

00667
6
2e.



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

Facultad de Contaduría y Administración
División de Estudios de Posgrado

CASO DE ESTUDIO:
REESTRUCTURACION FINANCIERA DE
CASA DE BOLSA UNO, S.A. DE C.V.

Que para obtener el Grado de
MAESTRO EN FINANZAS
p r e s e n t a

LIC. GABRIEL ALEJANDRO MALPICA MORA



Tutor: M.A. María Luisa Saavedra García

México, D. F.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

1998
262904



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

**ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA**



**A Dios,
por brindarme luz en
mi camino.**

**A mi esposa,
por ser el centro de mi
motivación.**

**A mis padres,
por todo su cariño
puesto en mí.**

**A mis hermanos,
deseando les sirva
de motivación.**

**A mis compañeros
de Auditoría Interna
de la Casa de Bolsa.**

A mis compañeros de aula.

**Agradezco a la M.A. María Luisa Saavedra García,
por su apoyo incondicional y las horas dedicadas a
realizar este trabajo.**

**También en especial agradezco
al M.B.A. Mauro Aguilar Narvaez,
por sus comentarios tan valiosos
y por los consejos brindados.**

**Agradezco a mis profesores
M.A. Eduardo Villegas Hernández
M.A. Jesús Ponce de León Armenta
M.A. y M.C. Juan Pedro Jaimes Flores
M.A. Gabriel Moreno Farías
M.E. Irma Zamora Casillas,
por todos sus comentarios y observaciones.**

**A la Facultad de Contaduría y Administración
de la UNAM, por los conocimientos puestos en mí.**

INDICE

<u>Tema</u>	<u>Página</u>
Introducción	1
Parte I. Objetivo y Resumen del Caso	3
Parte II. Marco Teórico	5
2.1. Mercados Financieros	5
2.2. El Sistema Financiero Mexicano	7
2.3. Marco Legal	10
2.4. El Mercado de Valores	11
2.5. Casas de Bolsa	13
2.6. Calificación de Valores	16
2.6.1. Definición	18
2.6.2. Títulos Sujetos a Calificación	18
2.6.3. Valor de Calificación	19
2.6.4. Vigencia de la Calificación	19
2.6.5. Materia-Objeto de la Calificación	19
2.6.6. Método de Calificación	19
2.6.6.1. Aspectos Cualitativos	20
2.6.6.2. Aspectos Cuantitativos	20
Parte III. Antecedentes de la Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V.	21
Parte IV. Desarrollo del Caso (Problema)	25
4.1. Preguntas del Caso	33
Parte V. Solución del Caso	34
5.1. Diagnóstico General de la Empresa	34
5.1.1. Misión y Metas	34
5.1.2. Análisis Externo e Interno	35
5.1.3. Habilidades Distintivas	36
5.2. Reestructuración Financiera	37
5.3. Plan Estratégico	39
5.3.1. Habilidades Distintivas	39
5.3.2. Análisis e Información Bursátil	41
5.3.3. Inversiones	41
5.3.4. Finanzas Corporativas	42
5.3.5. Operaciones con Divisas	43
5.3.6. Mercados Internacionales	43
5.3.7. Servicios Administrativos	43
Conclusiones	44
Glosario de Términos	46
Bibliografía	49
Anexo (Estados Financieros)	51

INTRODUCCION

El propósito fundamental de un caso de estudio consiste en proporcionar a los estudiantes experiencia sobre los problemas que enfrentan organizaciones reales. Un caso de estudio presenta un informe de lo sucedido en un negocio o industria durante varios años. Los casos son valiosos para los estudiantes de las áreas económico-administrativas por varias razones. En primer lugar, proporcionan el conocimiento de los problemas organizacionales para quienes probablemente no hayan tenido la oportunidad de experimentarlos en forma directa. En un período relativamente corto, el estudiante tendrá la oportunidad de apreciar y analizar los problemas que enfrentaron distintas empresas y de entender cómo trataron de afrontarlos los directivos de las mismas. En segunda instancia, los casos de estudio brindan la oportunidad de participar y ganar experiencia al exponer ideas a los demás sobre las diversas alternativas de solución del problema estudiado.

Con fundamento en lo anterior, se presenta este caso de estudio el cual se basa sobre datos y hechos reales, sin embargo fue necesario cambiar el nombre de la empresa con el fin de guardar el anonimato de la institución de estudio.

En la primera parte de este caso de estudio hago una descripción de cuáles son los objetivos que se persiguen en la descripción del mismo, así como un resumen del caso.

En la segunda parte, la cual he llamado marco teórico, describo la importancia de los mercados financieros, asimismo se detalla sobre la estructura e importancia del sistema financiero mexicano haciendo hincapié en las principales instituciones que lo conforma, además defino la importancia del mercado de valores, así como los aspectos fundamentales en la estructura operativa de las casas de bolsa.

En la tercera parte, llevo a cabo una descripción de la empresa, comentando sus antecedentes históricos, sus incrementos en las aportaciones de capital social y haciendo referencia de quiénes son sus principales accionistas.

En la cuarta parte, se detalla el desarrollo del caso, el cual he llamado el problema, en el cual se describe la situación que originó que la Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V. (CBU) se viera seriamente afectada en su estructura financiera.

En la quinta parte se llevan a cabo diversos cuestionamientos que pueden llevar a la solución del problema. Asimismo, describo la solución que tomaron los accionistas para salir de la situación precaria por la que enfrentó la casa de bolsa, misma que duró aproximadamente tres años.

Asimismo, en las conclusiones doy una opinión sobre la decisión que tomaron los accionistas de la casa de bolsa para hacer frente a la situación financiera por la que atravesó la empresa, además de que se describe la situación financiera actual de la casa de bolsa, resultado de la reestructuración financiera y organizacional de la misma.

Debo indicar que en virtud de los términos técnicos del área bursátil que manejo en este trabajo, incluyo un glosario de términos, los cuales se identifican con aquellas palabras escritas en negritas y en cursivas.

PARTE I. OBJETIVO Y RESUMEN DEL CASO

El nombre que le he puesto a este caso de estudio es "La reestructuración financiera de la Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V."

Los objetivos generales que persigue este caso de estudio son:

1. Que los estudiantes de finanzas identifiquen los riesgos de quiebra que puede afrontar una casa de bolsa al adquirir instrumentos financieros con una baja calificación.
2. Que estos mismos estudiantes conozcan las diversas estrategias que existen para reestructurar financiera y organizacionalmente una casa de bolsa en situaciones adversas.
3. Que se tenga presente la manera en que debe de formularse un plan estratégico, identificando primeramente las amenazas y oportunidades, así como las debilidades y fuerzas a través de un diagnóstico general de la empresa.

A continuación me permito describir brevemente un resumen de los acontecimientos de este caso de estudio:

La Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V. (CBU) se vio seriamente afectada en su estructura financiera en 1993, en virtud de la adquisición de instrumentos financieros, en su mayoría Certificados de Participación Ordinario Guadcol 92 que mantenía en posición propia, llamada posición neta de riesgo, para ofrecerlos en la mesa de dinero a los clientes inversionistas a través de operaciones de reporto. Debido a una alza en las tasas reales de interés, la CBU se vio obligada a pagar a los clientes la tasa prevaleciente de mercado, mientras que el instrumento financiero pagó rendimientos inferiores a la tasa real de mercado, por lo que la casa de bolsa sufrió pérdidas en su operación debido al diferencial de tasas. Sin embargo, debo mencionar que en virtud de que no se respetaron las políticas referentes al nivel máximo que debe tener en posición la mesa de dinero en instrumentos financieros y a la errónea decisión por parte de los responsables del área de mercado de dinero, CBU adquirió más de lo necesario los Certificados de Participación Ordinarios de referencia.

Debido a lo anterior, la CBU estuvo en la necesidad de llevar a cabo una reestructura financiera y organizacional, la cual comprendió una diversificación de servicios, una reducción de costos y gastos, una evaluación de cómo y de qué manera se debía inyectar recursos a la empresa para capitalizarla, así como una reorganización de funciones del personal y se redefinieron las políticas, normas y procedimientos de la casa de bolsa.

PARTE II. MARCO TEORICO

El sistema financiero mexicano nace a través de la necesidad de regular al mercado financiero del país. A este sistema financiero pertenece el mercado de valores y la CBU es parte integrante de este mercado de valores.

Por lo anteriormente escrito, en este apartado describo la importancia de los mercados financieros. Asimismo, abundo sobre el sistema financiero mexicano analizando las principales organizaciones que lo conforman, su marco legal y ubico la importancia del mercado de valores. En virtud de que las casas de bolsa pertenecen al mercado de valores, detallo las principales funciones de éstas, así como sus actividades y servicios que ofrecen a sus clientes.

2.1. Mercados Financieros

Los mercados financieros proporcionan a los individuos, a las empresas y a los gobiernos un medio a través del cual pueden modificar sus patrones de inversión en activos reales. El consumo actual se puede incrementar sacrificando consumos futuros mediante la adquisición de fondos en los mercados financieros. De igual manera, se puede posponer el consumo presente con la expectativa de un consumo futuro mayor a través de la inversión de fondos en dichos mercados.¹

Una de las actividades preponderantes de los mercados financieros consiste en canalizar recursos provenientes de individuos o instituciones superavitarias a otras entidades o individuos que requieren de financiamiento, es decir deficitarias en recursos.

¹Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V. Autor desconocido. Necesidad del Contador Público de Conocer el Uso de los Servicios que Prestan las Instituciones Financieras en Epocas de Crisis. 1995. p. 3.

En los mercados financieros las unidades económicas superavitarias reciben un rendimiento por los recursos monetarios que invierten en diversos instrumentos, llámense éstos pagarés, obligaciones, bonos, cuentas de cheques, cuentas de inversión, etc., mientras que las unidades económicas deficitarias pagan por los recursos que obtienen llamados interés en estos mercados.

Las entidades que requieren financiamiento se caracterizan por tener un ahorro insuficiente para satisfacer sus necesidades de consumo o de inversión en activos reales. A estas entidades se les conoce como unidades económicas "Deficitarias en ahorro". El caso opuesto lo forman las unidades económicas "Superavitarias en ahorro".² Las casas de bolsa emiten instrumentos financieros para las unidades económicas deficitarias y se colocan al público inversionista, que en este caso serían las unidades económicas superavitarias.

Las actividades de financiamiento que llevan a cabo las diferentes unidades económicas, se formalizan mediante documentos que emiten las entidades que requieren del mismo (denominadas "Emisoras"), y que reciben el nombre genérico de "Títulos, Valores o Instrumentos Financieros".³

Las emisoras de valores son unidades económicas "Deficitarias". Los inversionistas o compradores de valores, son unidades económicas "Superavitarias".

Las operaciones mediante las cuales una entidad adquiere títulos a cambio de los fondos que otorga, se conoce como "Compra" de o "Inversión" en títulos valores. De ahí que al adquirente de valores se le conozca como "Inversionista Financiero", "Ahorrador", o simplemente "Inversionista".

²Ibidem, p. 5.

³Idem.

Asimismo, se puede consultar el Artículo Tercero de la Ley del Mercado de Valores.

2.2. El Sistema Financiero Mexicano

Podemos definir al Sistema Financiero Mexicano, como el conjunto de instituciones que captan, administran, norman, regulan, orientan y dirigen tanto el ahorro como la inversión en el contexto político-económico que brinda nuestro país; asimismo, constituye el gran mercado donde confluyen oferentes (ahorradores o inversionistas financieros) y demandantes (emisoras de recursos o fondos monetarios).⁴

Las instituciones que operan en el Sistema Financiero Mexicano se clasifican en dos grandes subsistemas: El bancario y el no bancario.

Las instituciones básicas que constituyen el primero son las instituciones bancaria, cuyas funciones son: Depósito, ahorro, fiduciaria y crediticia. Por lo que respecta al subsistema no bancario, este comprende a las instituciones del mercado de valores, aseguradoras, afianzadoras y las instituciones auxiliares del crédito.

En términos generales, el sector financiero de la economía incluye a los mercados bursátiles, monetario, crediticio y cambiario. Las transacciones en estos mercados influyen y a su vez se ven afectadas por lo que ocurre con la oferta y demanda de bienes y servicios en el país.

En consecuencia, estos mercados son necesarios para asegurar la formación de capital y el crecimiento económico. Si no existieran se perderían o pospondrían inversiones y se limitaría el crecimiento disminuyendo el nivel de ingresos y el bienestar de los individuos en la economía.⁵

Actualmente el Sistema Financiero Mexicano, está conformado por:

- Entidades normativas
- Intermediarios financieros
- Agrupaciones financieras
- Instituciones de apoyo⁶

⁴Díaz Mata, Alfredo. Invierta en la Bolsa.- Guía para Inversiones Seguras y Productivas. Edit. Iberoamérica. Edic. 1994, México, D.F. p. 11.

⁵Casa de Bolsa Uno, Op. Cit. p. 10.

⁶Caro Razú, Efraín; Vega Rodríguez, Francisco Javier, et. al. El Mercado de Valores en México. Estructura y Funcionamiento. Edit. Ariel Divulgación. Edic. 1995 México, D.F. p. 20.

Entidades Normativas:

- Secretaría de Hacienda y Crédito Público
- Banco de México (BANXICO)
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (C.N.B.V.)
- Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (C.N.S.F.)

Otras entidades reguladoras son la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial (SECOFI) y la Secretaría de Relaciones Exteriores (SRE), las cuales norman la participación e intervención de entidades extranjeras en el Mercado Financiero Mexicano, y por lo que se refiere al tratamiento contable de la operaciones tanto activas como pasivas que se realizan dentro del marco financiero, el Instituto Mexicano de Contadores Públicos, a través de las diferentes comisiones de estudio creadas especialmente para este fin.⁷

Intermediarios Financieros:

Existen dos clases de intermediación: La intermediación directa, y la intermediación indirecta. La primera pone en contacto a oferentes y demandantes de recursos sin asumir el *riesgo del crédito*, esta forma de intermediación la han realizado especialmente las casas de bolsa; mientras que la intermediación indirecta capta los recursos de los oferentes y deciden por separado a quién asignárselos, asumiendo el riesgo del crédito concedido.⁸

La variedad de instituciones e instrumentos financieros en una economía incrementa la posibilidad de operaciones de ahorro e inversión entre unidades económicas tales como empresas, organizaciones no lucrativas, gobierno y público inversionista.

Agrupaciones Financieras:

Entre las reformas más recientes que ha tenido el Sistema Financiero Mexicano, está la autorización para la creación de las llamadas "Agrupaciones Financieras". En el año de 1989, el Presidente de la República propuso ante las autoridades financieras una serie de reformas donde se incluyeron algunas disposiciones relacionadas con la integración de estas agrupaciones.

⁷Casa de Bolsa Uno, Op. Cit. p. 13.

⁸Idem.

Posteriormente, en el mes de Julio de 1990, el Congreso de la Unión aprobó la "Ley para Regular las Agrupaciones Financieras", la cual regula la organización y funcionamiento de dichas agrupaciones.

Mediante la integración de agrupaciones financieras se pretende incrementar la oferta de servicios y competir más eficientemente con el exterior, aprovechando al máximo economías de escala.

Las agrupaciones financieras se deberán integrar por una **Sociedad Controladora** y por lo menos tres de las entidades siguientes: almacenadoras, arrendadoras financieras, casas de bolsa, casas de cambio, empresas de factoraje financiero, instituciones de banca múltiple, instituciones de fianzas, instituciones de seguros y operadoras de sociedades de inversión.⁹

Como restricción se establece que dentro de una misma agrupación, no podrán participar dos o más intermediarios de la misma clase, salvo operadoras de sociedades de inversión o instituciones de seguros, siempre y cuando estas últimas operen en diferentes ramos.

Instituciones de Apoyo:

Existen muchas y diferentes instituciones que apoyan el funcionamiento del Sistema Financiero Mexicano. Aquellas relevantes para el funcionamiento del mercado de valores, son las siguientes:

- Instituto Mexicano del Mercado de Capitales (I.M.M.E.C.)
- Instituto para el Depósito de Valores (I.N.D.E.V.A.L.)
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (A.M.I.B.)
- Asociación Mexicana de Bancos (A.M.B.)
- Calificadoras de Valores¹⁰

Adicionalmente a las instituciones mencionadas, es conveniente mencionar al Fondo de Contingencia en favor de los inversionistas del mercado de valores, que constituyen un instrumento de interés público, creado por la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (BMV), las casas de bolsa y por los especialistas bursátiles, con el reconocimiento y apoyo de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y de la Comisión Nacional

⁹Ley para Regular Agrupaciones Financieras

¹⁰Díaz Mata, Alfredo. Op. Cit. p. 40

Bancaria y de Valores. Este fondo está constituido en fideicomiso irrevocable en el Banco de México y por tiempo indefinido, cuyo objeto primordial es el de proteger a los inversionistas contra la contingencia de sufrir algún menoscabo patrimonial, cuando por cualquier circunstancia no les sean reembolsados los valores o fondos que hubieran confiado a las casas de bolsa, para actos propios de su actividad profesional.¹¹

2.3 Marco Legal

Dentro del marco legal que regula al Sistema Financiero Mexicano, debemos considerar al conjunto de leyes y normas que rigen las actividades de los componentes del mercado de crédito e inversión para regular su operatividad y vigilar la transparencia dentro de las sanas prácticas económicas.

Existen varias leyes que regulan la actividad financiera, de las cuales sólo menciono algunas de forma enunciativa, y que son:

- Ley General de Sociedades de Inversión
- Ley de Títulos y Operaciones de Crédito
- Ley de Instituciones de Crédito
- Ley Federal de Instituciones de Fianzas
- Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros
- Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito
- Ley del Banco de México
- Ley del Mercado de Valores
- Ley para Regular las Agrupaciones Financieras

Las normas que contemplan a la legislación financiera son dictadas por diferentes autoridades que regulan las diferentes actividades llevadas a cabo por las instituciones financieras, de las cuales menciono las siguientes:

¹¹El fondo de contingencia en favor de los inversionistas del mercado de valores está constituido en fideicomiso irrevocable en el cual actúan: Como fideicomitente, la Bolsa Mexicana de Valores, los especialistas bursátiles y las casas de bolsa; como fiduciario, el Banco de México; como fideicomisario, los inversionistas del mercado de valores que hayan entregado valores o fondos a los fideicomitentes para realizar operaciones en el mercado de valores con valores aprobados por la CNBV y por la BMV.

- Circulares emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en cuanto a:
 - Intermediación
 - Emisoras
 - Sociedades de Inversión
 - Agrupaciones Financieras
- Circulares emitidas por Banco de México
- Circulares emitidas por la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas
- Reglamento interno de la Bolsa Mexicana de Valores¹²

2.4. El Mercado de Valores

El término mercado de valores hace referencia a la serie de mecanismos que permiten las transacciones realizadas con valores, es decir, con los títulos descritos en el artículo 3° de la Ley del Mercado de Valores. Para poder realizar operaciones con ellos, deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y ser aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores. Dichos valores son los que están autorizados para comprarse o venderse a través de la Bolsa Mexicana de Valores.

Al mercado de valores también se le conoce como mercado bursátil. Cabe aclarar que si bien es cierto que esta equivalencia entre ambos términos es válida en México actualmente, con el funcionamiento del *mercado intermedio*, el cual no necesariamente opera a través de la bolsa, el término bursátil se utilizaría estrictamente para las operaciones en bolsa, en tanto que el mercado de valores incluiría a éstas y a las del mercado intermedio.

Por lo tanto, al mercado de valores lo podemos definir como el mecanismo que permite la emisión, colocación y distribución de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores. La oferta en este mercado está formada por el conjunto de títulos emitidos tanto por el sector público como por el sector privado. La demanda está constituida por los fondos disponibles para inversión, tanto de personas físicas, como de personas morales.¹³

El mercado de valores a su vez se divide en tres grandes ramas: El mercado de capitales, el mercado de dinero y el mercado de metales.

¹²Casa de Bolsa Uno. Op. Cit. p. 19.

¹³Caro Razú, Efraín; Vega Rodríguez, Francisco Javier, et. al. Op. Cit. p. 9.

El mercado de capitales es el punto de concurrencia de los oferentes de valores (representada por las empresas que cotizan sus valores en la Bolsa Mexicana de Valores) y por los demandantes representados por los inversionistas personas físicas y morales.

La característica primordial de este mercado se fundamenta en que la oferta y demanda de recursos es a mediano y largo plazo.

La institución básica de este mercado es la intermediación bursátil, quien conjuntamente con la Bolsa Mexicana de Valores, dan oportunidad a las empresas privadas o públicas para captar recursos a través de la colocación vía emisión de acciones, obligaciones y otros instrumentos bursátiles.

El mercado de capitales se ha clasificado en dos grandes sectores: el de rendimiento variable, que se enfoca prácticamente a acciones emitidas por las empresas y las cuales, como su nombre lo indica, no tienen un rendimiento garantizado y se encuentran sujetas a los resultados de las emisoras. La cotización de las acciones en la Bolsa Mexicana de Valores se realiza en forma individual, agrupándolas por sectores (comercial, industrial, minero, etc.).

El sector de renta fija, representa un crédito colectivo en favor de los inversionistas, y con cargo a la emisora y garantiza un rendimiento constante o flotante y su amortización regularmente es a su valor nominal al término del plazo pactado.¹⁴

En el mercado de dinero se comercian instrumentos de realización inmediata. Por lo general se trata de instrumentos de deuda de bajo riesgo y alto grado de liquidez. Hoy día, el mercado de dinero está integrado por los siguientes instrumentos: certificados de la tesorería de la federación, aceptaciones bancarias, papel comercial, certificados de depósito bancario y en cierta medida por obligaciones.¹⁵

¹⁴Cabe aclarar que según especialistas en el tema, se debe hacer hincapié en que estos instrumentos no son de renta fija, sino más bien, son instrumentos de deuda.

¹⁵Prácticamente el mercado de dinero en México surge a partir de la primera emisión de los Certificados de la Tesorería de la Federación. Estos certificados fueron creados mediante decreto publicado en el Diario Oficial del 28 de Noviembre de 1977, siendo la primera emisión en Enero de 1978.

El mercado de metales, se define como la compra-venta de metales amonedados; es decir, únicamente se negocian físicamente Centenarios y Onzas Troy en el Mercado de Valores Mexicanos. Por las características de la operación, ésta es escasa, en virtud de que se encuentran sujetos a los precios que establece el mercado internacional por lo que se refiere al establecimiento de los precios del Oro y la Plata.

2.5. Casas de Bolsa

“Las casas de bolsa son sociedades anónimas registradas como tales en la Sección de Intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Las actividades que las casas de bolsa pueden llevar a cabo son:

1. Actuar como intermediarios en el mercado de valores.
2. Recibir fondos por concepto de las operaciones con valores que se les encomienden.
3. Realizar operaciones por cuenta propia que faciliten la colocación de valores o que coadyuven a dar mayor estabilidad a los precios de éstos y a reducir los márgenes entre cotizaciones de compra y de venta.
4. Prestar asesoría en materia de valores”.¹⁶

Además de la asesoría en materia de valores, las casas de bolsa ofrecen también asesoría financiera en lo siguientes rubros:

- I. Para personas morales:
 - Adquisición y fusión de empresas
 - Valuación financiera de empresas
 - Análisis de factibilidad de proyectos de inversión
 - Reestructuraciones financieras o corporativas
 - Estructuración de cajas y fondos de ahorro
 - Manejo de tesorería.

¹⁶Díaz Mata, Alfredo. Op. Cit. p. 15.

También se puede consultar a: Villegas, Eduardo y Ortega, Rosa. Administración de Inversiones. Edit. Mc Graw Hill. Edic. 1997, México, D.F.; Cortina Ortega, Gonzalo. Prontuario Bursátil y Financiero. Edit. Trillas. Edic. 1995, México, D.F.; Marmolejo, Martín. Inversiones. Edit. IMEF, Edic. 1994, México, D.F.; y por supuesto la Ley del Mercado de Valores.

II. Para personas físicas:

- Portafolios de inversión
- Asesoría patrimonial integral
- Asesoría para fideicomiso testamentario.¹⁷

Las casas de bolsa son la figura dominante del mercado de valores en su calidad de intermediarios. Es importante destacar que la participación de estas figuras bursátiles nacionales en la transformación del mercado financiero mexicano en los años 80 y 90 ha sido decisiva. Por un lado, en los años en que el déficit gubernamental era importante, se convirtieron prácticamente en el eje de la intermediación de los valores gubernamentales, y por ende del mercado de dinero mexicano.

Actualmente, el desempeño de las casas de bolsa es volátil, ya que sus fuentes tradicionales de ingresos se han reducido, con la disminución del déficit gubernamental.¹⁸ Asimismo, con la entrada de México al mercado internacional de capitales, el mercado bursátil globalmente considerado ha experimentado una importante desintermediación, en favor del mercado internacional en la forma de negociación de *ADR's*, colocaciones de bonos, activos financieros bursatilizados, tales como Telmex, Banamex, Pemex y Nafin.¹⁹

No obstante ello, algunas casas de bolsa nacionales han logrado encontrar oportunidades de negocios constituyéndose, junto con la banca comercial²⁰, en una de las dos grandes líneas de negocios fundamentales de los recién constituidos grupos financieros mexicanos.

¹⁷Ibidem, p. 16.

¹⁸ Las principales fuentes de ingresos de las casas de bolsa se daban por la compra/venta en el mercado de dinero de títulos gubernamentales, sin embargo ahora con el incremento en las operaciones del mercado accionario, las casa de bolsa obtienen importantes ingresos a través de las comisiones que les cobran a sus clientes por la compra/venta de acciones.

¹⁹Caro Razú, Efraín; Vega Rodríguez, Francisco Javier, et. al. Op. Cit. p. 24.

²⁰Banca comercial es la banca de primer piso.

Es importante indicar que la conformación de los grupos financieros ha sido un camino singularmente complejo, en la cual ha sido frecuente la existencia de duplicidades entre las líneas fundamentales de negocios. Sin embargo, en lo que corresponde a las actividades específicas de una casa de bolsa claramente se distingue la intermediación de valores en el mercado secundario, así como la administración de portafolios. Estas actividades no pueden ser efectuadas por la banca comercial.²¹

Asimismo, mientras la banca comercial puede realizar emisiones de deuda pública, la de empresas privadas es realizada casi en exclusiva por las casas de bolsa. Vale la pena destacar, que para el funcionamiento de una casa de bolsa no sólo tiene que haber sido aprobada por las autoridades correspondientes, sino que tiene también que adquirir una acción en la Bolsa Mexicana de Valores.²²

Por otra parte, la Ley del Mercado de Valores estipula que la intermediación de los valores en el mercado será actividad de las casas de bolsa, las que para realizar tal fin deberán constituirse bajo las disposiciones reglamentarias de las leyes de Sociedades Mercantiles y adquirir la personalidad jurídica de sociedades anónimas.²³

En lo correspondiente a los requisitos básicos a cumplir por las casas de bolsa, destacan los siguientes:

- Estar inscritas en la sección de intermediarios de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores,
- Adquirir una acción de la Bolsa Mexicana de Valores al que están inscritos,
- Realizar la obligatoria aportación al fondo de contingencia en favor del público inversionista,
- Designar y mantener un mínimo de dos operadores en el piso de remates de la BMV.²⁴

²¹El mercado secundario es el conjunto de compradores y vendedores que sustituyen a los primeros tenedores de títulos. La continua rotación que tienen los títulos a través del mercado de valores se llama mercado secundario. La liquidez de un título está condicionada a que exista el mercado secundario.

²²Actualmente existen 32 Casas de Bolsa con autorización para operar en México, siendo cada una de ellas accionistas de la Bolsa Mexicana de Valores.

²³Ley del Mercado de Valores, Art. 11.

²⁴Ley del Mercado de Valores, Art. 13.

La mayoría de los ingresos generados por las casas de bolsa mexicanas provienen de actividades de intermediación, por comisiones en su calidad de *broker* y por posiciones propias en su calidad de *dealer*. En este sentido, las casas de bolsa actúan en los dos mercados descritos en el enunciado anterior. Por un lado, actúan en el mercado de dealer, con lo que obtienen beneficios por diferenciales de compra-venta, y por otra parte actúan en el mercado de broker obteniendo compensaciones por concepto de comisiones.

2.6. Calificación de Valores

Los orígenes de las instituciones calificadoras de valores se remontan a finales del siglo pasado, cuando iniciaron sus primeras actividades en el mercado de valores de los Estados Unidos.

Los ciclos económicos, y en especial, las variaciones del entorno financiero, son eventos que al afectar a grandes segmentos de la actividad productiva han puesto en evidencia la necesidad de contar con este tipo de instituciones. La tendencia hacia la internacionalización de los mercados de dinero y capitales ha propiciado que el servicio de calificación de valores se extienda a prácticamente todos los países.

Hacia finales de 1977, se instituyó el elemento fundamental para el desarrollo de un mercado moderno de instrumentos de deuda²⁵ en nuestro país, que fue la primera emisión pública de Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). A raíz de dicho acontecimiento, se puede afirmar que el mercado de títulos de deuda inició un desarrollo acelerado que continúa hasta nuestros días. En la actualidad, este mercado ha adquirido gran relevancia; la variedad de instrumentos y plazos disponibles ha aumentado y, como consecuencia, el análisis cuidadoso del riesgo de las distintas alternativas de inversión ha adquirido gran importancia.

La calificación de los títulos representativos de deuda que emiten las empresas mexicanas para ser colocadas en el mercado de valores, es un requisito que se estableció el 20 de abril de 1989 con la circular 10-118 de la CNBV. Dicha circular establece que las solicitudes de inscripción de *papel comercial* en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para que sean objeto de oferta pública e

²⁵Se denomina instrumento de deuda en virtud de que se registran como un pasivo por parte de los emisores.

intermediación en el mercado de valores, deberán acompañarse de copia del dictamen de una institución calificadoradora de valores autorizada por la CNBV para estos efectos, en el que conste su opinión favorable acerca de la existencia legal y la calidad crediticia de la emisora.

Con posterioridad a esta circular, se emitieron nuevas disposiciones que hicieron obligatorio el contar con la respectiva calificación para la emisión de cualquier tipo de instrumento de deuda bancaria y gubernamental, ya que no estaban obligadas a obtener calificación para ser colocadas en el mercado de valores mexicano.

Para que un mercado financiero opere en forma eficiente se requiere que las partes integrantes de éste estén bien informadas. En la medida en que las calificadoras aportan, mediante un análisis objetivo y fundamentado de cada emisión, mayores elementos para la adecuada toma de decisiones, cuyos beneficios para los participantes en el mercado serán los siguientes:

- a) Para los inversionistas.- Una opinión actualizada contribuye a formar un criterio que puede orientar, al incorporar mayor información acerca de la convivencia de invertir o no. Ello proporciona una mayor confianza y seguridad a todos aquellos que concurren al mercado de valores.
- b) Para los intermediarios bursátiles.- Poder acceder a un servicio de análisis profundo, facilitándoles la toma de decisiones en el proceso de intermediación y dándoles mayores elementos para asesorar de manera más eficiente a sus clientes en la constitución de sus *portafolios de inversión*.
- c) Para las emisoras.- En tanto indicador del nivel de riesgo asociado a la emisión de títulos de deuda, la calificación permite fundamentar la convivencia respecto de emitir o no dichos títulos. Asimismo, la calificación puede orientar al emisor sobre las diversas opciones financieras que conduzcan más eficazmente al logro de sus objetivos.

La necesidad de contar con una calificación para la emisión de títulos de deuda es un factor importante en la autorregulación de los participantes en el mercado de valores, ya que hace más transparentes las condiciones de legalidad y capacidad de la empresa emisora para cubrir el monto de la deuda contraída, en el plazo y condiciones estipulados.

Las instituciones calificadoras son entidades completamente independientes de criterio, que no pueden poseer ningún vínculo económico, directo o indirecto, con intermediario o emisor alguno en el mercado de valores.

Con objeto de apoyar la internacionalización del mercado de valores mexicano, las empresas calificadoras que tienen cobertura en varios países han comenzado a utilizar, en la determinación de sus sistemas y escalas de calificación, los mismos criterios generales reconocidos por los participantes en el *mercado global*.

2.6.1. Definición

Una calificación es un indicador que, entre otros, permite determinar el riesgo asociado a un título de deuda específico, en lo relativo al pago oportuno tanto de los intereses como del principal, en las condiciones pactadas.

2.6.2. Títulos sujetos a calificación

Las calificaciones se refieren a todas las emisiones de deuda colocadas por empresas en la Bolsa Mexicana de Valores. Aún cuando no existe la obligación de contar con una calificación para las emisiones de títulos de deuda por parte de las instituciones bancarias, muchas de ellas han optado por obtenerla, a fin de fortalecer su política autorregulatoria y proporcionar una información clara y transparente.²⁶

Es importante aclarar que la calificación se refiere exclusivamente a una determinada emisión y no al emisor. Esto es, una empresa puede llevar a cabo diversas emisoras de deuda y en cada una de ellas podrá tener diferente evaluación. Por lo anterior, no necesariamente a todas las emisiones de una misma empresa le corresponde la misma calificación.

²⁶Cabe hacer mención que la calificación de los Certificados de Participación Ordinarios Guadcol 92 a los que se refiere este caso de estudio corresponde a "mxA" lo que se interpreta como: fuerte capacidad de pago tanto de intereses como del principal, aún cuando es más susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que la deuda calificada en las categorías superiores.

2.6.3. Valor de la calificación

El valor de una calificación reside en el hecho de aportar suficientes elementos de juicio para evaluar el riesgo de una determinada emisión de valores.

Sin embargo, dado que la calificación de riesgo no implica que se haya realizado una auditoría ni el otorgamiento de un aval con relación a la autenticidad de la información provista por el emisor, no deberá interpretarse como una garantía de los valores dictaminados, ni deberá considerarse como una recomendación para negociar determinado título de crédito.

Al establecer el riesgo asociado a una emisión en particular, la comunidad financiera podrá conocer el grado de solvencia que respalda cada emisión con base en la opinión profesional e independiente de una empresa especializada.

2.6.4. Vigencia de la calificación

Una calificación aplica a una emisión solamente durante su período de vigencia. Cabe aclarar que la calificación puede ser modificada durante la vigencia de la emisión, si las condiciones así lo ameritan.

2.6.5. Materia-objeto de la calificación

La calificación de títulos de deuda se realiza en base a extensos análisis cuantitativos, cualitativos y legales sobre la empresa, así como de su trayectoria y entorno en el que se desempeña, con el fin de identificar su estatus legal y evaluar su calidad crediticia.

2.6.6. Método de Calificación

En la calificación se consideran aspectos específicos de la emisión tales como la relación con otras obligaciones adquiridas con el emisor, su situación actual y futura, sus condiciones de operación y funcionamiento, así como el entorno económico y político que pudiera afectar su estabilidad financiera, y por consecuencia, su calidad crediticia, entre otros.

Algunos de los parámetros básicos que se utilizan como punto de partida del análisis son: riesgo del sector económico, posición del emisor en el mercado, eficiencia operativa del emisor, calidad de su administración, métodos y políticas contables, capacidad de generación de utilidades, nivel de endeudamiento y protección de los activos, flujo de efectivo, y planes y programas financieros.

2.6.6.1. Aspectos cualitativos

Por lo que respecta a los aspectos cualitativos, el examen abarca los siguientes elementos: existencia legal de la empresa emisora, giro o actividad principal, constitución y desarrollo, antecedentes de sus accionistas y funcionarios principales, calidad de su administración, situación de sus activos y propietarios en general; y la cobertura de aseguramiento, operación y planes de expansión a corto y mediano plazos, avance tecnológico, número de trabajadores y situación laboral, aspectos fiscales relevantes, peso específico en la rama de actividad en la que opera y, en su caso, capacidad de exportación y competitividad en el mercado internacional.

2.6.6.2. Aspectos cuantitativos

Por lo que corresponde a los aspectos cuantitativos, la calificación se basa principalmente en la siguiente información financiera: balances y estados de posición financiera, estados de resultados, estados de origen y aplicación de recursos, y flujos de ventas y de caja, tanto históricos como proyectados.

Asimismo, se revisan los siguientes conceptos: las bases tomadas para la consolidación de sus estados financieros, reconocimiento de ingresos; depreciación; reservas de pensiones e indemnizaciones al personal; conversión de monedas extranjeras, incluyendo las bases de cálculo para la corrección monetaria e impacto en resultados; valuación de inventarios; obligaciones no necesariamente comprendidas en el balance general; incluyendo compromisos por arrendamiento, financiamientos sin recursos y adeudos de posibles conversiones en capital de compañías subsidiarias; provisiones para impuestos y reservas para contingencias.

PARTE III.

ANTECEDENTES DE LA CASA DE BOLSA UNO, S.A. DE C.V.

En este apartado describo el entorno en el cual está comprendido la CBU. Asimismo, hago una descripción de la estructura de su organización anteriormente al problema y cómo quedó ésta a partir de la reestructuración de la empresa.

Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V., es una sociedad autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores según registro número 242 para actuar como intermediario bursátil. Las operaciones de la CBU están reguladas por la Ley del Mercado de Valores y las disposiciones de carácter general que emite la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

CBU tiene 19 años de experiencia, ofreciendo sus servicios en el medio financiero, al constituirse el 11 de febrero de 1977 como la empresa Valores Mexicanos, S.A., cuyo domicilio social era la Ciudad de México, y tenía autorización de las autoridades financieras para actuar como intermediario en operaciones con valores en los términos de la Ley del Mercado de Valores²⁷. Su duración es por 50 años y su capital social era de \$2,000,000.00 representadas por 20,000 acciones con un valor de \$100.00 cada una. Los primeros accionistas de la empresa se mencionan a continuación.

Nombre del Accionista	No. de Acciones
Roberto Guerrero Morones	19,000
Ma. Elena Esparza Rodríguez	250
Roberto Navarro Fierro	250
Alfonso Morones Aguirre	250
Miguel Angel Herreras	250
	<u>20,000</u>

²⁷En 1975, se promulgó la Ley del Mercado de Valores, misma que tuvo por objeto la creación de normas dentro de las cuales se deberían desenvolver las actividades de los que se dedicaban a la intermediación de valores.

Los miembros del Consejo de Administración lo integraban:

Presidente: C.P. Roberto Guerrero Morones

Tesorero: C.P. Jorge Reza Inclán

Secretario: Lic. Miguel Angel Herrerías

Vocales: Lic. César García Jimeno y Plácido Vargas Burgos

Comisario: C.P. Manuel Saenz

Asimismo, el C.P. Roberto Guerrero Morones se desempeñaba como Director General de la Empresa.

El 31 de Mayo de 1977, cambió la denominación social a Interfinsa, S.A. El 20 de Octubre de 1978, hubo un aumento de capital por \$2,000,000.00 para totalizar \$4,000,000.00. El 28 de Agosto de 1979, existió un incremento de capital por la cantidad de \$21,000,000.00 para totalizar el capital en la cantidad de \$25,000,000.00. Asimismo, el día 25 de Enero de 1983, se incrementó el capital en \$15,000,000.00 para sumar \$40,000,000.00.

El día 21 de Febrero de 1984, cambió la denominación social a Casa de Bolsa Uno, S.A. El 13 de Septiembre del mismo año hubo un aumento por \$60,000,000.00 para totalizar el capital social en \$100,000,000.00. Asimismo, el día 29 de Noviembre de 1985, se duplicó el capital para sumar éste \$200,000,000.00.

El 9 de Septiembre de 1986, la denominación Casa de Bolsa Uno, S.A. pasó a ser S.A. de C.V. y ese mismo día hubo un aumento de capital por \$220,000,000.00 en la parte mínima y de \$200,000,000.00 en la parte variable para quedar en \$420,000,000.00.

El 9 de Noviembre de 1987, el capital social ascendió a la cantidad de \$14,480,000,000.00, haber un aumento de \$14,460,000,000.00. El 15 de Agosto de 1989, hubo un aumento de capital el cual el total ascendió a \$30,645,000,000.00. Para el 29 de Abril de 1991 la duración de la sociedad se cambió para 99 años y ese mismo día hubo un incremento para sumar un capital social de \$45,000,000,000.00. (\$45,000,000 de nuevos pesos).

En 1992, Don Alejandro Morales Mega (accionista mayoritario de Aeroejecutivo-Aviacsa) dirigiendo a un grupo de inversionistas de la Ciudad de Monterrey, Nuevo León, con una reconocida capacidad moral y prestigio en el mercado, adquieren el control accionario de la CBU, al comprar la participación que mantenía la familia Lobo Morales (Accionistas mayoritarios del Grupo PROTEXA).

El 29 de Abril del mismo año de 1992, hubo un aumento de capital por \$349,000.00. En asamblea general celebrada el día 26 de abril de 1993, los accionistas aprobaron aumentar la parte variable del capital social en \$31,744.00 mediante la capitalización de la cuenta de **actualización patrimonial**, por lo que se emitieron 21,617,878 acciones de la serie "B". El día 26 de Julio del mismo año hubo un incremento en el capital social por \$4,000.00.

En Asamblea General Extraordinaria celebrada el 30 de noviembre de 1993, los accionistas acordaron que el capital social de la casa de bolsa quedara integrado por acciones de la Serie "A" Clase I para representar la parte mínima fija sin derecho a retiro y de la Serie "A" Clase II para la parte variable, en sustitución de las series "A" y "B" anteriores.

En esa misma fecha, los accionistas aprobaron incrementar el capital social hasta en \$66,539,000.00 de los que únicamente suscribieron y pagaron 66,242,720 acciones de la Serie "A" Clase I y 47,015,361 acciones de la Serie "A" Clase II con un importe de \$36,131,000.00.

En 1994, se llevaron a cabo diversas aportaciones de los socios para incrementar el capital social que ascendió a la cantidad de \$152,599,000.00, mismo que pertenece a la fecha. El capital social queda integrado exclusivamente por acciones ordinarias de la siguiente manera:

Accionistas	Serie "A" Clase I	Serie "A" Clase II	Total	%
Uno Grupo Financiero, S.A. de C.V.	215,993,652		215,993,652	51.0049
Fondo de Apoyo al Mercado de Valores	-	207,477,216	207,477,216	48.9938
Otros	5,699	-	5,699	0.0013
Total Acciones	215,999,351	207,477,216	423,476,567	100.00
Total Capital Social	\$77,835,000	\$74,764,000	\$152,599,000	

Cabe hacer mención que hasta el año de 1993, la CBU era la controladora financiera de Unocambios, S.A. de C.V., Unofac, S.A. de C.V., Arrendadora Uno, S.A. de C.V. y de Operadora de Sociedades de Inversión Uno, S.A. de C.V.

El Grupo Financiero se constituyó el 11 de noviembre de 1992 bajo la denominación de Uno Grupo Financiero, S.A. de C.V., con domicilio en la Ciudad de México y una duración indefinida.

La principal actividad del grupo financiero, es actuar como tenedora de las acciones de las empresas mencionadas y realizar toda clase de operaciones financieras y/o bursátiles relacionadas con la compra-venta y tenencia de acciones, en los términos de la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras y de las demás leyes aplicables. La compañía no tiene empleados y todos los servicios de asesoría contable, legal y financiera le son proporcionados por una empresa subsidiaria.

PARTE IV. DESARROLLO DEL CASO (PROBLEMA)

Como se comentó anteriormente, una de las principales funciones de las casas de bolsa corresponde a la colocación de instrumentos financieros en el mercado de valores. El día 21 de Mayo de 1992, la CBU actuando como intermediario colocador, llevó a cabo una oferta pública de 6,000,000 (seis millones) de Certificados de Participación Ordinarios Amortizables (Guadcol-92) Avalados por el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo, con valor nominal de \$100,000.00 cada uno, divididos en ocho series numeradas de la I a la VIII por un monto total de \$600,000,000,000 (Seiscientos mil millones de pesos M.N.), actualmente equivalentes a \$600,000,000 (Seiscientos millones de pesos). Se denominaron Guadcol-92 en virtud de que se emitieron para financiar la construcción de la autopista Guadalajara Colima y tuvieron las siguientes características:

- a) Tendrán la mención de ser Certificados de Participación Ordinarios Amortizables Avalados, así como la denominación (Guadcol) 92.
- b) Serán nominativos.
- c) Serán amortizables.
- d) Estarán avalados por Banobras.
- e) Para los efectos del artículo 228 J de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, el emisor queda obligado al pago del valor nominal ajustado de los certificados a los tenedores de los mismos, hasta por un monto equivalente a las cantidades que resulten de aplicar las fórmulas expresadas en la cláusula decimoprimeras del acta de emisión.
- f) A partir de la fecha de emisión (21 de Mayo de 1992) y en tanto no sean amortizados los certificados tendrán un rendimiento real anual fijo de 4.35% sobre el valor del principal ajustado.
- g) Llevarán adheridos 48 cupones que amarrarán el pago de los rendimientos que a cada uno de los períodos correspondan y serán amortizados mediante ocho pagos, uno cada cuatro periodos en el año de 91 días, a partir del quinto año de efectuada la emisión, al valor nominal ajustado correspondiente en la fecha de amortización para cada una de las ocho series que representan la emisión en los términos de esta escritura; para tal efecto llevarán anexos siete recibos para documentar el pago de las primeras siete amortizaciones, el título mismo se utilizará para el pago de la octava y la última amortización.

h) Serán sujetos de **reporto**²⁸, conforme a la autorizado por Banco de México en su circular 52/90 bis 2 del 3 de julio de 1991.²⁹

Los Certificados de Participación son títulos nominativos de crédito emitidos por una sociedad fiduciaria sobre bienes, valores o derechos que tiene derecho irrevocable para tal fin. En este sentido, los Certificados de Participación tienen una estructura similar a la de una bursatilización. Los valores emitidos en forma de Certificados de Participación tienen como garantía los bienes fideicomitidos, lo cual otorga el derecho al tenedor del certificado a una parte proporcional de tales activos.³⁰ La empresa que entrega los activos al Fideicomiso a fin de avalar una emisión de Certificados de Participación se denomina Fideicomitente; por su parte el Emisor de los Certificados es el Fiduciario, figura más genérica, ya que el fiduciario es uno más de los posibles emisores.³¹

Si el certificado está respaldado por bienes muebles, se trata de un Certificado de Participación Ordinario (CPO), si los activos base de la garantía son inmobiliarios, se trata de Certificados de Participación Inmobiliarios (CPI). Los certificados son amortizables, si los tenedores tienen derecho a una parte de los rendimientos y a la restitución del valor nominal ajustado, éste último de acuerdo a los criterios especificados en el acta de emisión. Los Certificados de Participación tienen el estatuto de

²⁸ El reporto debe constar por escrito, expresándose el nombre completo del reportador y del reportado, la clase de títulos dados en reporto y los datos necesarios para su identificación, el término fijado para el vencimiento de la operación, el precio y premio pactados o la manera de calcularlos.

Los derechos que conlleven los títulos durante el plazo del reporto, son propiedad del reportado. El plazo del reporto podrá pactarse libremente sin extenderse a más de 360 días, aunque puede ser prorrogado por acuerdo de las partes una o más veces, sin que esto implique la celebración de un nuevo contrato.

Los participantes en las operaciones de reporto son: reportado (casas de bolsa, bancos y Banco de México); reportador (personas físicas y morales nacionales y extranjeras, casas de bolsa con instituciones de crédito y Banco de México); Banco de México; Comisión Nacional Bancaria y de Valores; Bolsa Mexicana de Valores y la S.D. Ineval.

Los títulos y/o valores autorizados para negociarse en reporto son: Cetes, Udicetes, Bondes, Ajustabonos, Tesobonos, Udibonos, Aceptaciones Bancarias, Papel Comercial con Aval Bancario, Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento, Bonos Bancarios, Certificados de Depósito a Plazo, Certificados de Participación Ordinarios con Aval Bancario.

Fuente: Circulares 10-108 y sus bises, 10-162 y sus bises, 10-185 y sus bises y 10-208 de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

²⁹ Información tomada del Prospecto de Colocación: Oferta Pública de 6,000,000 Certificados de Participación Ordinarios Amortizables Avalados por Banobras, SNC, Institución de Banca de Desarrollo. Aut. CNV 3977 del 15 de Mayo de 1992.

³⁰ El Fideicomisario es el beneficiario de un fideicomiso, el fideicomitente es la persona o entidad que ordena el fideicomiso y el fiduciario es la persona o entidad que administra el fideicomiso.

³¹ Caro Razú, Efraín, et. al. Op. Cit. p. 95.

no amortizable, si al disolverse la Sociedad Fiduciaria, no se paga el valor nominal, sino que ésta se adjudica los bienes constituidos en garantía y el tenedor recibirá la parte proporcional del producto neto de la venta. Finalmente, es importante mencionar que los Certificados de Participación se emitieron por vez primera en 1987, con el propósito de obtener financiamiento de largo plazo a través de la BMV y dar liquidez a los activos dados en garantía.³²

Los Certificados de Participación Ordinarios de Guadcol 92 son instrumentos de deuda sujetos a operaciones de reporto, es decir que el inversionista adquiere por una suma de dinero, la propiedad de estos CPO's y se obliga a transferir al reportado (la casa de bolsa) la propiedad de otros tantos CPO's en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio más un premio. Este premio queda en beneficio del reportador, es decir de los clientes. En consecuencia, la casa de bolsa vende los CPO's con compromiso de recompra al mismo precio y en el plazo convenido y se obliga a pagar un premio equivalente a una tasa de interés, generalmente la de mercado.

En su carácter de intermediaria, la CBU celebra operaciones de compra-venta en directo y reporto con algunos títulos de mercado de dinero, incluyendo los Guadcol-92; en términos generales el resultado que obtiene la casa de bolsa se origina por los diferenciales entre las tasas de rendimiento al adquirir los títulos de mercado de dinero o instrumentos financieros que pertenecen a su inventario (posición de riesgo) y los rendimientos otorgados a los clientes.

En México, en las últimas dos décadas se vive con un alto grado de incertidumbre e inestabilidad económica, por tal motivo, los riesgos para las casas de bolsa que conlleva la toma en firme de instrumentos financieros a largo plazo, como los CPO's Guadcol-92, acrecienta en cierto modo la incertidumbre en cuanto a la estimación de los resultados de los intermediarios financieros, ya que a través de las operaciones de reporto, en una alza de tasas de interés, sus resultados serán negativos, mientras que en una baja de tasas de interés, sus resultados serán positivos.

³²Ibidem, p. 96.

Los principales directivos de la CBU hicieron caso omiso a la situación de inestabilidad e incertidumbre que prevalecía en el mercado financiero en 1992 y 1993, en virtud de que tomaron la decisión de adquirir instrumentos financieros en gran volumen para colocarlos en la mesa de dinero incluyendo los CPO's Guadcol-92, aprovechando que la casa de bolsa actuó como intermediario colocador de los mismos. Cabe mencionar, que la CBU no contó con políticas en las que se estableciera cuál debió haber sido el nivel máximo que la casa de bolsa debía mantener en instrumentos financieros en su posición de riesgo en la mesa de dinero.

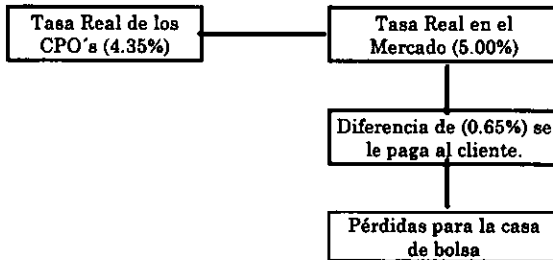
La CBU tuvo problemas financieros lo que le originó pérdidas considerables debido a lo comentado en el párrafo anterior. Al 31 de diciembre de 1992 la casa de bolsa mantenía una posición de riesgo consistente en \$687,482,000 de Certificados de Participación Ordinarios de Guadcol 92.³³ Estos instrumentos financieros fueron adquiridos en promedio a mediados de 1992, fecha en la cual el mercado mostró un notable incremento de las tasas de rendimiento real ofrecido al público inversionista con respecto a las tasas en que se adquirieron estos instrumentos por parte de la casa de bolsa (4.35%), por lo que le generó a ésta pérdidas importantes en el fondeo de esta posición de riesgo durante 1992 y 1993.

³³Posición de riesgo indica que la casa de bolsa era en ese momento tenedora de los certificados, es decir pertenecían a su inventario de valores.

Posición Neta de Riesgo³⁴
Cifras en Miles

1992			1993		
Total \$	Guadcol 92	%	Total \$	Guadcol 92	%
2,194,359	\$ 687,482	31.33%	637,190	\$ 426,413	66.92%

Lo comentado anteriormente sucedió en virtud de que la casa de bolsa adquirió los instrumentos financieros, incluidos los Guadcol-92, al 4.35% en tasa real, mientras que a los clientes no se les pudo ofrecer rendimientos por abajo del mercado, que a finales de 1992 se cotizó la tasa real en un 5.00%. Este diferencial entre la tasa real y la tasa que pagó el instrumento cuando fue adquirido, lo tuvo que cubrir la CBU para no perjudicar a sus clientes y en detrimento en términos financieros para la misma casa de bolsa. El siguiente diagrama muestra el flujo de la operación:



³⁴ El riesgo de una inversión es la variación que muestra su rendimiento medido como la desviación estándar de una distribución normal de rendimientos en el tiempo. Se hace un análisis de los rendimientos históricos y se calculan una media y una desviación estándar, cuanto mayor sea esta desviación mayor será el riesgo del instrumento. La toma de riesgos se refiere a la adquisición de instrumentos financieros de mercado de dinero por cuenta propia, con la finalidad de colocarlos a un plazo y tasas diferentes a los naturales del instrumento. La toma de riesgo se refleja cabalmente en la posición de riesgo total de la institución y consecuentemente abarca: la posición de riesgo mismo día y la posición de riesgo futura.

Se denomina posición neta de riesgo en atención a que la colocación futura del papel está sujeta a las condiciones de oferta y demanda del mercado. La posición de riesgo total por colocar de la institución es el resultado de: el inventario con fecha de liquidación del día de la operación (riesgo mismo día) y los vencimientos de reportos en fechas futuras (riesgo futuro). La posición total de riesgo y la posición total custodiada por la institución se verán afectadas directamente por el criterio utilizado para la determinación del precio de los instrumentos.

Fuente: Enriquez Guadarrama, Graciela; Foncerrada López, Carlos. Operaciones de Reporto. Colegio de Contadores Públicos de México, A.C. México, D.F., 1997.

Al 31 de diciembre de 1992, la casa de bolsa valuó su posición de riesgo en estos instrumentos a una tasa de rendimiento real del 5%, considerando que esta sería la tasa de mercado que prevaleciera en el corto plazo³⁵ para la realización de estos instrumentos. La variación de los títulos colocados en reporto y su valuación a precio de mercado, generó una minusvalía de \$64,121,000 con cargo a los resultados de ese año. Las pérdidas totales del ejercicio de 1992 ascendieron a la cantidad de \$69,841,000.

Cálculo de las Pérdidas
Cifras en Mlles

	31 de Dic. de 1992	31 de Dic. de 1993
Posición de Riesgo	2,194,359.00	637,190.00
Diferencia Tasa Real	2.92%	6.19%
Pérdida	(64,121.00)	(39,436.00)

Al cierre de 1993, los montos operados en reporto fueron substancialmente mayores; sin embargo, mientras que al 31 de Diciembre de 1992 la posición neta de riesgo era de \$2,194,359,000, en Diciembre de 1993 fue de \$637,190,000, disminuyendo sensiblemente los riesgos tomados. Esta posición neta de riesgo se calcula restando los títulos por reportos a recibir, los títulos por reportos a entregar (ver anexo). Cabe mencionar, que esta disminución en la posición neta de riesgo se dio debido a que el Banco de México intervino en la adquisición a la CBU de diversos instrumentos financieros, en virtud de que ésta última ya no pudo absorber más pérdidas para no perjudicar a sus clientes.

Al 31 de Diciembre de 1993, la casa de bolsa mantuvo una posición de riesgo a valor nominal de \$426,413,000 de Certificados de Participación Ordinarios Guadcol 92 que fueron valuados a una tasa real del 5%, tomando como base las tasas de asignación de las últimas subastas en estos instrumentos efectuadas por el Banco de México al final del año y considerando nuevamente que esta tasa real sería la que prevaleciera en el corto plazo para la realización de estos instrumentos. A esta misma fecha, las pérdidas en la valuación de los certificados ascendió a la cantidad de \$39,436,000.

³⁵Corto plazo generalmente se refiere a un año.

Pérdidas del Ejercicio vs Minusvalía de Guadcol 92
Cifras en Miles de Pesos

	1992	1993
Minusvalía Guadcol 92	64,121	39,436
Pérdida del Ejercicio	69,841	79,250
% de la Pérdida	91.81%	49.76%

Al 31 de diciembre de 1993, las pérdidas del ejercicio con un importe de \$79,250,000 representan el 70% del capital social. Esta situación pudo tener ciertas repercusiones para la casa de bolsa en los términos de la Ley del Mercado de Valores. A esa misma fecha, el valor en libros de la empresa era de \$38,237,000, mientras que el valor de los activos era de \$8,470,532,000.

Debido al fondeo de la posición de riesgo a tasas desfavorables, la casa de bolsa generó pérdidas importantes en el área de mercado de dinero y tuvo que afrontar serios problemas financieros durante el año de 1992 y 1993. Los problemas financieros que afrontó la casa de bolsa fueron los siguientes:

1. Problemas de liquidez.- Debido a las pérdidas importantes que tuvo la empresa en 1992 y 1993 le originaron problemas de liquidez, en virtud de que el capital contable se redujo substancialmente. En 1992 los reportos por cobrar fueron inferiores en \$2,261,485,000 que los reportos por pagar. En 1993 los reportos por cobrar fueron inferiores en \$642,120,000 que los reportos por pagar

Índice de Liquidez (En Miles de Pesos)

	1992	1993
Activo Circulante	2,523,955	8,419,451
Pasivo a Corto Plazo	2,585,889	8,432,295
Índice de Liquidez	0.976	0.998

2. Problemas de Endeudamiento.- Ante la necesidad de contar con liquidez para hacer frente a las obligaciones de corto plazo de la casa de bolsa, fue necesario la contratación de pasivos, principalmente con los accionistas de la empresa y con las empresas filiales del Grupo Financiero.

Endeudamiento (En Miles de Pesos)

	1992	1993
Activo	2,656,667	8,470,532
Pasivo	2,585,889	8,432,295
Indice de Deuda (P/A)	97.34%	99.55%

3. Problemas de flujo de efectivo.- La CBU fue incapaz de generar flujos de efectivo, por lo que se vio seriamente afectada para cubrir obligaciones de corto plazo, así como los gastos de la operación y de la administración.
4. Problemas con Autoridades.- Cabe hacer mención que debido a los problemas que tuvo la casa de bolsa, ésta fue intervenida administrativamente por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.³⁶

Estos problemas financieros que tuvo la CBU tanto en 1992 y en 1993 por la minusvalía de los CPO's se debió fundamentalmente a una razón: en virtud de que la casa de bolsa fue la intermediaria colocadora de los Certificados de Participación Ordinarios Guadcol 92, prácticamente se quedó con todo este papel bursátil para operarlo a través de la mesa de dinero, sin llevar a cabo un análisis detallado del comportamiento de las tasas reales en el mercado a mediados de 1992. Además de que no se respetaron las políticas por parte de los directivos al tener mucho papel en su posición neta de riesgo o en su inventario.

Como se puede observar en los estados financieros de 1992 y de 1993, la situación financiera de la empresa se mostraba en condiciones desfavorables, con falta de liquidez, con pasivos muy importantes y sobre todo con resultados netos negativos, los cuales propiciaron la disminución del capital contable, que a finales de 1993 representaba el 0.45% del activo total (Ver Anexo).

³⁶La intervención administrativa se lleva a cabo por parte de la CNBV con el objeto de suspender, normalizar o resolver las operaciones que pongan en peligro la solvencia, estabilidad o liquidez de las casas de bolsa, o aquellas violatorias de la Ley del Mercado de Valores o de sus disposiciones reglamentarias. Esta acción debe juzgarse como una medida orientada a cuidar los intereses de los inversionistas.

La intervención gerencial se da cuando se va a liquidar a la casa de bolsa o cuando cambia totalmente de accionistas, en virtud de operaciones que pongan en peligro la solvencia, estabilidad o liquidez de la empresa.

Ante tal situación, los accionistas y directivos de la casa de bolsa tenían varias alternativas de solución al problema financiero de la empresa, mencionando entre ellas, la venta de la casa de bolsa o la reestructuración financiera y organizacional de la misma.

4.1. Preguntas del Caso.

- ¿Qué alternativas tenían los accionistas de la Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V., para salir de la situación financiera de la empresa?
- ¿Se formularía un plan estratégico de largo plazo con el propósito de que los accionistas tuvieran segura su inversión dentro de la empresa?
- ¿Cuál es el primer paso que deben de dar los accionistas para tomar alguna alternativa de solución?
- ¿Qué aspectos se deben cubrir para que la empresa sea más competitiva y gane posición en el mercado?

PARTE V. SOLUCION DEL CASO

En virtud de que los accionistas de la empresa habían invertido a Diciembre de 1993 más de \$100,000,000 y que en caso de liquidar a la sociedad solamente podrían recuperar \$38,000,000 aproximadamente, decidieron llevar a cabo una reestructuración financiera y organizacional de la casa de bolsa, así como un plan estratégico de largo plazo.

Ante tal decisión, los accionistas manifestaron por escrito su compromiso de rescatar financiera y organizacionalmente a la casa de bolsa, por lo que se tomaron diversas medidas comprendidas en las siguientes etapas: diagnóstico general de la empresa, reestructuración financiera y un plan estratégico de largo plazo.

5.1. Diagnóstico General de la Empresa.

Primeramente, se llevó a cabo un diagnóstico general de la empresa, el cual comprendió un análisis de los puntos fuertes y débiles internos, así como las oportunidades y amenazas externas de la CBU.

5.1.1. Misión y Metas

La visión de CBU es ser de las mejores empresas de intermediación bursátil del medio financiero mexicano en todos los ámbitos de medición, tales como tenencia de recursos económicos, rendimientos y diversidad de productos.

Dicha visión se ha llevado a cabo a través de la constante capacitación y calificación de los empleados que han ofrecido sus servicios en la CBU, así como a la honradez y competitividad de los productos financieros que se han ofrecido en el mercado. También es de suma importancia la plena satisfacción de los clientes que han favorecido a la empresa con la inversión de sus recursos económicos en ella. Asimismo, siempre se ha deseado tener una mayor generación de rendimientos a los accionistas, ya que gracias a las aportaciones de su capital se ha logrado en diversas ocasiones un desarrollo y crecimiento sostenido de la empresa, aunque en 1992 y 1993 se haya pasado por una situación financiera adversa.

5.1.2. Análisis Externo e Interno

Cabe mencionar que dentro del análisis externo que realizaron los principales directivos de la casa de bolsa, es importante señalar cuáles son aquellas oportunidades y amenazas que tuvo la empresa, así a continuación describo las principales:

a) Oportunidades:

- Existe actualmente en México un crédito para las empresas demasiado caro, las compañías necesitan de esquemas de financiamiento a través de la emisión de acciones o de cualquier otra obligación, las cuales se cotizan en el mercado bursátil.
- Debido a que los inversionistas desean mayores rendimientos de su capital y que el sistema bancario actual no puede lograr, las casas de bolsa a través de sus diferentes instrumentos financieros y bursátiles realizan la importante labor de captar los recursos de aquellas personas o entidades que tengan flujos de efectivo superavitarios.
- Ya que el Gobierno Federal cada día participa lo menos posible en las cotizaciones de los tipos de cambio y en las tasas de interés, ya que éstos se desplazan a través de la oferta y la demanda, las instituciones bursátiles tienen mayores oportunidades de ofrecer sus servicios.

b) Amenazas

- Otras casas de bolsa mejor posicionadas en el mercado.
- La crisis económica por la que atraviesa el país y el sector financiero.
- La internacionalización de los valores bursátiles.
- La cada vez más compleja legislación y supervisión gubernamental sobre el mercado de valores.

Asimismo, del análisis interno se desprende que la CBU tuvo fortalezas y debilidades tanto en su estructura organizacional como en su estructura financiera. Tales fortalezas y debilidades se mencionan a continuación:

a) Fortalezas

- Personal altamente capacitado y calificado para desarrollar las funciones encomendadas.
- La estructura de personal no representa una carga financiera para la empresa.
- Se tiene buena imagen de los clientes
- Acceso a economías de escala.

b) Debilidades

- Situación financiera adversa.
- Falta de liquidez y problemas de endeudamiento.
- Falta de profundidad y talento gerencial y directivo.
- No existía un área que administrara el riesgo.
- Rentabilidad inferior al promedio del mercado.
- Falta capital.

5.1.3. Objetivos de la CBU

Los accionistas y directivos de la empresa, al realizar su análisis de fuerzas y oportunidades y debilidades y amenazas, llevaron a cabo un planteamiento de los objetivos que pretendieron se cumplieran para salir adelante de la situación por la que atravesaron.

Las principales objetivo de la CBU hoy en día son:

a) A corto plazo

- Dar a conocer integralmente la nueva organización que se pretende tenga la empresa.
- Que se respeten las políticas y procedimientos de la casa de bolsa.
- Maximizar las utilidades de la empresa, para así poderla capitalizar.
- Lograr una tenencia en sociedades de inversión superior a \$2,000,000,000.00 (Dos mil millones de pesos 00/100 M.N.).
- Asimismo, se planea incrementar el número de clientes, ya sean éstos personas físicas o morales a más de 5,500.

- Liquidar a las empresas Arrendadora Uno, S.A. de C.V. y a Unofac Factoraje Financiero, S.A. de C.V., las cuales ocasionaron que el Grupo Financiero Uno operara en los últimos tres años con números rojos en virtud de que no son rentables.

b) A mediano y largo plazo.

- Ubicar a CBU dentro de los tres principales intermediarios bursátiles del medio, a través de una mayor participación de sociedades de inversión y sobre todo del mercado de capitales.
- Reducir prácticamente todo el pasivo que se tiene con Banco de México.
- Obtener autorización para operar dentro del Mercado Mexicano de Derivados.

5.2. Reestructuración Financiera

Para capitalizar a la empresa, la CBU vendió sus subsidiarias a Uno Grupo Financiero, S.A. de C.V. las cuales son Unocambios Casa de Cambio, S.A. de C.V., Unofac, S.A. de C.V., Arrendadora Uno, S.A. de C.V. y Operadora Uno, S.A. de C.V. que generaron recursos para la casa de bolsa por \$93,866,000.

En asamblea general extraordinaria de accionistas celebrada el 25 de noviembre de 1993 se acordó la incorporación a Uno Grupo Financiero, S.A. de C.V. de las compañías que se muestran a continuación:

Compañía	Forma de Incorporación
Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V.	Suscripción el 30 de noviembre de 1993 de un aumento de capital equivalente al 68.3% de las acciones representativas del capital social pagado de la casa de bolsa.
Arrendadora Financiera Uno, S.A. de C.V.; Unofac, S.A. de C.V.; Unocambios Casa de Cambio, S.A. de C.V.; Operadora Uno, S.A. de C.V.	Compra a CBU el 30 de noviembre de 1993 del 99.9% de las acciones representativas del capital pagado de arrendadora, Unofac, Unocambios y operadora.

Cabe mencionar que también hubo una suscripción de aumentos de capital por \$36,131,000 en efectivo el mismo día 30 de Noviembre de 1993.

Asimismo, debido al interés que mostraron los accionistas de la CBU para reestructurar a la empresa y dadas las condiciones existentes en el entorno nacional en 1994, Banco de México, después de una negociación, decidió participar con el 49.0% de la posición accionaria, a través del Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (Famerval).³⁷ Esta aportación ascendió a la cantidad de \$48,000,000, la cual se registró en el pasivo a corto plazo de la casa de bolsa (ver anexo), en virtud de una negociación por parte de los accionistas que consistía en registrar la aportación del Famerval como un incremento de capital por parte de Uno Grupo Financiero, S.A. de C.V., y a su vez Uno Grupo Financiero le prestaría esa aportación a la Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V.

³⁷Las casas de bolsa y los especialistas bursátiles deberán participar en el mecanismo preventivo y de protección al mercado de valores, cuya organización y funcionamiento se sujetará a lo siguiente:

1. El Banco de México administrará un fideicomiso que se denominará Fondo de Apoyo al Mercado de Valores, que tendrá la finalidad de preservar la estabilidad financiera de los participantes, así como procurar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por las casas de bolsa y especialistas bursátiles con su clientela, provenientes de operaciones y servicios propios de su actividad profesional, objeto de protección expresa del Fondo.
2. Para que las casas de bolsa y especialistas bursátiles puedan recibir apoyos preventivos, deberá garantizarse el pago puntual y oportuno del apoyo con acciones representativas de su capital social, con valores gubernamentales o cualquier otro bien, que a juicio del fiduciario satisfaga la garantía requerida.

Cuando esta garantía recaiga en acciones representativas del capital social de la casa de bolsa o del especialista bursátil apoyado, los accionistas primeramente deberán de afectar títulos representativos de la serie "A" o "F", según corresponda, hasta por el importe de la garantía requerida y, en caso de que tales títulos no cubran el total de dicho importe, también deberán afectar los títulos correspondientes a las demás series. Dichas acciones garantizarán el pago del apoyo en la proporción a prorrata que corresponda conforme al valor de cada una de ellas. Para la constitución de esta garantía preferente de interés público, las acciones deberán traspasarse a una cuenta a favor del Fondo, en la institución para el depósito de valores en que se encuentren depositadas, correspondiendo a dicho Fondo el ejercicio de los derechos patrimoniales y corporativos inherentes a tales acciones, quedando el producto de los derechos patrimoniales afectados en garantía a favor del Fondo. El Fondo podrá optar porque la garantía se ejecute mediante la venta extrajudicial de las acciones de conformidad con el procedimiento previsto para la caución bursátil en esta ley, o de acuerdo a lo establecido para la prenda en la Ley General de títulos y Operaciones de Crédito.

3. Las casas de bolsa y especialistas bursátiles estarán obligados a cubrir al Fondo aportaciones ordinarias y extraordinarias para el cumplimiento de su objeto. Fuente: Ley del Mercado de Valores Art. 89.

Otra de las medidas que se tomaron en cuenta para hacer frente a la situación financiera de la CBU fue una reducción de gastos operativos y administrativos. Los gastos operativos en 1994 se redujeron en 34.50% con respecto a 1993. Los gastos generales mostraron en el mismo período una reducción del 8.00%.

El total de egresos en 1994 se redujo en \$186,974,000, siendo los gastos de personal y los premios pagados los rubros más importantes en reducción. Cabe mencionar que hubo liquidación del personal, laborando en 1993 aproximadamente 300 personas, existiendo prácticamente dos administrativos por cada persona de operación, mientras que en la actualidad, laboran 220 personas, siendo en proporción dos operativos por cada administrativo.

Asimismo, otro de los rubros importantes contemplados para la reestructuración financiera de la empresa consistió en que no hubieron adquisiciones de activos fijos, tales como oficinas, automóviles o nuevas máquinas de oficina.

5.3. Plan Estratégico

Cabe hacer mención, que los accionistas y principales directivos de la empresa llevaron a cabo un plan estratégico que a continuación se detalla.

5.3.1. Habilidades Distintivas

“Una habilidad distintiva se refiere a la única fortaleza que le permite a una compañía lograr condición superior en eficiencia, calidad, innovación o capacidad de satisfacción al cliente. Una firma con una habilidad distintiva puede asignar un precio superior a sus productos o lograr costos substancialmente menores con relación a sus rivales. En consecuencia, puede obtener un índice de utilidad considerablemente superior al promedio”.³⁸

³⁸Hill, Charles y Jones, Gareth.- Administración Estratégica, un Enfoque Integrado. Edit. Mc Graw Hill, edic. 1996. Santa Fe de Bogotá, Colombia, p. 113.

“Las habilidades distintivas de una organización surgen de dos fuentes complementarias: recursos y capacidades”.³⁹ Así, la CBU poseía recursos y capacidades que le permitieron lograr habilidades distintivas con respecto al sector de la intermediación financiera. CBU debido a sus resultados favorables en los últimos tres años ha logrado tener una liquidez envidiable en el sector, lo cual permite, en el caso de incumplimiento en el pago de algún valor por parte de la emisora, asumir el riesgo del cliente y lograr que éste quede satisfecho cubriéndole su capital y sus rendimientos. Esto le ha permitido a la CBU sostenerse muy por arriba del promedio en el sector en cuanto a cartera nueva y a tenencia de recursos monetarios.

Asimismo, la capacidad de liderazgo de la Dirección General y de los principales directivos de la organización han hecho posible que cada miembro de la CBU conozca hacia dónde se quiere llegar, qué se quiere y pretende lograr. Las capacidades técnicas que el personal posee, ha hecho posible que todas las áreas funcionen en concordancia con las metas que pretende la Dirección General.

Anteriormente, cuando la casa de bolsa inició sus operaciones, y hasta hace cinco años, ésta no había diversificado sus servicios que podría ofrecer al cliente. Su principal fuente de ingresos era a través del mercado de capitales, que no tenía aún mucho auge en nuestro país. Los principales directivos de CBU pensaron en diversificar sus productos que le produjera mayor valor agregado, y así actualmente se brindan diversos productos dentro del sector de la intermediación bursátil y dentro del campo de las finanzas.

A continuación se describen de manera breve los principales servicios que ofrece la CBU a sus clientes, mencionando las áreas a la que pertenecen dichos servicios.

³⁹Idem.

5.3.2. Análisis e Información Bursátil

- Análisis Macroeconómico
- Análisis de Mercado de Dinero
- Análisis Financiero de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores
- Información Bursátil
- Diseño de Carteras de Inversión Personalizadas.

El área de Análisis e Información resulta un importante apoyo en las actividades de empresa, a través de la emisión periódica de boletines y estudios relacionados con la actividad bursátil, además de análisis de coyuntura y estimaciones sobre el comportamiento de las principales variables económicas y financieras.

Por otra parte elabora portafolios de inversión, considerando las características particulares de cada inversionista, contemplando todos aquellos instrumentos que se adapten a las necesidades individuales, con un seguimiento constante que permita la inversionista maximizar rendimientos minimizando el riesgo.

5.3.3. Inversiones

- Mesa de Dinero
- Mercado de Capitales
- Sociedades de Inversión
- Manejo Especializado de Fondos de Pensiones Privados, etc.

Con respecto a la Mesa de Dinero, ésta tiene una amplia sensibilidad sobre la evolución y expectativas de los valores gubernamentales, papel bancario y en general todos los instrumentos susceptibles de operación, por lo que su actividad diaria resulta altamente dinámica en busca de obtener la máxima rentabilidad, que luego será reflejada en la operatividad de los clientes.

En lo referente al mercado de capitales, es un área de que alcanzó su desarrollo en 1995 y está formada por un grupo de personas con amplia experiencia en análisis técnico y operación, y tiene como finalidad participar en la operación del mercado accionario con fuerza, a través de la compra-venta de paquetes accionarios, aprovechando las

oportunidades que brinda la operación intradía, generando operaciones altamente rentables.

Las sociedades de inversión son operadas por profesionales en el manejo de recursos, los cuales buscan darle al inversionista rendimientos atractivos y competitivos, buscando siempre minimizar el riesgo, para lo cual realizan un seguimiento del comportamiento de los mercados financieros tanto nacionales como internacionales a través de un comité de inversiones que como objetivo primordial está el proteger el patrimonio de los inversionistas, ante los cambios en el entorno.

Se ofrecen a los clientes cinco diferentes sociedades de inversión en instrumentos de deuda, así como una sociedad de inversión común.

Con esta variedad se busca cubrir los requerimientos rentabilidad-rendimiento que nuestros clientes pueden demandar.

Personas Físicas	Personas Morales	Liquidez
Unoin Unofe Unooro	Unocor Unogub	Diaria Semanal (Jueves) 28 días (Jueves)

Unoes.- Sociedad de Inversión Común *Indizada* (10 días).⁴⁰

5.3.4. Finanzas Corporativas

- Colocación de Instrumentos de Deuda y Acciones
- Asesoría Financiera en Procesos de Reestructura
- Valuación de Empresas y Gestoría en Compra y Venta
- Asesoría en la Estructuración de Fusiones y Adquisiciones.

En esta área se han desarrollado esquemas de financiamiento acordes a las necesidades de los clientes, ofreciendo la posibilidad de participar del financiamiento bursátil a empresas y banca de desarrollo, así como en la estructuración de proyectos de infraestructura y privatización en México, a través de emisión de papel comercial, obligaciones papel de mediano plazo, CPO's amortizables y acciones, que permitan tanto cubrir sus

⁴⁰Sociedad de Inversión Indizada, ya que su rendimiento se encuentra vinculado a la evolución del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, de acuerdo a las expectativas de mercado con un mínimo del 60.00% de indización.

necesidades de capital de trabajo, como de apoyar la expansión y modernización de su planta productiva.

Para lo cual cuenta con personal altamente capacitado para el desarrollo de estrategias individuales que permitan a las empresas hacer frente a sus necesidades financieras en términos competitivos.

El área de Finanzas Corporativas realiza la valuación y búsqueda de prospectos para operaciones de compra-venta de empresas.

5.3.5. Operaciones con Divisas

- Compra y venta de las principales divisas del mercado
- Transferencias
- Coberturas y forwards
- Estructuración de productos sintéticos.

Ofrece todos los servicios de una casa de cambios, que busca darle a los inversionistas los mejores precios por la compra o venta de divisas, atendiendo a las necesidades particulares de cada uno de ellos, ofreciendo un servicios ágil y profesional en la operación con divisas.

5.3.6. Mercados Internacionales

- Valores cotizados en Mercados Internacionales
- Operaciones con ADR's Mexicanos
- Operaciones con opciones y derivados.

5.3.7. Servicios Administrativos

Actualmente la CBU tiene la capacidad de aceptar depósitos de los clientes en Banamex, Bancomer, Inverlat, Serfin y Bitel, asimismo, transferir a través de banca electrónica los recursos de los inversionistas a los bancos antes mencionados.

CONCLUSIONES

Las casas de bolsa como cualquier empresa privada tienen posiciones de riesgo las cuales se deben administrar de manera eficiente para que en caso de que alguna variable de tipo económico o financiero cambie, la empresa conozca cómo actuar ante tales situaciones. Esta situación ocurrió con la Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V., en virtud de que contaba con una alta posición de riesgo, ya que tenía en posición propia una elevada cantidad de Certificados de Participación Ordinarios Guadcol-92 debido a una mala decisión por parte de los directivos y por no cumplir con las políticas de la empresa. Al aumentar las tasas de interés, es decir un cambio en una variable económica, la casa de bolsa se vio seriamente afectada en su estructura financiera, lo que prácticamente originó la posibilidad de vender a la empresa por parte de los accionistas.

Los accionistas tenían diversas alternativas para hacer frente al problema financiero de la casa de bolsa, entre ellas había posibilidad de venderla, lo cual les traía como consecuencia una pérdida de más de \$60,000,000 o bien llevaban a cabo una reestructuración financiera. Los accionistas y principales directivos de la empresa optaron por la segunda opción, lo cual creo yo que fue la correcta, en virtud de que a la fecha actual la empresa se encuentra en una situación financiera sólida, como es una fuerte liquidez, una importante generación de ingresos y sobre todo que ya opera con utilidades.

Esta reestructuración financiera se planeó que rindiera frutos en el mediano plazo, es decir entre 3 y 5 años, siendo en el ejercicio de 1996 cuando la empresa comienza verdaderamente una recuperación financiera. En ese ejercicio después de 4 años consecutivos de pérdidas, se obtuvo una utilidad de \$22,492,000. Para el ejercicio de 1997, la recuperación financiera ya había visto sus frutos, en virtud de que la utilidad neta fue de \$38,007,000, además de que la empresa contaba con la suficiente liquidez, en virtud de no estar ya tan endeudada.

Las principales acciones tomadas fueron:

La reestructuración consistió principalmente en una reducción de gastos, incluyendo gastos generales y gastos de personal. Con respecto a los gastos de personal, a finales de 1993 laboraban en la casa de bolsa

aproximadamente 300 empleados y a finales de 1997 solamente laboraban 230 personas.

Asimismo, la casa de bolsa vendió al grupo financiero sus empresas subsidiarias Unocambios, S.A. de C.V., Unofac, S.A. de C.V. y Arrendadora Financiera Uno, S.A. de C.V., lo que le representó ingresos en efectivo por más de \$96,000,000. Además hubo incrementos de capital por parte de los accionistas por más de \$36,000,000 en efectivo. Aunado a lo anterior, el Banco de México también aportó recursos financieros a través del Famerval por un poco más de \$48,000,000.

Asimismo, se llevó a cabo un plan estratégico el cual consistió en diversificar las áreas de ingresos involucradas, a través de análisis internos y externos, de análisis de fuerzas y debilidades, oportunidades y amenazas

Una de las principales consecuencias del problema y de la solución que se tomó fue que la CBU perdió la confianza que muchos inversionistas (clientes) le tenían depositado, ya que era una empresa que no se mostraba sólida. Sin embargo actualmente con la diversificación de servicios, se ha recuperado gran parte del mercado que se tenía antes del problema financiero.

Se recomienda que la casa de bolsa opte por diversificar sus posiciones de riesgo. Aunado a lo anterior, es necesario que se tenga un control estricto sobre los gastos administrativos y de operación para que la empresa en el corto plazo siga operando con utilidades.

Asimismo, se debe mejorar el nivel de servicio y atención de la clientela a través de la incorporación de mayor tecnología en la relación cliente-institución: atención telefónica automatizada, acceso a servicios vía Internet, convenio de servicios con proveedores de información especializada.

También se debe modernizar los sistemas y procesos operativos a fin de incrementar la calidad y oportunidad de información hacia la clientela así como la velocidad de ejecución de las órdenes de nuestros clientes.

GLOSARIO DE TERMINOS

Actualización Patrimonial.- La Comisión Nacional Bancaria y de Valores comunica a las Casas de Bolsa la obligatoriedad de dicha actualización y establece su metodología en el boletín B-7 del Instituto Mexicano de Contadores Públicos, a través de la circular 10-60 y 10-60 bis y 10-60 bis2.

ADR (American Depository Receipt).- Recibo en el que se manifiesta que las acciones de una empresa no estadounidense se tienen en depósito o están bajo control de una institución bancaria de los Estados Unidos. Se usa para facilitar las transacciones de estas acciones en los mercados estadounidenses y agilizar la transferencia de una acción de fuera de los Estados Unidos.

Dealer y Broker.- El incremento que se ha dado en la operatividad de los intermediarios requirió de la creación de una nueva figura bursátil para que actuara en el piso de remates como una doble función, para operar como intermediario (broker) o como negociador por cuenta propia (dealer), con el objeto de dar fluidez y transparencia a las operaciones de los valores que le son asignados por la bolsa a la que pertenece.

Indizado o indexado.- Aquel bien o valor cuyo precio o interés está vinculado a un índice. La indexación tiene por objeto el reconocer justamente el cambio de valor adquisitivo de un moneda en épocas de inflación.

Mercado Global.- Los valores se comercian en casas de bolsa de diferentes países, empresas y gobiernos emiten valores en sus mercados locales así como en los extranjeros, y los inversionistas mueven fondos fácilmente a través de fronteras internacionales. En la mayoría de los casos los gobiernos aceptan la globalización multifacética y, en ocasiones, es incluso bien recibida y promovida.⁴¹

⁴¹ Fabozzi, Frank y Modigliani, Franco. Mercados e Instituciones Financieras. Edit. Printice Hall, edic. 1996, México, D.F., p. xxi.

Tal es el caso del mercado financiero de México, que a principios de la presente década entró a los esquemas de globalización, contando con una importante inversión extranjera en el mercado de valores, y asimismo, acciones de empresas mexicanas cotizan en el mercado internacional.

Los factores que llevan a la integración de los mercados financieros son:

1. La desreglamentación o liberalización de los mercados y de las actividades de los participantes en el mercado en los principales centros financieros del mundo,
2. Los avances tecnológicos para monitorear los mercados mundiales, ejecutar órdenes y analizar las oportunidades financieras, y
3. La institucionalización cada vez mayor de los mercados financieros.⁴²

Mercado Intermedio.- En él se llevan a cabo las operaciones de compra/venta de acciones de empresas medianas cotizadas en el Bolsa Mexicana de Valores. También es llamada Sección B del mercado accionario.

Papel Comercial.- Pagaré negociable, sin garantía específica, emitido por una empresa cuyas acciones estén en el Registro Nacional de Valores de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y en la Bolsa Mexicana de Valores. Su valor nominal es de \$100.00 y se opera por las Casas de Bolsa a descuento, de forma similar a los Certificados de la Tesorería de la Federación. En su operación, las Casas de Bolsa operan por cuenta propia, y tienen por beneficio la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta (no cobran comisión sino diferencial). Es importante señalar que el papel comercial da una alternativa de financiamiento de corto plazo y que con mucha frecuencia las empresas lo renuevan a su vencimiento, por igual, mayor o menor cantidad y plazo, según las necesidades específicas.

Portafolios de Inversión.- Conjunto de títulos-valor propiedad de una persona o empresa. Es también sinónimo de "cartera de valores". Sin embargo, la palabra "portafolio" siempre se usa en contabilidad y finanzas con este significado, mientras la palabra "cartera", deberá llevar siempre el "de valores", para significar "conjunto de títulos-valor", pues la palabra "cartera" tiene muchas aplicaciones más (cartera de clientes, cartera de prospecto, etc.).

⁴² *Ibidem*, p. 9.

Reporto.- La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, define reporto en su artículo 259: En virtud del reporto, el reportador adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio, más un premio. El premio queda en beneficio del reportador, salvo pacto en contrario. El reporto se perfeccionará por la entrega de los títulos y por su endoso cuando sean nominativos.

Riesgo.- La posibilidad de perder en una inversión determinada. El riesgo suele asociarse a la incertidumbre. El riesgo no necesariamente es malo, ya que en la medida que aumenta se logra un premio. Así por ejemplo, los títulos de crédito que conllevan mayor riesgo, suelen tener una mejor tasa, como premio al inversionista que acepta el riesgo. En los instrumentos de renta fija, en que el riesgo es menor, no suele haber la posibilidad de ganancias de capital substanciales, mientras que en renta variable con riesgo, sí hay ganancias de capital substanciales o pérdida, de ahí el riesgo.

Riesgo Crédito.- También se conoce como riesgo no sistemático, que es el riesgo diversificable o riesgo de empresa que es aquella parte del riesgo de las acciones que sí puede ser eliminado por diversificación debido a que es causado por eventos internos de las empresas o emisoras.

Sociedad Controladora.- Compañía de inversión, que se forma con el propósito de tener el control de una o más compañías subsidiarias. En México se les ha llamado indistintamente holdings o controladoras.

BIBLIOGRAFIA

- Caro Razú, Efraín; Vega Rodríguez, Francisco Javier; Robles Ferrer, José Javier; Gamboa Ortiz, Gerardo Javier. El Mercado de Valores en México.- Estructura y Funcionamiento. Edit. Ariel Divulgación. Edic. 1995, México, D.F.
- Circular 10-108 y sus bises de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, edic. 1997
- Circular 10-162 y sus bises de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, edic. 1997
- Circular 10-185 y sus bises de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, edic. 1997
- Circular 10-208 de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, edic. 1997
- Cortina Ortega, Gonzalo. Prontuario Financiero y Bursátil. Edit. Trillas. Edic. 1989, México, D.F.
- Díaz Mata, Alfredo. Invierta en la Bolsa.- Guía para inversiones seguras y productivas. Edit. Iberoamérica. Edic. 1994, México, D.F.
- Díaz Tinoco, Jaime; Hernández Trillo, Fausto. Futuros y Opciones Financieras.- Una introducción. Edit. Limusa. Edic. 1996, México, D.F.
- Eco, Humberto. ¿Cómo se hace una Tesis?. Edic. 1995. México, D.F.
- Enriquez Guadarrama, Graciela; Foncerrada López, Carlos. Operaciones de Reporto. Colegio de Contadores Públicos de México, A.C. México, D.F. 1997.
- Fabozzi, Frank y Modigliani, Franco. Mercados e Instituciones Financieras. Edit. Prentice Hall, edic. 1996, México, D.F.
- Hernández Bazaldúa, Reynaldo; Mercado Sánchez, Luis Enrique. El Mercado de Valores.- Una opción de financiamiento e inversión. Edic. 1985, México, D.F.

- Hernández Sampieri, Roberto; Fernández Collado, Carlos; Baptista Lucio, Pilar. Metodología de la Investigación. Edit. Mc Graw-Hill. Edic. 1991, México, D.F.
- Hill, Charles W.L. Administración Estratégica. Un Enfoque Integrado. Edit. Mc Graw-Hill. Edic. 1996, México, D.F.
- Hull, John. Options, Futures, and other Derivative Securities. Edit. Prentice Hall. Edic. 1993, New Jersey, USA.
- Ley General de Sociedades Mercantiles
- Ley del Mercado de Valores
- Marmolejo González, Martín. Inversiones. Edit. Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas. Edic. 1990, México, D.F.
- Thompson, Arthur A. Strategic Management: Concepts and Cases. Edit. Addison Wesley. Edic. 1992, Wilmington, Delaware, USA.
- Villegas Hernández, Eduardo; Ortega Ochoa, Rosa María. Administración de Inversiones. Edit. McGraw-Hill. Edic. 1997, México, D.F.
- Weston, J. Fred; Brigham, Eugene F. Fundamentos de Administración Financiera. Edit. Mc Graw-Hill. Edic. 1995. México, D.F.

ANEXO
ESTADOS FINANCIEROS

Reestructuración Financiera de Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V.

CASA DE BOLSA UNO, S.A. DE C.V.
ESTADO DE SITUACION FINANCIERA

	31-Dic-02	31-Dic-03	31-Dic-04	31-Dic-05	31-Dic-06	31-Dic-07
CIRCULANTE DISPONIBLE						
Caja y Bancos	12	11	11	326	47	82
INVERSIONES						
Inversiones en valores autorizados registrados en Bolsa	58,064	780,573	191,257	61,783	87,630	63,462
Valores en garantía		6,301	6,301	6,301	1,505	1,088
Inversiones en valores autorizados no registrados en Bolsa						142
Inversiones en títulos opcionales						
Plusvalía por valuación de cartera	1,706	4,171	4,387	10,078	14,318	0
	59,770	771,135	202,035	78,252	113,454	64,722
DOCUMENTOS Y CUENTAS POR COBRAR						
Liquidación a la sociedad movimiento deudor	7,562	9,858	127,748	21,126	2,695	12,446
Cuentas clientes de margen	1					
Cuentas por cobrar y otros documentos	7,220	16,844	26,060	129,663	136,111	138,348
Otros deudores	1,348	1,478	5,236	1,548	11,001	22,121
Menos: reserve para cuentas incobrables	-1,610	-3,917	-3,017	-4,007	-26,300	-23,581
	14,351	23,264	155,156	148,360	123,507	149,332
OPERACIONES CON CUENTES						
Operaciones a futuro	36,884					
Operaciones con títulos opcionales	-251	-1,214	612,669	-698		
Coberturas cambiarias por cubrir	36,433	-1,214	612,669	-698		
REPORTOS						
Reportes por cobrar	106,569	3,492,689	206,613	31,254	216,324	0
Títulos por reportos a recibir	2,296,845	4,125,568	1,589,860	3,247,552	4,802,464	0
Premios por pagar	6,675	7,968	6,453	29,578	36,837	0
	2,413,389	7,626,255	1,802,256	3,308,382	5,055,645	0
SUMA EL ACTIVO CIRCULANTE	2,523,655	8,419,451	2,772,129	3,532,724	5,292,653	234,136
FLUJO						
Inversiones permanentes	87,680	21,397	20,008	24,064	31,873	37,587
Inmuebles	21,860	23,862	25,506	34,501	39,161	56,450
Mobiliario y equipo	12,644	11,063	16,607	21,790	22,168	
Menos: Depreciación acumulada	-8,471	-10,639	-15,502	-22,218	-23,282	0
SUMA EL ACTIVO FLUJO	113,643	48,613	47,099	58,169	68,940	94,037
OTROS ACTIVOS						
Pagos anticipados	16,562	2,242	1,802	637	778	1,748
Miembros e socios arrendados	4		68	68	11	0
Gastos de inversión	2,722	2,805	2,626	2,629	2,529	3,818
Menos: Amortización acumulada	-149	-279	-411	-645	-671	0
SUMA OTROS ACTIVOS	18,189	4,668	3,886	2,789	2,747	5,566
SUMA EL ACTIVO	2,636,847	8,476,832	2,823,828	3,693,642	5,364,348	333,739
PASIVO						
A CORTO PLAZO						
DOCUMENTOS Y CUENTAS POR PAGAR						
Créditos Bancarios		6,000	6,000	63,407	61,407	61,407
Liquidación de la sociedad movimiento acreedor	43,205	783,399	190,232	36,806	9,337	9,337
Otras cuentas por pagar	26,858	48,019	69,747	12,826	26,158	64,331
OPERACIONES CON CUENTES						
Fueros por pagar	36,884					
Títulos opcionales por pagar						
Coberturas cambiarias por pagar	-66	-1,418	605,459	942		
Diferencias a realizar por operaciones a futuro	1,060					
	110,748	804,973	600,438	106,780	89,000	128,075
REPORTOS						
Reportes por pagar	2,368,054	4,134,809	1,618,955	3,332,525	4,887,215	0
Títulos por reportos a entregar	102,486	3,488,378	196,346	30,560	217,521	1,674
Premios por cobrar	4,801	4,135	620	110	313	0
	2,475,141	7,627,322	1,820,051	3,363,025	5,115,049	1,674
SUMA EL PASIVO A CORTO PLAZO	2,585,889	8,432,795	2,660,460	3,468,805	5,204,949	126,149
OTROS PASIVOS						
Reserva para títulos opcionales						
SUMA EL PASIVO	2,585,889	8,432,795	2,660,460	3,468,805	5,204,949	126,149
CAPITAL CONTABLE						
Capital social	45,349	113,228	152,599	152,599	152,599	152,599
Menos: capital no exhibido						
Capital pagado	45,349	113,228	152,599	152,599	152,599	152,599
Prims sobre acciones	3,451		2,172	2,172	2,172	138,098
Reserva legal	2,778					
Otras reservas						
Utilidades (pérdidas) por aplicar	43,021			-19,487	-68,564	-27,777
Acumulación patrimonial	44,594	88	2,888	18,322	27,403	-521,477
Pérdida del ejercicio	-69,841	-79,250	-19,487	-39,107	22,492	39,007
Plusvalía por valuación de cartera	616	4,171	4,387	10,078	14,319	0
SUMA EL CAPITAL	70,778	38,237	142,657	124,877	160,391	207,889
SUMA EL ACTIVO MAS EL CAPITAL	2,694,647	8,476,832	2,823,828	3,693,642	5,364,348	333,739

Reestructuración Financiera de Casa de Bolsa Uno, S.A. de C.V.

CASA DE BOLSA UNO, S.A. DE C.V.
ESTADO DE SITUACION FINANCIERA

CONCEPTO	1992	1993	1994	1995	1996	1997
INGRESOS						
INGRESOS DE LA OPERACION						
Comisiones	32,585	21,794	25,702	27,739	36,788	56,381
Utilidad en venta de valores	7,071	58,357	2,882	17,830	4,404	
Dividendos sobre inversiones en valores	300	1	5,120	1,967	1,958	2,201
Resultados en compra-venta de mercado de dinero	37,840	121,683	131,078	857,272	1,234,444	907,627
Premios cobrados	290,707	192,733	131,363	164,904	130,111	
Intereses devengados	12,739	6,123	6,997	2,340	82,347	33,306
Ingresos por coberturas cambiarias a corto plazo	31,111	80,265	40,612	131,664	3,841	70
				35	66	
INGRESOS ADMINISTRATIVOS						
Ingresos por administración y custodia	14					
Ingresos por operaciones con sociedades de inversión	4,707	3,836	6,969	8,244	20,151	30,598
TOTAL DE INGRESOS	426,264	482,792	350,323	1,211,685	1,513,930	1,032,183
EGRESOS						
GASTOS DE OPERACION						
Gastos del personal	35,070	21,717	23,340	31,429	29,674	
Comisiones y cuotas pagadas	25,065	25,049	12,597	6,231	4,480	6,751
Pérdidas en venta de valores	1,054	112	214	2,673	1,706	
Aportaciones al fondo de contingencia	803	1,572	1,507	689	932	1,795
Premios pagados	287,847	414,010	273,408	1,062,778	1,382,954	821,341
Intereses pagados	4,656	750	675	86,171	17,361	35,717
Pérdidas en operaciones con divisas				5,185	85	73
Egresos por coberturas cambiarias a corto plazo	30,499	78,847	41,567	41,303	3,760	
Otros gastos de la operación	3,285	2,082	3,499	3,131	3,794	18,770
GASTOS ADMINISTRATIVOS						
Gastos del personal	25,330	27,839	29,672	23,064	29,372	80,690
Depreciaciones y amortizaciones	2,644	2,304	2,320	2,698	2,940	3,690
Gastos generales	13,602	11,206	10,315	15,928	21,762	30,486
TOTAL DE EGRESOS	429,054	586,486	396,514	1,281,445	1,467,400	969,493
RESULTADO DE OPERACION	-3,390	-103,696	-46,191	-69,760	16,530	32,690
OTROS GASTOS - NETO	-633	-1,379	12,463	46	-14,518	2,143
PERDIDA ANTES DE ISR Y PTU	-3,923	-105,075	-33,728	-69,714	2,012	34,833
MENOS: IMPUESTOS SOBRE LA RENTA	1,386					
IMPUESTO AL ACTIVO					204	
PARTICIPACION DE UTILIDADES A LOS TRABAJADORES	410				2,566	1,032
SUMA	1,796				2,770	1,032
RESULTADO POR VARIACION EN VALUACION DE REPORTOS	-84,122	25,825	-21,709	30,607	23,250	4,205
PERDIDA ANTES DE PARTIDA EXTRAORDINARIA			-58,437			
PARTIDA EXTRAORDINARIA			38,950			
UTILIDAD/PERDIDA NETA	-86,841	-79,250	-19,487	-38,107	22,482	38,006