



**ASOCIACIÓN LATINOAMERICANA DE FACULTADES
Y ESCUELAS DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN**
Organismo de Cooperación y Estudio de la Unión
de Universidades de América Latina y el Caribe



XV Asamblea General

25 al 28 octubre del 2016
en la Ciudad de Medellín Colombia,
siendo sede la Universidad EAFIT bajo las siguientes:



**Los derivados financieros y el
colapso de Comercial Mexicana**

Los derivados financieros y el colapso de Comercial Mexicana

ÁREA TEMÁTICA:

Finanzas

SUB ÁREA TEMÁTICA

Endeudamiento

AUTORA:

Dra. María Luisa Saavedra García
Universidad Nacional Autónoma de México
Facultad de Contaduría y Administración
División de Investigación
Tel. 52 55 56228465
Correo e: lsaavedra@fca.unam.mx

Los derivados financieros y el colapso de Comercial Mexicana

RESUMEN

A través del método de estudio del caso se realiza un planteamiento de la problemática de la Empresa detallista Comercial Mexicana, la cual en el año 2008 sufre un colapso financiero como consecuencia de haber especulado con derivados de tipo de cambio, siendo que su negocio era netamente doméstico. El objetivo de este estudio de caso es mostrar cómo las empresas que se desvían del objeto principal de su negocio corren el riesgo de cometer errores graves que les pueden llevar al borde de la quiebra; así como la forma en que se puede realizar una reestructuración financiera de deudas que permitan a la empresa seguir operando. Se muestra un análisis financiero, una valuación y un análisis de riesgo de la situación económica y financiera de la empresa antes y después del colapso, obteniendo como resultado un análisis comparativo que permite comprender el impacto de la reestructuración financiera realizada.

Palabras clave: Derivados, *retail*, reestructuración financiera, creación de valor, Z de Altman, EVA.

Antecedentes

Comercial Mexicana, que en 2008 estuvo al borde del colapso por operaciones fallidas en el mercado de derivados, logró un acuerdo con sus acreedores que le permitió realizar una reestructura de deuda con un efecto positivo para la empresa.

Esta empresa había labrado hasta entonces una tradición que se remonta a los años 30, donde el negocio inicial fue una tienda de jarcía, telas y ropa, iniciado por Antonino González Abascal, originario de Gómez Palacio, Durango, en la esquina de Venustiano Carranza y Correo Mayor en la Ciudad de México (Barranco, 2014).

A los 15 años de edad se sumó su hijo Carlos González Nova, quien participaría, en 1946, en la compra de locales en el pasaje "Yucatán" del Centro Histórico, con el objetivo de expandir el negocio. Pues con operaciones importantes de compra y distribución de telas para exportar a Estados Unidos y China, el negocio de Carlos González lograba el éxito financiero y la Comercial se hacía de fama y éxito (Barranco, 2014).

Dado el imperativo crecimiento, en 1948 la zona fue demolida para construir una sola tienda ya más moderna, disponiendo de góndolas y espacios más amplios de exhibición, para alcanzar en 1958 las técnicas modernas de autoservicio. La primera Comercial Mexicana, aún existente, se instaló en 1963 en Insurgentes Sur, justo en la zona de Mixcoac. Con la adquisición de las tiendas de autoservicio Sumesa en 1981, se da el inicio de la cadena de tiendas, diez años después formó una asociación con la empresa estadounidense Costco, con el fin de operar las tiendas Price Costco México por lo que en 1992 abrió el primer Price Costco, en la Ciudad de México. En 1991 las acciones de Controladora Comercial Mexicana comenzaron a cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores, con el fin de obtener recursos para seguir expandiéndose (Barranco, 2014).

En los últimos años, aunque Guillermo, un hermano de Carlos González Nova, mantiene la presidencia de la cadena, el negocio lo maneja realmente Carlos González Zabalegui de la tercera generación de la familia e hijo de Carlos González Nova.

En el año 2008, teniendo como negocio principal el *retail*, un grupo de funcionarios de la empresa decidieron especular con derivados del tipo de cambio, apostándole a un baja en el precio del dólar con respecto al peso mexicano, las preguntas que se pretende resolver este estudio de caso son

¿Cómo es que llegó la CCM a tener un endeudamiento tal que le puso al borde del colapso financiero? ¿Qué hizo para afrontarlo y cuál fue el impacto de su decisión?

I. El modelo de valor económico agregado (EVA)¹

1.1 Conceptualización del EVA

Desde el siglo XVIII los economistas han reconocido que para que una empresa pueda aumentar su valor, el rendimiento debe ser mayor al costo del capital que utiliza para sus operaciones (Biddle, Bowen y Wallace, 1999). Es en la búsqueda del valor que Joel Stern y Bennett Stewart desarrollaron la herramienta del EVA, tomando como base las investigaciones de Alfred Marshall de 1890, pasando por la teoría del Ingreso Residual (Chen y Dodd, 2001), cuya aportación es la corrección que se realizan a las cifras contables en los rubros de ganancias y capital para mostrar como la empresa genera o destruye valor financiero (Bromwich & Walker, 1998).

Stewart (1991), la define como: Una manera razonable y acertada de medir los resultados y gestiones realizadas por la dirección de la entidad. Así también, indica que el EVA es una medida de la utilidad neta después de deducir los costos en la operación del negocio, incluidos en estos el costo de emplear los recursos aportados por los accionistas. Este modelo pretende eliminar las distorsiones que podrían impulsar a los ejecutivos a manipular las cifras contables, aun respetando las normas contables y las cuales otorgan una visión distinta en una empresa (Dodd y Chen, 1997, Fernández, 2005, Pettit, 2000). Es necesario considerar que el EVA se incrementará si las utilidades en operación aumentan, siempre y cuando no involucre capital adicional (AMA, 2000).

Para comprender la aplicación del EVA es necesario identificar los componentes básicos, los cuales son:

- **La utilidad de operación.** Es la utilidad operativa después de impuestos (UODI), incluye los ingresos propios de la operación, sin intereses ganados, dividendos, y otros ingresos extraordinarios. Los gastos incurridos en la operación de la empresa como el costo de ventas, incluyendo impuestos, sin tomar en cuenta intereses a cargo u otros gastos extraordinarios ni la depreciación.
- **El capital invertido.** Está conformado por los activos fijos, más el capital de trabajo operativo, más otros activos. El capital de trabajo operativo, no toma en cuenta el pasivo con costo, ni el pasivo diferido correspondiente a impuestos a corto plazo y se calcula como la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante.
- **El costo de capital promedio ponderado.** Se obtiene de dos fuentes: deuda con acreedores sujeta a intereses y el capital de los accionistas. Los costos de estas fuentes se ponderan con la proporción que ocupa cada una en la estructura de capital.

Con estos componentes se determina el EVA, como la diferencia entre la utilidad que la empresa crea con sus operaciones y el cargo de capital que se obtiene multiplicando el capital invertido por el costo de capital promedio ponderado (Saavedra y Saavedra, 2012). El remanente que se obtiene puede ser positivo o negativo mostrando con esto creación o destrucción de valor.

Por último, es necesario destacar que la rentabilidad económica no es igual a la rentabilidad contable. La rentabilidad económica es la generación de flujos de efectivo, los cuales no pueden ser maquillados por la contabilidad creativa; en tanto la rentabilidad contable es la relación de datos contables históricos (relación de utilidad contable / activos), esto se visualiza en el verdadero ren-

diminución económica (creando valores para la empresa), en tanto la utilidad contable es histórica y queda registrada en libros (Li Bonilla, 2010).

II. La Crisis financiera de 2008

Los analistas financieros señalan que el detonante de la crisis de 2008 fue la crisis financiera que se produjo en agosto de 2007, como consecuencia del abuso que se hizo de las hipotecas *subprime* (Galindo, 2008). Abuso que llevó a que estas hipotecas multiplicaran casi por seis en un lustro su rendimiento: de 2,5% del total en 2001 a 14% en 2008. Las entidades crediticias titularizaron estas hipotecas con el fin de obtener liquidez, consiguiendo inversionistas para las mismas de los fondos de inversión y fondos de pensiones. Al no mantenerse bajas las tasas de interés los deudores de los créditos hipotecarios se vieron imposibilitados de hacer frente a sus pagos con lo que se generó el efecto dominó, que llevó a la quiebra a importantes entidades financieras.²

Por consecuencia, esta situación tuvo efectos negativos en los precios de las viviendas que sufrieron una caída de 25% en el tercer trimestre de 2008 y que tuvo una repercusión en dos aspectos: por un lado la reducción del consumo de las familias al tener que pagar más por su crédito hipotecario y, por el otro, la disminución del valor de su patrimonio. Esto desde luego generó un espiral en la economía que produjo una recesión, al haber menos consumo, resulta en menos producción y trae como consecuencia desempleo, tornándose cada vez más crítica la situación económica.

Esta situación crítica se fue agravando más aún con los altos precios que alcanzó el barril de petróleo al superar la barrera psicológica de 100 dólares, generando de esta manera una espiral inflacionaria que redundaría en menor crecimiento del esperado.

Esta crisis afectó fuertemente a México dado que los expertos dicen que “Cuando Estados Unidos estornuda a México le da pulmonía”, esto no es de extrañarse cuando por un lado en promedio en los últimos años el 90% de las operaciones de comercio exterior mexicano han sido realizadas con Estados Unidos, y de otro lado de los flujos de capital que han ingresado a México, más del 50% provienen de esta misma Nación (Saavedra, 2008).

En opinión del ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), Ben Bernanke la crisis financiera de 2008 fue peor que la de 1929 y aunque la “Recesión” fue alarmante, hay una razón por la cual no fue llamada una depresión: la agresiva respuesta de política de Bernanke, es decir la forma en que la FED reaccionó para evitar el colapso del sistema financiero (EGAN, 2014).

III. El problema: El Colapso de Controladora Comercial Mexicana

Los derivados son productos financieros que cubren el riesgo, normalmente ocasionado por los cambios de precio, de un activo principal (denominado activo subyacente), que pueden ser acciones cotizadas, tipos de interés, tipos de cambio de divisas, índices bursátiles, bonos y obligaciones cotizados en renta fija, etcétera.

La crisis financiera de la Comercial Mexicana en el 2008 fue a consecuencia de una especulación con instrumentos derivados sin atender las reglas corporativas y además utilizó los instrumentos para obtener beneficios con base en el comportamiento de los precios de los subyacentes, específicamente tipos de cambio del dólar, asumiendo un mayor riesgo.

La Controladora Comercial Mexicana (CCM) apostó a un fortalecimiento (apreciación) del peso

2 De acuerdo con Chapoy y Girón (2008), esto se debe a causa del abuso de las “finanzas estructuradas”, ya que mediante la titulización los bancos vendieron sus préstamos a bancos y fondos de inversión del país y del extranjero, con lo cual los prestamistas ya no los mantuvieron en sus registros contables. De este modo quienes compraron estos valores a su vez los usaron como colaterales para pedir préstamos. Así los prestamistas quedaron separados del riesgo de incumplimiento de pago, lo que redujo el incentivo para verificar la confiabilidad de los prestatarios. Cuando los activos subyacentes cayeron en incumplimiento se precipitó la crisis. La magnitud de este problema se puede dimensionar si consideramos que en el año 2003 el monto de Credit Default Swaps (CDSs) era de 4 billones de dólares y en 2008 ascienden a 63 billones de dólares.

frente al dólar, pero esto no ocurrió como lo esperaba; ya que el peso experimentó una caída de poco más del 10%, dejando a la “Comer” (Como se le llamaba) con un incremento de deuda de 1,080 millones de dólares (Wikipedia, 2016).

Una de las razones por las que la “Comer” asumió tal riesgo fue debido a que en 2007 reportaron utilidades de 260 millones de pesos (equivalente a 23.8 millones de dólares aproximadamente) por derivados, es decir el 7.4% de sus utilidades antes del pago de interés, impuestos, amortización y depreciación (EBITDA por sus siglas en inglés, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*). Resultados con lo que los funcionarios involucrados en estas operaciones justificaron estas operaciones que en un inicio habían reportado atractivas ganancias (Wikipedia, 2016).

La empresa obtenía utilidades extras en el mercado apostándole al peso frente al dólar (casi hasta el doble) y el problema ético que enfrentaron es que el director de Administración y Finanzas, Francisco Martínez de la Vega, junto con el tesorero realizaban transacciones de derivados, especulando en estos, pero sin contar con la aprobación del director general, Santiago García, ni mucho menos del consejo de administración (Wikipedia, 2016). Es importante destacar que las operaciones realizadas eran un acto de pura especulación, pues no se trataba de cubrir el riesgo de la empresa contra el alza del tipo de cambio, por alguna deuda en dólares que se tuviera, pues la empresa no realizaba este tipo de operaciones con divisa.

La restricción en la liquidez en los mercados financieros, y la devaluación de 25 por ciento en el valor del peso frente al dólar ocurrida en la primera semana de octubre de 2008, como consecuencia de la crisis financiera estadounidense, disparó la deuda en derivados de Comercial Mexicana, y la convirtió en un problema cuando los acreedores requirieron el pago de las obligaciones. Ocasionando la explosión de ira del entonces gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz, señalando que la cadena había jugado a las apuestas riesgosas en lugar de vender concentrarse en vender jitomates (González, 2008).

El director de finanzas de la Comer, Francisco Martínez De la Vega, le apuntaba a una revaluación del peso en su paridad frente al dólar, como a su devaluación. Una veladora al cielo y otra al infierno, como suele decirse (Barranco, 2014).

El caso es que en el camino Comercial Mexicana se endeudó en forma excesiva, tanto en el mercado de deuda como en el ámbito bancario, con el fin de contar con fondos para sus operaciones de especulación, dejando finalmente en el limbo a los acreedores y poniéndose asimismo al borde de la quiebra ante tan inminente colapso financiero.

De la que no se salvó fue de una multa impuesta por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), que alcanzó el insólito de 49 millones de pesos (3.5 millones de dólares), de los cuales 20 millones 500 mil se le cargaron a la propia empresa; 17 millones 300 mil a su director general, Carlos González Zabalegui, y un millón 500 mil a su director de Administración y Finanzas, Martínez De la Vega, a quien se señaló como el cerebro de las malogradas operaciones. Los tenedores de Certificados Bursátiles emitidos por la firma debieron acudir a los tribunales³.

3 Son títulos de Deuda que se emiten en serie, al amparo de un programa, para su circulación en el Mercado de Valores.

En medio del escándalo, la Comer logró evitar en dos ocasiones la posibilidad de un concurso mercantil o procedimiento de quiebra ordenada, antes de llegar a él, pero debió vender su participación de 50% en la cadena mayorista Cotsco (CNN expansión, 2012).

Comercial Mexicana informó en diciembre de 2008, en un comunicado emitido en la Bolsa Mexicana de Valores, que conforme a la información recibida de las contrapartes con que realizó operaciones de derivados financieros, la totalidad de los reclamos presentados asciende a 2 mil 200 millones de dólares y colaterales (garantías) por 310 millones de dólares (González, 2008).

3.1 Breve descripción de Controladora Comercial Mexicana

Esta descripción corresponde al año 2008, en el que se sitúa la problemática de esta investigación. Controladora Comercial Mexicana, S. A. B. de C. V. (CCM), (junto con sus subsidiarias “la Compañía”) fue fundada el 28 de enero de 1944, bajo la denominación y forma de Antonino González e Hijo (Sociedad en Comandita Simple). El 1 de julio de 1957, cambió su denominación y forma a la de Comercial Mexicana, S. A.; el 5 de marzo de 1982, adoptó la forma de Sociedad Anónima de Capital Variable. El 9 de diciembre de 1988, CCM cambió su denominación a la de Controladora Comercial Mexicana, S. A. de C. V., modificando su objeto social a partir del 1 de enero de 1989, para participar en el arrendamiento de bienes muebles e inmuebles e invertir en compañías relacionadas con la compra, venta y distribución de abarrotes y mercancía en general en la República Mexicana. En la asamblea extraordinaria celebrada el 6 de abril de 2006, se acordó adoptar la forma de Sociedad Anónima Bursátil de Capital Variable, en acatamiento a las modificaciones realizadas a la Ley del Mercado de Valores.

Los estados financieros consolidados de los que se tomaron los datos para este caso incluyen los de CCM y las subsidiarias que se mencionan a continuación:

Cuadro 1. Controladora Comercial Mexicana (CCM)

Subsidiarias	Actividad	% de participación
Tiendas Comercial Mexicana, S. A. de C. V.	Cadena de tiendas de autoservicio que cuenta con 199 unidades	100%
Restaurantes California, S. A. de C. V.	Cadena de 77 restaurantes	100%
Costco de México, S. A. de C. V.	Cadena de tiendas de membresía que cuenta con 31 unidades	50%
Subsidiarias inmobiliarias	Grupo de empresas en cuyas propiedades se localizan varias tiendas y restaurantes.	100%
Afiliadas y subsidiarias prestadoras de servicios	Grupo de empresas dedicadas a la prestación de servicios administrativos.	Varios

Fuente: Informe a los accionistas 2008 (2009).

A continuación se presentan los datos operativos de 2004 a 2008:

Cuadro 2. Datos operativos de CCM

Datos operativos	2008	2007	2006	2005	2004
Tiendas al final del periodo	230	214	205	191	181
**Área de ventas en m2	1,614,319	1,511,810	1,451,055	1,344,494	1,258,963
Restaurantes al final del periodo	77	71	67	62	58
Empleados totales	40,172	40,484	38,437	35,837	33,763
Clientes (miles)	288,817	279,291	265,989	248,806	241,833

Fuente: Informe a los accionistas 2008 (2009).

Como se puede apreciar claramente en el cuadro 2, la CCM había mostrado un crecimiento sostenido en los años previos a la crisis financiera de 2008.

3.2 El desempeño financiero de Controladora Comercial Mexicana (CCM)

El 18 de mayo de 2009, en el informe a los accionistas el Sr. González Zabalegui explicaba la situación de CCM al Consejo de Administración “El año 2008 estuvo marcado por la crisis financiera que afectó de manera importante a la economía mundial, incluyendo a la economía nacional. El impacto más evidente para nuestra economía se materializó algunos días después del anuncio de la quiebra de Lehman Brothers -una de las mayores y más prestigiosas instituciones financieras de los Estados Unidos de América- a través de una inesperada y fuerte devaluación del peso. La posición cambiaria de CCM en ese momento no era la adecuada para enfrentar un escenario de esa magnitud y ello derivó en el incumplimiento de nuestras obligaciones financieras y el inicio de un complejo proceso de reestructura financiera...” (CCM, 2009: 4). Así también, González Zalabegui describe brevemente el impacto financiero de esta situación:

“El resultado integral de financiamiento⁴ representó un gasto de \$14,021 millones de pesos en el período. El rubro de otros gastos financieros fue afectado por la provisión prudencial de \$13,083 millones de pesos basada en los reclamos que siete instituciones financieras le han hecho a la empresa por lo que pasó de una utilidad de \$95.6 millones en 2007 a un gasto de \$14,021 millones para el mismo periodo del 2008. Es muy importante dejar constancia que la cifra de la provisión prudencial sólo se incluye como referencia, sin que ello implique ningún tipo de reconocimiento para efectos jurídicos al concepto que lo genera, ni la obligación a pagar esas reclamaciones” (CCM, 2009: 5) (Ver cuadro 3).

“Durante este ejercicio se registró una pérdida neta de \$8,587 millones de pesos, en comparación con la utilidad de neta de \$2,535 millones registrada en 2007” (CCM, 2009: 5) (Ver cuadro 3).

“El Capital Contable Mayoritario disminuyó 39% al pasar de \$22,340 millones en 2007 a \$13,660 millones en 2008” (CCM, 2009: 6) (Ver cuadro 3). Para una mejor comprensión de la situación financiera de CCM, se presenta el cuadro 3, con algunos rubros seleccionados de los estados financieros.

Cuadro 3. Controladora Comercial Mexicana, S.A. de C.V.

Resumen de información Financiera y Operativa

(En miles de pesos, en base a NIFs)

	2009	2008	2007	2006	2005
Estado de Resultados					
Ventas netas	54,893,276	53,298,491	50,409,166	47,567,704	43,519,325
Costo de ventas	43,916,222	42,211,016	39,558,679	37,473,282	34,365,877

4 El resultado integral de financiamiento (RIF) se conforma por ingresos y gastos relacionados con actividades de tipo financiero, está integrado por: gastos e ingresos por intereses, fluctuaciones cambiarias, cambios en el valor razonable de pasivos o activos financieros, resultado por posición monetaria.

Gastos de operación	8,175,278	8,083,854	7,635,383	7,213,158	6,693,848
Depreciación y amortización	1,211,496	1,053,838	921,050	825,920	767,576
Utilidad de operación	2,801,776	3,003,621	3,215,104	2,881,264	2,459,600
Resultado integral de financiamiento	(1,351,933)	(14,020,607)	95,594	(146,792)	(670,117)
Utilidad antes de impuestos	581,479	(11,399,072)	3,277,770	2,532,320	2,350,308
Impuestos y PTU	219,967	(2,825,894)	731,680	232,249	358,990
Participación no controladora	16,908	14,264	11,461	10,345	13,768
Utilidad (pérdida) neta	344,604	(8,587,442)	2,534,629	2,289,726	1,977,550
EBITDA¹	4,013,272	4,057,459	4,136,154	3,707,184	3,227,176
Margen operativo	5.1%	5.6%	6.4%	6.1%	5.7%
Precio por acción al final del período	10.99	2.98	27.38	27.43	16.28
Balance					
Total Activo	50,337,505	50,603,166	40,809,768	36,838,288	32,831,917
Total Pasivo	36,182,253	36,805,119	18,354,858	16,727,134	14,946,315
Pasivos con costo a corto plazo	11,897,558	12,099,886	-	1,037,590	344,205
Provisión prudencial	13,083,244	13,083,244	-	-	-
Capital					
Participación no controladora	146,867	138,270	114,832	114,444	114,168
Participación controladora	14,008,385	13,659,777	22,340,078	19,996,710	17,771,434
Total Pasivo y capital	50,337,505	50,603,166	36,838,288	40,809,768	32,831,917

Fuente: Resumido de CCM (2009). Rubros seleccionados para ilustrar la problemática planteada.

En el cuadro 3, se observa que los problemas de CCM, no eran de operación como lo muestra el margen de operación que en el 2008 fue 5.6%, al igual que el EBITDA que ascendió a \$4,057,459 en el mismo año. Así también, se hace notar el incremento del pasivo con costo de corto plazo que alcanzó el 88.5% del capital mayoritario.

Es necesario hacer notar que los derivados, se contrataron con fines de negociación como lo informa la nota 4 del informe a las accionistas (CCM, 2009:22), y no con fines de cubrir a la empresa de riesgo de tipo de cambio, como debió haber sido, es decir como instrumento de cobertura.

De acuerdo con la nota 7 del informe a los accionistas, la situación de deuda de la CCM, era la siguiente (CCM, 2009: 27): Durante el segundo y tercer trimestre de 2008, CCM llevó a cabo diversas operaciones financieras derivadas (OFD) referidas principalmente al tipo de cambio. Por las características de dichas operaciones y la importante devaluación del peso mexicano respecto al dólar americano a inicios del cuarto trimestre, CCM tuvo que depositar Garantías Colaterales de efectivo aproximadamente por USD\$316 millones para cubrir llamadas de margen de las OFD. Las instituciones financieras nacionales y extranjeras realizaron una terminación anticipada de dichas OFD a inicios de octubre de 2008. Posteriormente, dichas instituciones financieras nacionales y extranjeras presentaron reclamaciones relacionadas con las OFD a CCM por un importe neto de USD\$2,218 millones.

CCM analizaría la eficacia jurídica, la legalidad y la exigibilidad de dichas supuestas operaciones, así como la integración de los montos reclamados, manteniendo conversaciones con las mencionadas instituciones.

Desde el 9 de octubre del 2008, CCM no realizó ningún pago de los vencimientos e intereses de su deuda bancaria y bursátil contratada. Por lo anterior diversas instituciones iniciaron demandas y en algunos casos lograron el embargos precautorios de algunos activos de CCM.

Al 31 de diciembre de 2008, la totalidad de la deuda contratada por CCM se encontraba vencida. Con el objetivo de presentar los resultados del año 2008, CCM registro una provisión prudencial de \$13,083 millones, en los resultados. A la provisión prudencial inicialmente referida, se aplicaría en su oportunidad la cantidad de \$4,347 millones por concepto de Garantías Colaterales que fueron retenidas por las instituciones mencionadas y las tienen por recibidas, quedando un importe neto de reserva de \$8,736 millones. CCM entro en un proceso de negociación para la reestructura de sus pasivos financieros.

3.3 La reestructura de la deuda de CCM

A finales de mayo de 2010, CCM acordó la reestructura de reclamos y deudas pendientes de pago a través de la emisión de nuevos instrumentos de deuda bancaria y bursátil por 16,380 millones de pesos y 224 millones de dólares, que en total suman 19,240 millones de pesos, además de un pago por 45 millones de dólares una vez aprobado el plan de reestructura.

Los nuevos instrumentos de deuda, se respaldaron con hipotecas sobre activos inmobiliarios con un valor individual superior a 50 millones de pesos, prenda sobre las acciones de las sociedades subsidiarias de CCM, un fideicomiso de administración y garantía sobre las acciones de Costco de México, además de un fideicomiso de garantía sobre ciertos activos inmobiliarios no productivos destinados a venta.

Finalmente, al instrumentar el acuerdo a través del concurso preconvenido, éste es extensivo en los mismos términos a todos los acreedores minoritarios que no participaron en la negociación y de esta manera se reestructura 100% de los pasivos de la compañía.

3.3.1 Descripción de la Deuda reestructurada

El 27 de octubre de 2010, CCM y el 98% de sus acreedores firmaron un convenio concursal con plan de reestructura previo, en el cual se plasmó, entre otros, el acuerdo respecto a la forma de documentar los convenios de reestructura, los términos generales del contrato de términos comunes y de los distintos instrumentos de la deuda sostenible reestructurada y garantizada, y las distintas garantías.

A través de la aprobación, por parte del juez competente, del convenio concursal que puso fin al procedimiento de concurso mercantil de CCM, ésta celebró diversos convenios de reestructura, regidos todos por un contrato de términos comunes, como sigue (Informe anual a los accionistas 2010):

Deuda principal garantizada

CCM suscribió dos instrumentos de deuda principal garantizada. El primero por \$5,254,766 el cual devenga intereses sobre el monto principal insoluto a una tasa anual igual a TIIE⁵ a 28 días desde su

5 Tasa de interés interbancaria de equilibrio, es una tasa representativa de las operaciones de crédito entre bancos calculada por el Banco de México.

inicio y hasta el 30 de junio de 2011 y a una tasa anual igual a TIIE a 91 días, a partir del 1 de julio de 2011 y hasta su vencimiento. A las tasas de interés mencionadas se les incrementarán 2.75 puntos porcentuales desde su inicio y hasta el 30 de junio de 2012 y 4 puntos porcentuales desde el 1 de julio de 2012 y hasta su vencimiento. Los intereses devengados serán pagaderos en forma mensual, desde el inicio y hasta el 30 de junio de 2011 y en forma trimestral a partir del 1 de julio de 2011 y hasta su vencimiento.

El segundo por \$3,407,725 y devenga intereses sobre el monto principal insoluto a una tasa anual igual a TIIE a 28 días, desde su inicio y hasta el 30 de junio de 2011, y a una tasa anual igual a TIIE a 91 días en cada uno de los años siguientes. A las tasas de interés mencionadas se les incrementarán 2.75 puntos porcentuales desde su inicio y hasta el 30 de junio de 2012; y 4 puntos porcentuales desde el 1 de julio de 2012 y hasta su vencimiento. Los intereses devengados serán pagaderos en forma mensual, desde su inicio y hasta el 30 de junio de 2011 y con posterioridad en forma trimestral.

La amortización del principal se hará a la fecha de su vencimiento, el 30 de junio de 2018.

En tanto permanezca insoluto el saldo de ambos instrumentos de esta deuda y los bonos emitidos en pesos y dólares mencionados en el inciso a. ii., siguiente, CCM deberá determinar un flujo de caja excedente (el flujo) bajo cierta metodología, sin incluir el efectivo e inversiones equivalentes de efectivo de Costco de México. De dicho flujo, se aplicará semestralmente no menos del 60% para pagar anticipadamente deuda reestructurada. El 40% restante del flujo correspondiente a CCM podrá ser utilizado en alguno de los siguientes usos corporativos: i) prepagos opcionales de la deuda reestructurada; ii) recompras por debajo del valor nominal de cierta deuda; iii) gastos de capital adicionales conforme a lo previsto en los nuevos instrumentos de reestructura y; iv) cualquier otro gasto corporativo, excepto ciertos pagos restringidos. El flujo que exceda al 31 de diciembre de 2010 de \$1,200,000 y al 30 de junio de 2011 de \$800,000, será el que deberá aplicarse, como se indica en este párrafo.

Para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones al amparo de estos dos instrumentos y de los bonos mencionados en el inciso ii., siguiente se: (i) constituyeron hipotecas en primer lugar y grado de prelación sobre todos los bienes inmuebles de CCM y de sus subsidiarias, excepto los de Costco de México y los de aquellas subsidiarias en las que CCM, directa o indirectamente, posea 50% o menos de su capital social, con valor en libros mayor a \$50,000. Se hipotecaron 78 bienes inmuebles con valor en libros de \$10,218,406; (ii) se celebraron contratos de prenda sobre las acciones representativas del capital social de las subsidiarias de CCM, excluyendo las de Costco de México, las de aquellas en las que CCM, directa o indirectamente, posea 50% o menos de su capital social y las de aquellas que a la fecha de la firma de la nueva deuda, se encontraban dadas en prenda en otros créditos y; (iii) obligaciones solidarias.

II) Bonos emitidos

El primero por \$1,951,430 pesos con vencimiento el 30 de junio de 2018 y devenga intereses sobre el saldo principal insoluto a una tasa fija anual de 9.25 puntos porcentuales, pagaderos semestralmente.

El segundo por US\$223,900 (\$2,765,075 pesos) con vencimiento también el 30 de junio de 2018 y devenga intereses sobre el saldo principal insoluto a una tasa fija anual de 7 puntos porcentuales, pagaderos semestralmente.

III) Deuda ligada a activos

CCM suscribió dos instrumentos de deuda ligada a activos, cuya fuente de pago, en caso de que los flujos de efectivo derivados de la operación ordinaria del negocio no sean suficientes, serán los recursos obtenidos de la venta de los activos que forman parte de las garantías específicas para estos dos instrumentos.

El primero asciende a \$4,150,741 y devenga intereses sobre el monto principal insoluto a una tasa anual fija de 9.25%. Los intereses devengados serán capitalizados en forma anual; sin embargo, CCM tiene el derecho a pagar los intereses en efectivo respecto de cada periodo de intereses mediante simple notificación previa. El principal se pagará en su totalidad el 30 de junio de 2016, fecha de vencimiento. Este instrumento de deuda ligado a activos está garantizado con las acciones que Controladora Comercial Mexicana CCM posee del capital social de Costco de México, a través de la afectación de las acciones en un fideicomiso de administración y garantía, en donde también se cedió como garantía una porción de algunos derechos corporativos, en el entendido de que en caso de que CCM decida vender éstas acciones antes del vencimiento del instrumento, los recursos obtenidos serán destinados al pago del mismo.

El segundo asciende a \$1,615,930 y devenga intereses sobre el monto principal insoluto a una tasa trimestral equivalente a la tasa implícita de inflación aplicable a dicho trimestre, correspondiente al cambio en el valor de las Unidades de Inversión (UDI) durante dicho trimestre más 75 puntos base. Los intereses serán capitalizados y adicionados al monto principal insoluto al 30 de junio de cada año, en el entendido de que CCM tiene el derecho a pagar los intereses en efectivo, respecto de cualquier periodo de intereses mediante simple notificación previa. Esta porción deberá pagarse en su fecha de vencimiento, el 30 de junio de 2012; sin embargo, si no se llegara a pagar en su totalidad en dicha fecha, su plazo se prorrogará automáticamente por dos años adicionales, en el entendido, que el monto del principal insoluto restante y los intereses capitalizados que se generen con posterioridad al 30 de junio de 2012 deberán ser pagados el 30 de junio de 2014. El monto del principal insoluto al 30 de junio de 2012, generará intereses a una tasa anual fija de 9.25 puntos porcentuales. Este instrumento está garantizado, a través de un fideicomiso de administración, garantía y fuente de pago, constituido por CCM y ciertas subsidiarias, cuyo patrimonio está integrado por 17 inmuebles en proceso de venta, con valor en libros al 31 de diciembre de 2010 de \$1,419,162. De la venta de estos inmuebles se obtendrán los recursos para el pago de éste instrumento.

IV) Obligaciones de hacer y no hacer

El contrato de términos comunes obliga a CCM a entregar información financiera en ciertas fechas, a cumplir con las razones financieras de apalancamiento y cobertura de intereses; así mismo, contiene restricciones que afectan, y en algunos aspectos limitan o prohíben, entre otras cosas: la posibilidad de que CCM pague dividendos; contrate deuda adicional; otorgue activos en garantía; celebre algunas operaciones con partes relacionadas; venda activos; haga fusiones, disoluciones, liquidaciones, cesiones o arrendamientos con terceros, no limitando operaciones entre las empresas del mismo grupo.

En el cuadro 4, se muestra el resumen de la reestructuración de la deuda de CCM.

Cuadro 4. Resumen de reestructuración de deuda

Instrumento de deuda	Monto/Plazo	Tipo de interés
Deuda principal garantizada	\$5,254,766 Amortización del capital en etapas hasta su vencimiento el 30 de junio de 2018	TIEE a 28 días + 2.75 puntos porcentuales, hasta el 30 junio de 2011 Pagaderos en forma mensual
		TIEE a 91 días + 4 puntos porcentuales, a partir del 1 de julio de 2011 Pagaderos en forma mensual
	\$3,407,725 Amortización del capital hasta la fecha de su vencimiento el 30 de junio de 2018.	TIEE a 28 días + 2.75 puntos porcentuales, hasta el 30 junio de 2011 Pagaderos semestralmente
		TIEE a 91 días + 4 puntos porcentuales, a partir del 1 de julio de 2011 Pagaderos semestralmente

Bonos	\$ 1,951,430 Vencimiento el 30 de junio de 2018	Tasa fija anual 9.25% Pagaderos semestralmente
	\$ 2,765,075 Vencimiento el 30 de junio de 2018	Tasa fija anual 9.25% Pagaderos semestralmente
Deuda ligada a activos	\$ 4,150,741 Vencimiento el 30 de junio de 2016	Tasa fija anual 9.25% Capitalización anual
	\$ 1,615,930 Vencimiento el 30 de junio de 2012	Tasa trimestral equivalente a la tasa implícita de inflación + 75 puntos base. Capitalización anual

Fuente: Elaboración propia con base en Informe a los accionistas (2010).

IV. Análisis del impacto de la reestructuración de CCM

Para realizar un análisis completo de la situación de CCM, se trabajaron los datos financieros con un horizonte de tiempo de ocho años de 2006 a 2013, con el fin de analizar como estaba antes del colapso y como quedo después del mismo.

4. 1 Análisis financiero

A través del análisis financiero es posible conocer la situación económica, financiera y operativa de la empresa CCM, por lo cual se presentan a continuación los principales ratios así como la interpretación, a fin de determinar de qué modo afectó la crisis financiera a esta empresa y al especular con futuros el tipo de cambio.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
LIQUIDEZ								
Liquidez Corriente x	0.9	1.1	0.5	0.5	1.2	1.1	1	1.1
Liquidez Acida x	0.3	0.5	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5
Capital de Trabajo \$	-1,389,642,797	881,474,000	-19,858,105,000	-18,975,735,000	1,576,913,000	620,195,000	411,520,000	745,254,000
RENTABILIDAD								
RENTA SOBRE CAPITAL								
Rotación de Activo / Patr Neto %	1.3	11.2	1.2	15.2	1.1	76.8	1.1	71.9
Rotación de Patrimonio Neto x	2.4	3.8	2.2	6.1	3.9	0.2	3.9	1
Margen de Utilidad / Deuda Total %	21.2	35.1	21.5	0.6	20.8	96.1	20	100
Margen de Utilidad / Activo Tt %	5.6	45.4	6.3	45	4.9	72.7	3.5	71.9
Margen de Activo Tot / Patr Neto %	4.8	83.2	5.1	81.7	-16.1	266.7	0.7	255.6
Margen de Utilidad / Ventas %	7.4	35.2	8.1	36.4	6.9	69.1	5.7	65.9
Rentab del Activo %	6.2	6.2	-16.9	0.7	2.3	2.5	16	8.3
Rentab Patr (pat final)%	11.4	11.3	-62.1	2.6	6.5	6.5	25.8	12.7
ROIC (IC fin) %	7.2	7.6	7.2	5.3	3.2	4.1	5.5	5.9

Fuente:

Elaboración propia con base en la información financiera consolidada, varios años.

Como se puede ver en el cuadro 5, la utilidad por acción en el año 2008, resulta con valor negativo debido a las pérdidas ocasionadas por la especulación con derivados; los otros indicadores no se ven afectados excepto las ventas por acción que en al año 2010 presentan una disminución considerable, toda vez que el número de acciones se mantuvo igual.

En lo que se refiere a la estructura de capital se puede observar que a partir de 2008 la proporción de la deuda con respecto al patrimonio neto se elevó considerablemente alcanzando su nivel más alto en el año 2010, donde alcanza el 122%, los demás indicadores siguen la misma tendencia como consecuencia de la

reestructuración de la deuda que se firmó ese año, misma que tuvo como objetivo principal asegurar la continuidad de la empresa en el mediano y largo plazo. Los indicadores de la estructura de capital muestran una notable recuperación a partir del año 2011, mostrando con esto que la reestructuración fue un camino viable para CCM.

La liquidez disminuye notoriamente en el año de la crisis 2008, pero muestra recuperación en los años siguientes, el capital de trabajo muestra un incremento considerable en el mismo año como consecuencia de que se clasificaron en el corto plazo todos los financiamientos y créditos que había asumido la CCM, para sus operaciones de especulación con derivados; este indicador se recupera a partir del año 2010, cuando se firman los acuerdos de reestructuración de la deuda.

Los indicadores del ciclo empresarial no muestran variaciones significativas dado que el problema del excesivo endeudamiento de CCM, no afectó la operación del negocio.

En cuanto a la rentabilidad el impacto de la crisis financiera de CCM se hace notar en el margen neto, en el que además el resultado neto reportó pérdidas para la controladora, que generalmente fueron pérdidas en las operaciones financieras derivadas que realizó al registrarse un incremento considerable en el tipo de cambio. Los impactos negativos en la rentabilidad a activos y en el patrimonio, son consecuencias de la pérdida neta reportada en ese año. Es importante hacer notar que estos indicadores se recuperan en los años subsecuentes mostrando incluso un mejor desempeño en los últimos años.

4.2 Análisis del riesgo

El análisis de riesgo se realizó con base en el modelo Z de Altman el cual fue creado por Edward Altman en el año 1967 (Altman, 1968)⁶, los investigadores y empíricos han realizado múltiples aplicaciones a empresas de todos los sectores, llegando a la conclusión que es un modelo que tiene poder predictivo ex ante, pero que debe revisar su estimación constantemente para incluir cambios en las tendencias y en las industrias y así mantener su utilidad predictiva (Guzmán, 2010).

A continuación se presenta paso a paso, el cálculo del riesgo de CCM, con este modelo.

Cuadro 6. Variables financieras para la aplicación del modelo Z de Altman

Variables financieras	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Activo Circulante (AC)	9,867,085	11,651,791	16,283,880	17,030,369	9,802,104	10,576,112	9,686,368	10,386,406
Activo Total (AT)	35,503,691	40,809,768	50,603,167	50,337,504	43,447,453	50,016,015	41,709,987	44,546,117
Ventas Netas (VN)	45,844,396	50,409,166	53,298,491	54,893,276	41,727,613	43,775,577	45,667,425	47,060,548
Gastos Financieros (IN)	-501,155	-312,967	-14,090,209	-1,351,933	-794,890	-1,561,625	-818,226	-155,975
Pasivos Totales (PT)	16,121,134	18,354,858	36,805,118	36,182,252	28,258,565	30,636,342	15,800,953	15,330,448
Pasivos Corrientes (PC)	11,256,727	10,770,317	36,141,985	36,006,104	8,225,191	9,955,917	9,274,848	9,641,152
Valor de Mercado (VM)	12,563,564	15,508,731	684,208	2,252	64,335	21,935	29,884	32,813
Utilidad antes de Impuestos (UAI)	2,440,578	3,277,770	-11,399,072	581,479	1,402,535	1,382,437	1,818,934	2,745,314
Utilidades retenidas (UR)	13,872,402	11,492,748	2,731,548	3,076,150	4,386,814	14,307,884	20,834,125	24,124,368
Capital de trabajo neto (CTN)	-1,389,642	881,474	-19,858,105	-18,975,735	1,576,913	620,195	411,520	745,254

Fuente: Elaboración propia con base en los informes anuales, varios años.

Luego de identificar las variables financieras de CCM (cuadro 6), para la aplicación del modelo Z de Altman, se procede a calcular el valor Z, desarrollando la fórmula del modelo, como se muestra a continuación:

⁶ El desarrollo completo del modelo puede verse en Altman (1968).

Cuadro 7. Cálculo del valor Z de Altman

Variables	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X1 (CTN/AT (en %))	-0.039140776	0.021599584	-0.392428106	-0.376970122	0.036294717	0.012399928	0.009866222	0.016729943
X2 (AC-PC/ AT (en %))	-0.039140776	0.021599584	-0.392428106	-0.376970122	0.036294717	0.012399928	0.009866222	0.016729943
X3 (UAI/AT (en %))	0.068741529	0.080318271	-0.225264004	0.011551606	0.032281179	0.027639887	0.043609076	0.061628581
X4 (VM/PT en %)	0.779322596	0.844938762	0.018590023	6.22405E-05	0.002276655	0.00071598	0.001891278	0.002140381
X5 (VN/AT (veces))	1.291257182	1.235223048	1.053263939	1.090504527	0.960415631	0.875231203	1.094879867	1.056445571
Formula Aplicada	$Z = 1.2 \times X1 + 1.4 \times X2 + 3.3 \times X3 + 0.6 \times X4 + 0.99 \times X5$							
Valor Z Altman	1.871019197	2.051043286	-0.709798975	0.137634809	1.153071622	0.99035992	1.254627964	1.294037514

Fuente: Elaboración propia.

Para poder interpretar los resultados obtenidos, se presenta brevemente la interpretación de la puntuación de este modelo (Camacho, Salazar y León, 2013):

$Z > 2.99$ Baja probabilidad de quiebra; probablemente la empresa no tendrá problemas de solvencia en el corto y mediano plazo, aunque factores tales como mala gestión, fraude, desaceleración y otros podrían causar un cambio inesperado.

$Z < 1.81$ Alta probabilidad de quiebra; indica que la empresa prácticamente incurrirá en quiebra. Normalmente una empresa no recupera su solvencia en el corto plazo si se encuentra con un resultado así.

$1.81 > Z < 2.99$ Zona gris: señala alguna seguridad relativa, pero se sitúa dentro de un área de observación (área gris) y está debajo del umbral de más alta seguridad.

Tanto el año 2006 a 2007, se encuentran la zona gris al haber alcanzado una puntuación de 1.87 y 205 respectivamente lo que tendría que considerarse como reservado al no contar con la seguridad de que esta empresa no caería en insolvencia como sucedió en 2008. El alto endeudamiento hace que en los años siguientes la puntuación caiga en la zona de alta probabilidad de quiebra es decir debajo de 1.81, sin embargo la puntuación muestra una tendencia a recuperarse en los últimos años, como consecuencia de la disminución de la carga de deuda producto de la reestructuración llevada a cabo.

Determinación del valor de la empresa

Para determinar el valor de la empresa se utilizó el modelo de EVA, dado que permite determinar la creación o la destrucción del valor y mide específicamente el desempeño operativo de la empresa, a continuación se presenta el cálculo del valor para CCM paso a paso.

Cuadro 8. Cálculo de las variables del modelo EVA

Cálculo de variables	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
UTILIDAD AJUSTADA	2,489,814	2,687,861	2,811,796	2,587,799	2,366,868	2,513,620	2,698,341	2,781,382
UTILIDAD DE OPERACIÓN	2,776,880	3,215,104	3,003,621	2,801,776	2,373,714	2,525,321	2,710,005	2,982,161
(-) IMPUESTOS	287,066	527,243	191,825	213,977	6,846	11,701	11,664	200,779
CAPITAL DE TRABAJO	-1,389,642	881,474	-19,858,105	-18,975,735	1,576,913	620,195	411,520	745,254
ACTIVO CIRCULANTE	9,867,085	11,651,791	16,283,880	17,030,369	9,802,104	10,576,112	9,686,368	10,386,406
(-) PASIVO CIRCULANTE	11,256,727	10,770,317	36,141,985	36,006,104	8,225,191	9,955,917	9,274,848	9,641,152
CAPITAL INVERTIDO	22,628,682	28,580,322	12,574,213	12,764,118	27,869,881	27,159,299	28,313,742	29,036,519
ACTIVO FIJO	24,018,324	27,698,848	32,432,318	31,739,853	26,292,968	26,539,104	27,902,222	28,291,265
(+) CAPITAL DE TRABAJO	-1,389,642	881,474	-19,858,105	-18,975,735	1,576,913	620,195	411,520	745,254

Fuente: Elaboración propia con base en los informes anuales, varios años.

En el cuadro 8, se calculó la utilidad ajustada, el capital de trabajo y el capital invertido de la empresa CCM. El costo de la deuda se determinó calculando el costo promedio ponderado de todas las deudas de la empresa, en todos los años del análisis, los datos se tomaron de las notas a los estados financieros de los informes anuales de cada año (Informes anuales CCM, 2006, 2007, 2007, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013); los resultados se muestran en el cuadro 9.

Cuadro 9. Cálculo de los componentes del costo de capital

COMPONENTES	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
COSTO DE LA DEUDA								
Con efecto fiscal	4.93%	5.64%	6.09%	6.12%	6.98%	7.11%	3.51%	3.16%
Costo de la deuda informe ar	6.84%	7.83%	8.46%	8.50%	9.70%	9.87%	4.87%	4.39%
COSTO DE CAPITAL PROPIO								
COSTO DE LA DEUDA	6.84%	7.83%	8.46%	8.50%	9.70%	9.87%	4.87%	4.39%
(+) PRIMA DE RIESGO	-0.35%	0.57%	0.90%	3.12%	5.27%	5.60%	0.59%	0.66%
(Costo de la deuda menos tasa real libre de riesgo)								
LIBRE DE RIESGO	7.19%	7.26%	7.56%	5.38%	4.43%	4.27%	4.28%	3.73%
Tasa de CETES	7.49%	7.54%	8.09%	5.58%	4.63%	4.44%	4.44%	3.88%
Tasa de inflación	4.05%	3.76%	6.53%	3.57%	4.40%	3.82%	3.57%	3.97%
COSTO DEL CAPITAL PROPIO	6.84%	8.40%	9.36%	11.61%	14.97%	15.47%	5.46%	5.05%
(Costo de la deuda más tasa real libre de riesgo)								

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro anterior el cálculo del capital propio, se realizó sumando al costo de la deuda la prima de riesgo (costo de la deuda menos tasa real libre de riesgo). Con todos estos componentes se calcula el costo de capital promedio ponderado (CCPP).

Cuadro 10. Cálculo del costo de capital promedio ponderado (CCPP)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Deuda	3,256,408	5,282,151	12,600,405	11,897,558	20,028,707	19,446,633	3,682,149	2,935,394
Capital	8,188,733	8,496,551	8,496,551	8,496,551	8,496,551	4,347,744	4,347,744	4,347,744
Total	11,445,141	13,778,702	21,096,956	20,394,109	28,525,258	23,794,377	8,029,893	7,283,138
Proporcionalidad								
Deuda	28.45%	38.34%	59.73%	58.34%	70.21%	81.73%	45.86%	40.30%
Capital	71.55%	61.66%	40.27%	41.66%	29.79%	18.27%	54.14%	59.70%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Costo por la proporción								
Deuda	1.40%	2.16%	3.64%	3.57%	4.90%	5.81%	1.61%	1.27%
Capital	4.65%	5.18%	3.77%	4.84%	4.46%	2.83%	2.96%	3.01%
CCPP	6.05%	7.34%	7.41%	8.41%	9.36%	8.64%	4.56%	4.28%

Fuente: Elaboración propia.

El CCPP, se determina como la suma del costo por la proporción de cada uno de los componentes de la estructura de capital (cuadro 10).

La diferencia entre la utilidad ajustada y el cargo a capital (capital invertido por el costo de capital), da como resultado el EVA del año (cuadro 11).

Cuadro 11. Cálculo del Valor Económico Agregado (EVA) de CCM

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EVA DEL AÑO	1,120,881	589,557	1,879,954	1,514,637	-242,979	168,370	1,406,283	1,537,242
UTILIDAD AJUSTADA (-)	2,489,814	2,687,861	2,811,796	2,587,799	2,366,868	2,513,620	2,698,341	2,781,382
CAPITAL INVERTIDO	22,628,682	28,580,322	12,574,213	12,764,118	27,869,881	27,159,299	28,313,742	29,036,519
(x) COSTO DE CAPITAL	6.05%	7.34%	7.41%	8.41%	9.36%	8.64%	4.56%	4.28%
CARGO A CAPITAL	1,368,933	2,098,304	931,842	1,073,162	2,609,847	2,345,250	1,292,058	1,244,140

Fuente: Elaboración propia.

Como ya se había mencionado anteriormente la CCM, no tenía problemas con su operación, por lo que con este modelo no presenta problemas en cuanto a la generación de valor, los montos son positivos y elevados, sin embargo en el año 2010 mostró destrucción de valor, dado que se tuvo que enfrentar tasas de deuda más elevadas con el consecuente impacto en el costo de capital, la tendencia mejora en los últimos años.

CONCLUSIONES

La Controladora Comercial Mexicana, se encontró al borde de la quiebra en el año 2008, al desviar sus operaciones del objeto principal de su negocio que era el *retail*, y especular con derivados de tipo de cambio intentando aprovechar las exceptivas de baja del precio del dólar en el mercado mexicano.

El peligro de quiebra se conjuró al realizar acuerdos con las entidades financieras acreedoras de los préstamos que había realizado con el fin de obtener financiamientos para especular.

El análisis financiero de esta reestructuración muestra claramente que la CCM no tenía problemas operativos sino financieros que hicieron que sus resultados arrojaran pérdidas en el año 2008, como consecuencia de la excesiva carga financiera (pérdidas cambiarias), también muestra que la reestructuración de la deuda fue la salida adecuada para la permanencia de la empresa en el mediano y largo plazo, dado que como ya se ha mencionado su problema no era de operación y también porque la CCM contaba con activos fijos e inversiones suficientes para garantizar a los acreedores, de que la deuda sería pagada.

El análisis de riesgo indica que en los años posteriores a la crisis financiera de CCM, se mostraba que la empresa no estaba en el nivel de riesgo “seguro”, sino más bien de incertidumbre, donde era necesario atender esas “señales”; en los años posteriores la empresa muestra alto riesgo al contar con un endeudamiento excesivo, sin embargo en el mediano plazo este indicador tiende a mejorar.

En lo que se refiere al valor de la empresa, este es sensible al costo del financiamiento mismo que aumenta en los años posteriores a la reestructuración, sin embargo este indicador se recupera del año 2012 en adelante.

Es importante hacer notar que un elevado endeudamiento puede poner en peligro a quiebra a cualquier empresa, sin embargo, si la misma es sólida y ha mantenido una disciplina en sus inversiones y ha mostrado un crecimiento sostenido; un buen programa de reestructuración financiera de deuda puede hacer que vuelva a la normalidad y permanezca en el mercado, como sucedió con la empresa analizada en este caso.

FUENTES DE INFORMACIÓN:

- Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis an the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23, (4) 589-609.
- AMA (2000). *Valor Económico Agregado EVA*, Material de curso, American Management Association, México.
- Barranco, A. (2014). Comercial Mexicana a la venta. *Diario el Universal*, sección empresa, lunes 20 de enero.
- Barranco, A. (2014). Comercial mexicana a la venta. *El Universal - Opinión*, consultado en <http://www.eluniversalmas.com.mx/columnas/2014/01/105336.php>, recuperado el 13/03/2015.
- Bowen, R., & wallace, j. (1999). The decision to adopt EVA. *Issues in Accounting* , 14, (3), 517-542.
- Bromwich, M., & Walker, M. (1998). Residual income past and future. *Management Accounting Research* , 9 (4) 391-419.
- Camacho, G., Salazar, A. y León, C. (2013). *Modelos de estimación de quiebra en las empresas colombianas del sector textil y de la confección*. Tesis de grado de maestría en finanzas. Colombia: Colegio de estudios superiores de administración.
- CCM (2007). Informe a los accionistas 2006. México: Controladora Comercial Mexicana. México.
- CCM (2008). Informe a los accionistas 2007. México: Controladora Comercial Mexicana. México.
- CCM (2009). Informe a los accionistas 2008. México: Controladora Comercial Mexicana. México.
- CCM (2010). Informe a los accionistas 2009. México: Controladora Comercial Mexicana. México.
- CCM (2011). Informe a los accionistas 2010. México: Controladora Comercial Mexicana. México.
- CCM (2012). Informe a los accionistas 2011. México: Controladora Comercial Mexicana. México.
- CCM (2013). Informe a los accionistas 2012. México: Controladora Comercial Mexicana. México.
- CCM (2014). Informe a los accionistas 2013. México: Controladora Comercial Mexicana. México.
- Chapoy A. y Girón A. (2008). Innovación financiera y fracaso de la titularización. *Revista análisis* N° 1, Septiembre-diciembre, 17-32.
- Chen, S., & Dodd, J., (2001). Operating income, residual income and EVA: Which metric is more value relevant. *Journal of investing*, p. 38-45.
- CNN, expansión (2012). "Sin Costco, la Comer ganará más".<http://www.cnnexpansion.com/negocios/2012/08/09/sin-costco-la-comer-ganara-mas>. Consultado 17/06/ 2012.
- Dodd, J., & Chen, S. (1997). Economic Value Added (EVA)", *Business and Economic Review*, 30,(3), 1-7.
- Egan, M. (2014). Sí, la peor crisis económica mundial fue en 2008: Bernanke. *Expansión*, sección de economía, consultado en <http://expansion.mx/economia/2014/08/28/crisis-de-2008-peor-que-la-gran-depresion>, recuperado el 07 de julio de 2016.
- Fernández, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *Unversia Business Review* , 10-25.
- Galindo, M. (2008). La crisis económica estadounidense. *Boletín económico de ICE*, N° 2946, 13-22.
- González, R. (2008). Comercial Mexicana reestructura 2 mil 200 mdd con acreedores. *Diario la Jornada*, 5 de diciembre de 2008.
- González, R. (2008). Comercial Mexicana reestructura 2 mil 200 mdd con acreedores. *La Jornada*, viernes 5 de diciembre de 2008.
- Guzmán, M. (2010). *Análisis de Riesgo de Crédito y Evidencia Empírica en Chile*. Tesis Ingeniero Industrial. Chile: Universidad de Chile, Facultad de Economía y negocios.
- Li Bonilla, F. (2010). El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio. *Revista Nacional de Administración*, 1 (1):55-70.
- Pettit, J.,(2000).EVA and Strategy" *EVALuation*, C. Stern Steward, Ed., Abril,1-20.
- Saavedra, A. (2010). CCM consigue por fin el concurso mercantil. *Periódico el Economista*, 9 de agosto de 2010.
- Saavedra, M. (2008). La crisis financiera estadounidense y su impacto en la economía mexicana. *Revista Economía*, 26 (julio-diciembre) 11-41.
- Saavedra, M. L. y Saavedra, M. J. (2012). El Valor Económico Agregado y su relación con el valor agregado de mercado, la utilidad por acción y el rendimiento de los activos, en México: 2001-2008. *Revista Science Gestion*, 2012-3 (90) 15-40.

Stewart, B. (1991). *The Quest for Value*, Harper Collins, Plubishers Inc., EUA.
Wikipedia. Crisis financiera de la comercial Mexicana, consultado el 11 de febrero de 2016.

(Footnotes)

1EBITDA por sus siglas en inglés (Earnings before interest and depreciation acumulate) son las utilidades antes de intereses, impuestos y depreciación acumulada.