fábrica Nacional de Cementos del grupo Lafarge y sus empresas filiales se transformarán en compañías del Estado, con una participación estatal no menor del 60% de su capital social.

Fueron declaradas de utilidad pública y de interés social las actividades que desarrollan las mencionadas sociedades mercantiles. El Presidente Chávez había anunciado en abril la nacionalización de las cementeras, pero no fue hasta el 19 de Junio del año en curso cuando se concretó la toma de control de las empresas por parte del Estado.

La emisión del decreto se dio después de que el Tribunal Supremo de Justicia dictaminó esta tercer semana de Junio que la nacionalización de las cementeras estaba ajustada a la constitución.

El máximo tribunal señaló en la sentencia que se justifica la gestión directa de la actividad cementera por parte del Estado venezolano porque eso incidirá en el desarrollo de infraestructura física dirigida a satisfacer intereses generales.

Las autoridades venezolanas iniciaron desde mediados de abril de este año conversaciones con los representantes de Cemex, Lafarge y Holcim Ltd., para proponerles un modelo de asociación donde el Estado tendría mayoría accionaria.

En medio de las negociaciones surgió una discrepancia entre la corporación estatal Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA), coordinadora del proceso de nacionalización, y Cemex Venezuela luego que la cementera transfirió las acciones que tenía en las subsidiarias que operan en Panamá, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Guadalupe.

PDVSA señaló a inicios de esta tercera semana de Junio en un comunicado que Cemex Venezuela tomó una decisión unilateral al vender sus activos externos sin notificar al Estado venezolano. Además PDVSA indicó que los títulos fueron vendidos por 355 millones de dólares, y que esa operación no generará movimientos de efectivo debido a que pasará al renglón de cuenta por cobrar de Cemex Venezuela.

Cemex dejó entrever que decidió desincorporar los activos externos para que no se vean afectados por el proceso de nacionalización.

La administración de Hugo Chávez planteó que la toma de control de las cementeras sería similar al proceso que realizó el año pasado con los cuatro proyectos petroleros de la faja oriental del río Orinoco, donde el Estado asumió una participación de 60 por ciento.

En general todo el curso nos pareció muy interesante y comprensible ya que se veían y aplicaban en la clase temas muy prácticos en el área de las finanzas y la administración de riesgos, los cuales nos serán de gran ayuda al momento de desempeñarnos en el ámbito laboral

Finalmente podemos decir que al terminar con el curso de Administración de Riesgos Financieros contamos con las nociones fundamentales de cómo se manejan en la realidad los instrumentos derivados como fuentes de financiamiento así como para la cobertura de riesgos.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- CEMEX, S.A. DE C.V.[http://www.cemex.com/CEMEX\\_AR2007/ESP/PDF/CEMEX\\_ar2007\\_ESP.pdf](http://www.cemex.com/CEMEX_AR2007/ESP/PDF/CEMEX_ar2007_ESP.pdf)
- STANDARD&POORS.<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/es/la/page.article/2,1,1,2,1052885537267.html>
- CEMEX, S.A. DE C.V.<http://www.cemex.com/espa/ic/PDF/2007/CXESP07-1.pdf>
- EL UNIVERSAL.<http://www.el-universal.com.mx/finanzas/63556.html>
- CNN.<http://www.cnnexpansion.com/negocios/2008/04/07/venezuela-nacionalizaria-solo-cementeras/view>
- LA CRONICA.[http://www.cronica.com.mx/nota.php?id\\_notas=368184](http://www.cronica.com.mx/nota.php?id_notas=368184)