

*“Lo impensable, lo improbable, lo que está más allá de tres desviaciones estándar es lo que realmente impacta al inversionista,” Nassim Nicholas Taleb (2007)*

## I. Introducción

“Así pasa cuando sucede”, esta frase célebre que hemos escuchado decir a muchas personas, pero en estos últimos días lo impensable están sucediendo, tal es el caso, de las empresas mexicanas (Comercial Mexicana, Grupo Vitro, Grupo Posadas, etc.) las cuales se creía que no podían llegar a solicitar un juicio de concurso mercantil o en quiebra y ahora se encuentran en ésta situación<sup>1</sup>. Como el reciente caso de “Comercial Mexicana” que, por especular con instrumentos derivados, tuvo que iniciar un procedimiento de concurso mercantil y ahora su situación jurídica actual corresponde a la de una empresa en quiebra. Similar al caso de Grupo Vitro, el cual no puede pagar sus deudas, por lo cual bajo su calificación de Standard & Poor's hasta llegar a ser “D” y la empresa vale 5% de lo que valía hace 15 años<sup>2</sup>. ¿Pero qué le paso a Vitro?, si hace solo dos o tres años su deuda era de las menos riesgosas y sus bonos y cotizaciones de reporto eran las que menos tasa pagaban en México. Pues todo esto nos lleva a un simple desenlace, los instrumentos derivados.

Sin embargo, en las finanzas internacionales, como en el resto de los negocios, se ha venido experimentando una evolución continua y acelerada en el desarrollo de nuevas formas de generar rentabilidad. Estos cambios han sido originados principalmente por eventos como: la globalización, la volatilidad y la integración de mercados, tanto cambiarios como accionarios y derivados. No hace falta decir que el uso de instrumentos derivados puede representar una seria amenaza o crear situaciones de oportunidad, si se manejan adecuadamente. De acuerdo con los resultados encontrados en esta investigación, los objetivos del inversionista mexicano parecen ser diferente a lo encontrado en el estudio realizado por Allayannis y Weston (2001). Es importante

---

<sup>1</sup> [http://www.cronica.com.mx/nota.php?id\\_notas=390133](http://www.cronica.com.mx/nota.php?id_notas=390133)

<sup>2</sup> Millman, Joel (2009) The Wall Street Journal. Vitro SAB to Miss Two Debt Payments

tener en cuenta que el uso de instrumentos derivados conlleva a dos caminos, el cubrirse<sup>3</sup> y el especular. Uno porque puedes disminuir los riesgos y otro porque puedes perder o ganar.

Pero, ¿En realidad el uso de los instrumentos derivados está siendo apreciado por el mercado como una disminución de los riesgos financieros de la empresa?, o sólo ¿Se usan para cubrirse, y al inversionista le es indiferente su aplicación? Allayannis y Weston (2001) realizaron un estudio tratando de explicar la relación entre el valor de mercado “Q” y la utilización de instrumentos derivados, en Estados Unidos, donde analizan una muestra de 720 empresas no financieras, de 1990 a 1995. Encuentran que existe una relación positiva y significativa entre el valor de mercado *Tobin’s Q*<sup>4</sup> de la empresa y el uso de instrumentos de cobertura. Tomando este estudio como referencia, se investigó si las mismas condiciones se cumplían para las empresas que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores de 2002 a 2007<sup>5</sup>. En esta tesis se investigaron 11 variables, y se generan regresiones lineales tomando como variable dependiente el logaritmo natural de *Tobin’s Q* y como variables independientes el logaritmo natural de los activos totales, si paga o no dividendos, la razón deuda capital, el ROA<sup>6</sup>, la razón de crecimiento, la razón ventas al extranjero y uso o no de instrumentos derivados.

De acuerdo con el teorema clásico de Miller y Modigliani (1958), el manejo del riesgo es irrelevante para la empresa ya que varias teorías recientes sugieren, que el utilizar instrumentos de cobertura es un valor agregado para la empresa. Por ejemplo, en el paper de Smith y Stulz (1985), el cubrirse trae beneficios, ya que reduce los impuestos y los costos de financiamiento. En Froot, Scharfstein, y Stein (1993) el cubrirse puede reducir los problemas de inversión que ocurren cuando el flujo de efectivo es volátil y el acceso a los mercados externos de financiamiento es muy caro. La mayoría de estas teorías entran en conflicto con el teorema de Miller y Modigliani. Por ejemplo Gecczy, Minton, y Schard (1997) examinaron las operaciones de instrumentos de cobertura de divisas para una muestra de las empresas de Fortune 500 y

---

<sup>3</sup> Entendemos como instrumentos de cobertura. (SWAPS, Forwards, Futuros y Opciones )

<sup>4</sup> Es calculada dividiendo el valor de mercado de la acción más la deuda total entre el valor en libros de la acción más la deuda total.

<sup>5</sup> Los resultados en México fueron que al inversionista mexicano no le interesa que la empresa controle sus riesgos por medio del uso de derivados o que el inversionista no se basa en la “Q” para valuar a la empresa.

<sup>6</sup> Es calculado dividiendo la utilidad neta entre los activos totales.

encontraron que aquellas que utilizan instrumentos derivados están relacionadas positivamente con las oportunidades de crecimiento de la inversión.

Esta investigación consta de 4 etapas. En la primera etapa se explican ventajas y desventajas que puede tener el uso de instrumentos derivados según la literatura financiera. En la segunda etapa se presenta la hipótesis, así como los objetivos de la investigación. En la tercera etapa se analiza la relación entre el uso de los instrumentos derivados y el valor de mercado, basándonos en la metodología utilizada por Allayannis y Weston (2001) en las empresas que cotizaron en la BMV de 2002 a 2007. Finalmente en la cuarta parte se incluirán las conclusiones.