

# LA ADQUISICIÓN DEL GRUPO FINANCIERO BANAMEX-ACCIVAL POR CITIGROUP

HÉCTOR SALAS HARMS\*

## Resumen

Se describe la evolución del Grupo Financiero Banamex-Accival desde la fundación del Banco Nacional de México, en el contexto de los cambios en los sistemas bancario y financiero mexicanos desde fines del siglo XIX, la cual culmina con su adquisición por Citigroup en 2001. Asimismo, se presentan los detalles de esta operación y se estima el valor intrínseco de la acción BanacciO, a fin de evaluar la transacción en cuanto al precio al que se cerró la misma, bajo la propuesta de que se habría efectuado en condiciones desfavorables para la institución mexicana. Este estudio se divide por tanto en las siguientes secciones: a) La iniciativa estratégica; b) Objetivo e hipótesis; c) La evolución del Grupo Financiero Banamex-Accival; d) La adquisición y su impacto en el sistema financiero; e) El valor intrínseco de la acción BanacciO y, f) conclusiones.

Palabras clave: Cambios en los sistemas bancarios, Grupo financiero Banamex Accival por Citigroup.

Clasificación JEL:

*Recibido: 16 de junio de 2002.*

*Enviado a dictamen: 21 de noviembre de 2002.*

*Aceptado: 27 de febrero de 2003.*

## a) La iniciativa estratégica

### La oferta pública de Citigroup

El 17 de mayo de 2001, el Grupo Financiero Banamex-Accival y Citigroup anunciaron que habían llegado a un acuerdo para integrar sus operaciones. Los aproximadamente 50 mil accionistas de la institución mexicana recibirían 6.25 mil millones de dólares (mmd) en efectivo y 126 millones 877 mil 791 acciones de Citigroup. Estos títulos, al precio de cierre del 11 de mayo eran de 49.26 dólares, y representaban un importe de 6.25 mmd, para un valor total de la transacción por 12.5 mmd. Finalmente, el jueves 2 de agosto del mismo año, a la medianoche tiempo de Nueva York (23:00, tiempo de la Ciudad de México), expiró la oferta pública simultánea de compra de acciones de Banamex-Accival y de venta de acciones de Citigroup.<sup>1</sup>

Así, el 3 de agosto se registraron a un tipo de cambio de 9.1898 por dólar las siguientes operaciones a ser ajustadas el lunes 6: a) compra en efectivo a US \$2.654492 por acción, de todas las acciones ordinarias en circulación de Banamex-Accival que se hubieran presentado válidamente con anterioridad a la fecha mencionada; y simultáneamente, b) venta a cada accionista de Banamex-Accival de 0.0269 de una acción común de Citigroup a un precio de US \$1.3272.<sup>2</sup>

En estos términos se compraron en efectivo 4 mil 702 millones 587 mil 387 acciones de la serie "O" de Banamex-Accival, las cuales representaban 99.86% de su capital social. Esta transacción, efectuada al precio mencionado de US \$2.654492 por acción –\$24.394251 MN/acción–, produjo un importe total de US \$12 mil 483 millones 7 mil 143. Asimismo, se vendieron simultáneamente 126 millones 705 mil 281 acciones de Citigroup al precio de

\* Licenciado en administración por la unam y Doctor en Economía por la Universidad de Manchester, Inglaterra. Coordinador del Doctorado en Ciencias de la Administración de la unam. Correo electrónico: <hsalas@server.contad.unam.mx>.

<sup>1</sup> Citigroup, 2001a, 2001c y 2001d; Ramírez, 2001; Negocios y Bancos, 2001.

<sup>2</sup> Citigroup, 2001a, 2001c y 2001d; Ramírez, 2001; Negocios y Bancos, 2001.



cierre ya señalado, de US \$49.26 por acción, por un monto total de esta segunda parte de la operación de US\$ 6 mil 241 millones 502 mil 142.<sup>3</sup>

### Impacto en el medio financiero

El impacto de la noticia del 17 de mayo de 2001 fue adverso entre la comunidad inversionista en Nueva York. Al finalizar el día siguiente, la acción de Citigroup había caído de US \$1.10 a \$0.5069. Esto corresponde a la alta tasa de fusiones y adquisiciones que fracasan en el mediano y largo plazos, aun cuando se efectúen dentro del mismo giro. Asimismo, reflejaría también el impacto financiero que sería originado en el corto plazo por los trastornos administrativos que implicaría el integrar distintos sistemas organizativos, contables, fiscales, legales, informáticos, etcétera; y, sobre todo, dos culturas organizacionales diferentes. A este respecto, cabe recalcar que, en este caso particular, tales culturas eran por demás contrastantes, al involucrar a una institución con una cultura latina y a otra con una anglosajona.<sup>4</sup>

Adicionalmente, también estaría transmitiendo la percepción del medio bursátil sobre la salud financiera del banco universal más grande del mundo, en momentos en que se había establecido la reversión del crecimiento desmesurado de las grandes corporaciones financieras. De esta manera, los inversionistas habrían estado mostrando que consideraban que Citigroup había crecido más allá de sus límites, con base en el apalancamiento, y que en el ambiente recesivo ya en curso, toda expansión bancaria ulterior se traduciría en pérdidas. Esta percepción había venido formándose en los dos años y medio anteriores a esa fecha, precisamente a raíz de la fusión Citicorp-Travelers, la cual dio lugar a Citigroup.<sup>5</sup>

Sucede entonces que cuando se vuelven indudables los signos de una recesión, los inversionistas empiezan a retirarse de las operaciones que forman el núcleo del negocio de los grandes bancos –banca de menudeo, finanzas corpora-

tivas, intermediación bursátil, sociedades de inversión y seguros de vida–, para refugiarse en inversiones seguras, como los bonos del Tesoro de Estados Unidos.<sup>6</sup>

Sin embargo, por otra parte, esta fuerte caída en la cotización de la acción de Citigroup podría también estar representando el juicio del mercado bursátil sobre el precio al que fue realizada esta transacción, como estimándolo demasiado alto –aun cuando, por lo general, la venta de los grupos financieros mexicanos a instituciones extranjeras como consecuencia de la crisis de mediados de los noventa se realizó en términos desfavorables para los primeros. Este punto, entonces, requiere de un análisis más detallado.

### Consideraciones para una valoración de esta transacción

Específicamente, el precio pagado por Citigroup en la adquisición de Banamex-Accival era aproximadamente 2.8 veces valor en libros; la prima pagada por la acción, 36.6 % sobre el precio de cierre del 11 de mayo;<sup>7</sup> y el múltiplo precio/utilidad de la transacción fue de 13.9, contra un múltiplo al que había venido operando –último cierre– de 10.2.<sup>8,9</sup>

Sin embargo, es conveniente añadir, en primer término, que toda valoración del precio al que es cerrada una operación de este tipo, debe ser referida al contexto y momento económico en que fue realizada. A este respecto, cabe recordar, por ejemplo, que durante los años en que el régimen salinista inspiraba a la comunidad inversionista –tanto nacional como extranjera– una excesiva confianza en el país, y la situación y expectativas económicas –en países emergentes como en los desarrollados– eran muy superiores a las prevalecientes a mediados de 2001, los bancos comerciales mexicanos estuvieron reprivatizándose incluso a 4 y 4.5 veces su valor en libros.<sup>10</sup>

<sup>7</sup> US \$2.654492 / acción \$9.1898 MN / US \$ = \$24.394251 MN / acción; (\$24.394251 MN – \$17.86 MN) / \$17.86 MN = 36.6%.

<sup>8</sup> \$24.394251 MN / acción / \$1.75 MN / acción = 13.9; \$17.86 MN / acción / \$1.75 MN / acción = 10.2.

<sup>9</sup> Espinosa, 2001; Finanzas, 2001; Infolatina, 2001b; Bloomberg L.P., 2001; Citigroup, 2001d; Ramírez, 2001; Case, 2001; Castano, 2001.

<sup>10</sup> Salas, 1991b, 1992a y 1995.

<sup>11</sup> Salas, 1991a, 1991b, 1992a y 1995.

<sup>3</sup> Citigroup, 2001a, 2001c y 2001d; Ramírez, 2001; Negocios y Bancos, 2001.

<sup>4</sup> Salas, 1985a y 1985f; Cota, 2001; Zweig, 2001.

<sup>5</sup> Cota, 2001.

<sup>6</sup> Cota, 2001.



En comparación con estándares como éstos, la cifra de 2.8 veces que pagó Citigroup nunca parecería excesiva, aun cuando ésta y los múltiplos precio/utilidad podrían estimarse altos, incluso sin considerar el múltiplo que incorpora ya la prima pagada por la acción. A su vez, queda claro que ésta debe ser valorada también contra las operaciones que hubieran estado efectuándose en ese medio financiero y en ese mismo momento. Es decir que, de la misma manera en que el desempeño de los mercados financieros y los precios de los títulos bursátiles están sobre todo en función de variables económicas macro, los precios a los que se cierran las operaciones en fusiones y adquisiciones, también lo están.<sup>11</sup>

Pero estrictamente, una valoración adecuada de esta transacción, como de cualquier otra, solamente puede ser hecha evaluando supuestos, cifras y cálculos de todo el paquete de ingeniería financiera. Esto permitiría determinar la confiabilidad de las sinergias y ahorros en costos que se estaba estimando que existirían; el impacto fiscal de varios renglones de la operación; la idoneidad de las fuentes, costos y plazos del financiamiento, así como de la mezcla total de los mismos, etcétera. Sin embargo, estos documentos no están disponibles públicamente.

Específicamente, Citigroup esperaba ahorros anuales en la operación por 200 millones de dólares (mdd) a partir del segundo año –considerándose sólo 100 mdd, en el primero–, al transferir tecnología y en costos de capital. Asimismo, capitalizaría el beneficio fiscal involucrado en gastos de reestructuración por entre 130 mdd y 150 mdd, por concepto de conversión de tecnología y consolidación de las operaciones mexicanas. Finalmente, estimaba que estos y otros elementos generarían un incremento en la upa, de US \$0.05 anualmente.<sup>12</sup>

#### b) Objetivo e hipótesis

Objetivo. Para poder ponderar los términos en que fue instrumentada esta iniciativa estratégica, se valorará la acción de Grupo Financiero Banamex-Accival en la fecha en que se

celebró su adquisición. Asimismo, como marco referencial, se detallará la evolución de esta institución en el ámbito de los sistemas bancario y financiero del país.

Hipótesis. Esta fue una operación financieramente conveniente para Citigroup y desfavorable para el grupo financiero mexicano. Esto se determinará mediante la comparación del valor intrínseco de la acción Banamex-Accival con el precio al que se cerró la transacción del 17 de mayo de 2001.

#### c) La evolución del Grupo Financiero Banamex-Accival

El Banco Nacional de México SA,  
la banca comercial y el sistema financiero mexicano

El Banco Nacional de México S.A. fue fundado en 1884, constituyéndose a la fecha en el segundo banco más antiguo del país, sólo detrás del que fue el Banco de Londres y México S.A. –fundado en 1864 como el London Bank of Mexico and South-America, Ltd.–, que se convertiría en Banca Serfín S.A.<sup>13</sup>

El sistema bancario mexicano pasó por un proceso de intensa concentración a fines de los cuarenta, en que de más de 250 bancos comerciales se redujo el mercado, por el lado de la oferta, a poco más de cien en unas dos décadas y media. Al culminar ese periodo, Banamex surgió como uno de los bancos líderes en cuanto a innovación tecnológica, lanzamiento de nuevos productos bancarios e internacionalización de operaciones y activos de nuestras instituciones.<sup>14</sup>

A fines de los setenta, al autorizarse la fusión en un solo banco múltiple de los bancos especializados –tales como los de depósito, ahorro y fideicomiso; de capitalización, sociedades financieras e instituciones hipotecarias–, este banco emergió como el número uno en México en cuanto a capital contable, captación, número de clientes, sucursales y empleados. Banamex estaba seguido de cerca por el que era entonces el Sistema Bancos de Comercio

<sup>12</sup> Conger, 2001; Moyer, 2001.

<sup>13</sup> Salas, 1984a.

<sup>14</sup> Salas, 1985a y 1985f.

<sup>15</sup> Salas, 1984b y 1985e.

<sup>16</sup> Salas, 1984a, 1984b y 1985a.

<sup>17</sup> Salas, 1984c, 1984d, 1985b y 1985c.

<sup>18</sup> Salas, 1984c y 1985a; Hahn, 1993.

–un amplio grupo de bancos de comercio regionales o locales, que fue integrado bajo una misma razón social y organización.<sup>15</sup>

La desvinculación de los intermediarios financieros determinada por las autoridades a raíz de la nacionalización de los menos de 60 bancos comerciales existentes en 1982 –prohibiéndose inversiones cruzadas entre éstos, casas de bolsa, aseguradoras y afianzadoras–, vio a Banamex aún como uno de los pilares del sistema y líder en su modernización.<sup>16</sup>

Continuaba así jugando el mismo papel que había tenido a través de los años, en el lanzamiento de tarjetas de crédito o la introducción de instrumentos de captación a la vista con rendimiento; la creación de una amplia red de cajeros automáticos o del sistema de comunicación inter-sucursal vía satélite, para la situación instantánea de fondos, protección de disposiciones fuera de plaza, etcétera –sistemas de los que surgirían en los noventa las compañías de telefonía asociadas a los bancos.<sup>17</sup>

Y esta institución había sido también pionera en la adquisición de instituciones bancarias en California y Texas, a fin de capturar el financiamiento al comercio marítimo mexicano que cruza por los puertos de San Diego y Houston, o en la creación de un banco en Londres, para adquirir presencia en el principal mercado financiero europeo.<sup>18</sup>

La privatización de la banca múltiple a principios de los noventa, y las modificaciones a la legislación respectiva, que abrían nuevamente la posibilidad de operar bajo el concepto de banca universal, permitiendo en 1991 a Accival, Casa de Bolsa, adquirir a Banamex en una operación de 5 mmd, e integrarlo en un grupo junto con los otros intermediarios financieros no bancarios –tales como aseguradoras, afianzadoras, arrendadoras financieras, sociedades de inversión y factorizadoras. Sin embargo, durante ese mismo sexenio, distintos factores crearon el escenario para la peor crisis económica

que ha visto el país, y que culminó en la bancarrota del sistema financiero.<sup>19</sup>

La eliminación del déficit fiscal por el gobierno salinista canceló parcialmente una fuente importante de ingresos que representaba el financiamiento de la deuda pública, con riesgo técnicamente de cero. A este respecto, también las modificaciones iniciadas años atrás, sobre las disposiciones en torno al encaje legal y a los cajones selectivos de crédito, dejaban ya como cartera libre una porción muy importante de la captación, que anteriormente había tenido un destino obligatorio, pero seguro –y hemos visto que los neobanqueros no supieron responder a un reto tal. Queda claro que la asignación marginal del crédito, una vez saturados los mercados de clientes triple A, doble A, etcétera, deja en una posición cada vez más vulnerable a cualquier institución.<sup>20</sup>

Aunado a ello estaba lo que a lo largo del siglo xx fue inicialmente la mística de la carrera bancaria, pero que eventualmente se convirtió en un lastre para la profesionalización de la asignación y administración del crédito. Leyendas que se incorporaban a la cultura organizacional en Banamex, por ejemplo, como la de que alguno de los directores generales adjuntos había iniciado su vida laboral como office boy en esa institución durante su adolescencia, contribuían a crear planes de vida entre los empleados y a fortalecer la política de promoción desde dentro en esta y el resto de las instituciones. Pero sobre todo redundaban en que, en general, una amplia mayoría del personal de todo el sistema bancario no contara con una formación universitaria, y muchas veces ni siquiera con estudios medio-superiores terminados.<sup>21</sup>

Esto dio lugar, en cuanto a la práctica de asignación del crédito, a que se financiaran activos –colaterales o garantías hipotecarias de dos por uno para los préstamos– y no proyectos –negocios en marcha y aun proyectos a echarse a andar en el futuro. Bajo esta modalidad, los expedientes de crédito deberían haber incluido la evaluación de los proyectos mismos en cuanto a su solidez, a sus rendimientos

<sup>19</sup> Conger, 2001; Salas, 1991a y 1991b.

<sup>20</sup> Salas, 1992a y 1995.

<sup>21</sup> Salas, 1985d.

<sup>22</sup> Salas, 1985d, 1992a, 1992b y 1995.

<sup>23</sup> Salas, 1992b y 1995.

<sup>24</sup> Moyer, 2001; Infolatina, 2001c; Zweig, 2001.

<sup>25</sup> Moyer, 2001; Infolatina, 2001c; Zweig, 2001.



esperados y a los riesgos asociados.<sup>22</sup>

Cuando a raíz de la reprivatización los neobanqueros iniciaron una transición tal para profesionalizar sus áreas de asignación y administración del crédito, el tiempo fue demasiado breve entre la venta de los activos bancarios y el colapso de la economía bajo las políticas neoliberales. La quiebra del sistema financiero, con ban-cos que se quedaron con enormes paquetes de activos irrealizables, ha impuesto un alto costo a la sociedad mexicana; y la extranjerización del sistema de pagos del país es uno de sus resultados.<sup>23</sup>

### El Grupo Financiero Banamex-Accival

El Grupo Financiero Banamex-Accival ofreció durante una década servicios de bancas comercial y de inversión, seguros y manejo de inversiones, entre otros, a un amplio espectro de clientes en México y el sur de Estados Unidos. A la fecha de su adquisición por Citigroup, contaba con activos por más de 35.2 mmd; 8 millones de cuentas bancarias y de fondos de pensiones; una penetración de 22% de todos los depósitos del sistema bancario, y 10 % de los activos de las sociedades de inversión.<sup>24</sup>

Este grupo financiero controlaba también 21% de los recursos de las administradoras de fondos para el retiro, que atendían a 18.8 millones de trabajadores y representaban más de 21 mmd en activos. Esta constituía la segunda porción del mercado de fondos de pensiones más grande en México, y esta institución ocupaba también el segundo lugar en el giro de los seguros. Sin embargo, mantenía una posición de liderazgo en tarjetas de crédito, banca electrónica y banca comercial, contando también con mil 349 sucursales y más de 3 mil cajeros automáticos.<sup>25</sup>

Otra de las fortalezas de la división bancaria del grupo era su subsidiaria California Commerce Bank, que le abría la posibilidad de participar en el financiamiento al comercio internacional mexicano del Pacífico, vía los puertos californianos, sobre todo San Diego. Por

otra parte, esto le permitía participar en el financiamiento al comercio entre ambos países que, a partir de la entrada en vigor del tlc en 1994, había crecido de 83 mmd a 215 mmd en 2000.<sup>26</sup>

Asimismo, durante el 2000 –año completo previo a la operación celebrada en mayo de 2001– Banamex-Accival había reportado utilidades por 8.8 mmd, que representaban un aumento de 3.1% contra el año anterior; en tanto que Banamex había tenido utilidades de 8.5 mmp, que mejoraban en 34% los resultados de 1999. Esto lo constituía en el grupo financiero con las tasas de capitalización y de recuperación de créditos más aceleradas.<sup>27</sup>

Por otra parte, a mayo de 2001, la división bancaria había reducido la cartera vencida en dos terceras partes en términos reales, contra el monto que mantenía en septiembre de 1999, mientras que la cartera de crédito había crecido en 30% en 2000. Esto dejaba su razón de cartera vencida a cartera total en 4%, comparada con 16.1 del año anterior. El área de mayor crecimiento en cuanto a la asignación de crédito había sido préstamos corporativos, que habían aumentado en 25% contra 1999, mientras que los depósitos en sucursal se habían incrementado en 19% en el mismo periodo.<sup>28</sup>

Por su parte, la Casa de Bolsa Accival había tenido utilidades semejantes a las de 1999, a pesar del bajo desempeño del mercado de valores mexicano durante el 2000; y en éste, la aseguradora Seguros Banamex Aegon produjo utilidades 39% mayores que el año anterior.<sup>29</sup>

En este contexto, cabe añadir que, con anterioridad a la adquisición, Citigroup valoraba grandemente la marca de Banamex y la consideraba con un excelente récord de rentabilidad y servicio al cliente, en palabras de su presidente y director general Sanford I. Weill, además de “estar sumamente impresionados con su administración.” Y de la misma manera, en un análisis de la Junta de la Reserva Fe-

<sup>26</sup> Conger, 2001; Hahn, 1993; Case, 2001.

<sup>27</sup> American Banker-Bond Buyer, 2000; Infolatina, 2001a.

<sup>28</sup> American Banker-Bond Buyer, 2000; Infolatina, 2001a.

<sup>29</sup> American Banker-Bond Buyer, 2000; Infolatina, 2001a.

<sup>30</sup> Citigroup, 2001a; Carreño, 2001.

<sup>31</sup> Estas últimas razones sociales y marcas estaban programadas para cambiar durante el primer trimestre del 2002, como sigue: Smith Barney



deral americana sobre ese mismo periodo, este organismo regulador afirmaba que "Banamex puede ser considerado como bien capitalizado y bien administrado".<sup>30</sup>

### Citigroup

En mayo de 2001, Citigroup era un conglomerado que operaba bajo el concepto de banca universal, incluyendo firmas como Citibank, Citifinancial, Primerica, la compañía de seguros Travelers, la división Equipment Finance y el banco de inversión Salomon Smith Barney.<sup>31</sup> A escala mundial era la institución financiera más importante, con activos totales consolidados por 902.2 mmd, y proporcionaba servicios tales como banca y crédito al consumo, banca corporativa y de inversión, seguros, compraventa de valores y manejo de inversiones, en más de cien países, a una cartera de 120 millones de clientes, entre empresas, gobierno y personas físicas –cien millones de los cuales eran consumidores de servicios de tarjetas de crédito y de débito y préstamos al consumo.<sup>32</sup>

Asimismo, cabe recordar que Citibank había estado operando en nuestro país desde 1929. Cuando se aprobó una nuevo marco legal bancario en 1932 –Ley General de Instituciones de Crédito–, que reservaba la propiedad de los bancos al capital nacional en 100%, no se aplicó esta disposición retroactivamente a esta institución extranjera; pero se le excluyó de la autorización de re-licitar ciertas operaciones de banca y crédito, así como de abrir nuevas sucursales. Posteriormente, éste, junto con el Banco Obrero, fueron los únicos dos bancos comerciales de capital privado que no fueron nacionalizados por el decreto de 1982. Por último, Citibank ya había ampliado sus operaciones en 1998 cuando adquirió Banca Confía,

sustituiría a Salomon Smith Barney, como la marca para los negocios de clientes privados; el banco de inversión Salomon Smith Barney (ssb)/ Global Relationship Bank (grb), en adelante sería denominado globalmente Citigroup Corporate & Investment Bank, y la división Equipment Finance llevaría la marca CitiCapital.

<sup>32</sup> United Press International, 2001; Citigroup, 2001b; Christie, 2001; Carreño, 2001; Infolatina, 2001c.

<sup>33</sup> Salas, 1984a, 1984d, 1985a; Moyer, 2001; Castano, 2001.

<sup>34</sup> Conger, 2001, Citigroup, 2001a, Pasillas, 2001.

<sup>35</sup> Moyer, 2001; Ramírez, 2001.

<sup>36</sup> Conger, 2001.

<sup>37</sup> Conger, 2001.

con sede en Monterrey, como parte de los efectos de la crisis económica de 1994-1995.<sup>33</sup>

### d) La adquisición y su impacto en el sistema financiero

La iniciativa estratégica de ambos grupos financieros

El 17 de mayo de 2001, Banamex-Accival y Citigroup dieron a conocer que habían acordado la adquisición total del capital del primero de ellos por el segundo, en lo que constituía hasta entonces la operación más importante de este tipo en la Bolsa Mexicana de Valores. Asimismo, la acción de Citigroup serie "C" quedó listada en el mercado bursátil mexicano, el 3 de agosto, a un precio de cierre de \$468.86, constituyéndola en la primera compañía internacional que operaba así.<sup>34</sup>

Dada la gran presencia de Citigroup en los mercados corporativos, se enfatizaría este mismo nombre para los negocios-clientes; pero Banamex conservaría su bien establecida marca para la clientela de menudeo. El título oficial sería "Banamex, miembro de Citigroup", y la nueva razón social: Grupo Financiero Banamex. Es importante destacar que dentro de la cartera de crédito de Banamex por 23 mmd había créditos por aproximadamente 6 mmd a las 65 empresas mexicanas más importantes –muchas de las que también eran clientes de Citigroup.<sup>35</sup>

La compra de Banamex-Accival puede haber sido hasta esos momentos la mayor y más audaz adquisición de Citigroup en el mundo en desarrollo, pero muy probablemente no sería la última. La política era alcanzar una porción de mercado de 8% en los mercados emergentes prioritarios –nivel de penetración, que en el caso de Banamex-Accival estaba siendo ampliamente rebasado–, y de 6% en los demás mercados emergentes, para lo cual esta institución se mantenía activamente en búsqueda de oportunidades para incrementar en la mayoría de ellos sus porciones de mercado.<sup>36</sup>

<sup>38</sup> Saiz, 2001; Moyer, 2001.

<sup>39</sup> Carreño, 2001.

<sup>40</sup> American Banker-Bond Buyer, 2000; Castano, 2001; Páramo, 2001; Info-



Las actividades de Citigroup abarcaban 80 mercados emergentes, los cuales habían producido ingresos en el 2000 por 11.3 mmd y utilidades netas por 2.7 mmd, provenientes de 20 millones de consumidores y 6.5 millones de clientes de fondos de pensiones. Aproximadamente, un dólar de cada 5 de utilidades de Citigroup se generaba en los mercados emergentes; y se esperaba que la adquisición de Banamex-Accival modificara esta relación a un dólar de cada 4.<sup>37</sup>

Por otra parte, una fuerte presencia de Citigroup en México beneficiaría su iniciativa de atraer a los 35 millones de latinos en la Unión Americana, dos terceras partes de los cuales son mexicanos o de ascendencia mexicana. De acuerdo con la revista *Hispanic Business*, el poder de compra de este segmento se disparó de 191.7 mmd en 1991, a 492.5 mmd apenas diez años después. Para servir a este boyante mercado, Citigroup se proponía crear una marca conjunta –Banamex-Citibank–, para lanzarla desde el California Commerce Bank, subsidiaria de Banamex.<sup>38</sup>

Cabe señalar adicionalmente que el California Commerce Bank sumaría depósitos por 1.3 mmd a los 6 mmd que ya tenían otras subsidiarias de Citigroup en ese estado.<sup>39</sup>

### La configuración resultante del sistema financiero en México

La adquisición de Banamex-Accival por Citigroup delineaba los nuevos contornos de competencia en este giro en México. Antes de esta operación, ya dominaban el sector financiero las grandes instituciones extranjeras; y con ella, más de tres cuartas partes del sistema quedaban en sus manos. Tras la adquisición, Citigroup-Banamex-Accival rivalizaría con BBVA-Bancomer por el liderazgo de los grupos financieros, y entre ambos tendrían más de la mitad del mercado. Después de

la adquisición, el primero tendría una porción de mercado de 26.4 % y el capital contable más grande del sistema.<sup>40</sup>

Asimismo, la nueva institución representaría 25% de la captación, activos por 39 mmd y recursos en los fondos para el retiro por 5.4 mmd, con 4.5 millones de clientes, y manejaría 5 millones de cuentas en unas mil 550 sucursales.<sup>41</sup>

BBVA-Bancomer –que es el resultado de una adquisición similar de Bancomer efectuada en julio de 2000–, por su parte, tenía 26% del mercado, 28% de la captación y activos totales por 40 mmd. Controlaba también activos en los fondos para el retiro por 4.9 mmd, con 3 millones de clientes; manejaba 4.2 millones de cuentas en 2 mil 236 sucursales, y poseía también la mayor porción de mercado en sociedades de inversión, con 25 por ciento%.<sup>42</sup>

En un distante tercer sitio estaba Banco Santander Mexicano-Banca Serfín, con 17% de porción de mercado, seguido de Bital, con 14%, y Banorte, con 8.5. En el 2000, Santander-Serfín había podido reducir su cartera vencida en 53.7% en comparación con el año anterior; y su tasa de cartera vencida a cartera total, a 1.9 %, que era la más baja del sistema.<sup>43</sup>

Estos cinco bancos, junto con Inbursa, representaban más de 90% del mercado, con el restante 10% compuesto por otros 27 bancos, de los cuales once eran de capital mexicano. Las reservas de capital de los seis más grandes habían aumentado, entre 1999 y 2000, de 108 a 123%, mientras que la tasa de cartera vencida había disminuido de 9 a 4% en el mismo periodo.<sup>44</sup>

### e) El valor intrínseco de la acción Banaccio

#### Valuación de la acción

El elemento central en el análisis de los aspectos financie-

latina, 2001d; Agencia Efe, 2001.

<sup>43</sup> Conger, 2001; American Banker-Bond Buyer, 2000.

<sup>44</sup> Comtex Scientific Corp., 2001.

<sup>45</sup> Bloomberg, L.P., 2001.

<sup>46</sup> Bloomberg, L.P., 2001.

<sup>47</sup> Bloomberg, L.P., 2001.

<sup>48</sup> Trabajando con activos financieros a largo plazo, como son los del

latina, 2001d; Agencia Efe, 2001.

<sup>41</sup> American Banker-Bond Buyer, 2000; Castano, 2001; Páramo, 2001; Infolatina, 2001d; Agencia Efe, 2001.

<sup>42</sup> American Banker-Bond Buyer, 2000; Castano, 2001; Páramo, 2001; Info-



ros de una iniciativa estratégica es el precio de compraventa de la acción. La evaluación de este precio de mercado es efectuada usualmente contra una medida del valor intrínseco de dichos títulos.

Más allá del valor de la acción de una empresa, como su valor en libros, que considera a ésta como un paquete de activos, está su valuación en función de su capacidad para generar utilidades o flujos de efectivo, considerándola, por tanto, como un negocio en marcha; o bien su valuación en términos de consideraciones equivalentes.

Entre los múltiples métodos de valuación destaca el de flujos de efectivo descontados (*fed*), que se desprende de la teoría microeconómica neoclásica, y que actualmente es el de uso más frecuente en los medios financiero y de negocios. Entonces, este será el método que se empleará a continuación.

**Valor intrínseco.**- El valor intrínseco por *fed* de una acción común es el valor presente de la corriente de dividendos esperados por el accionista a lo largo de un horizonte indefinido de tiempo –y por lo tanto teóricamente ilimitado–, por lo cual el precio al que aquélla pudiera venderse eventualmente se vuelve irrelevante, y no se suma ya a los flujos de efectivo esperados.

Es esta una visión dinámica que considera el potencial de un negocio para generar una rentabilidad para su tenedor, a partir del momento de compra de una acción, la cual es opuesta a la concepción estática que implica la valoración contable de una inversión realizada en un momento previo. Esta misma visión pone la atención en el futuro, en vez de ponerla en un evento histórico; y la dirige también desde el interior de la organización –valuando activos y pasivos– hacia el exterior, para estimar esa rentabilidad potencial como resultado de satisfacer las necesidades de los clientes de la empresa en sus mercados objetivo.

**Tasa de descuento.**- El traer un valor futuro a valor presente requiere de la determinación de una tasa

de descuento. Esta debe permitir a un inversionista igualar el valor del dinero en el tiempo, haciéndolo indiferente a recibir una cantidad dada de dinero en el momento presente o bien una cantidad mayor en un momento futuro.

El modelo de valuación de activos de capital (CAPM) proporciona dicha tasa al determinar una tasa de rendimiento requerida por un inversionista para una acción, partiendo de ciertas condiciones de la misma y de los mercados financieros durante un periodo y en un momento dados. En términos de este modelo, el que esa acción produzca un rendimiento igual o mayor al mínimo requerido por ese inversionista, implica que para él sería indiferente a efectuar hoy un consumo por la cantidad que invertiría en la acción mencionada, o bien a concretarlo en un momento futuro por el monto invertido más el rendimiento obtenido mediante esa inversión.

**Proyección de los flujos de efectivo.**- La perpetuidad en que se constituye la mencionada corriente de flujos de efectivo esperados por un accionista, puede proyectarse al futuro a partir de la serie histórica de los dividendos pagados por las acciones de esa empresa durante un periodo inmediato anterior dado, bajo los supuestos de: a) crecimiento cero; b) crecimiento constante diferente de cero, y c) crecimiento a diferentes tasas en distintos periodos. Usualmente, el medio profesional de valuación de empresas adopta alguno de los dos primeros, salvo que se justifique especialmente el empleo del tercero. Y entre ellos, la determinación del supuesto bajo el cual se trabajará depende del comportamiento previo de la serie de tiempo de los dividendos de esa acción.

Un análisis preliminar de los dividendos históricos recientes de la acción BanacciO, muestra que esta acción dejó de pagar dividendos en efectivo a partir de 1995 –pagando dividendos en acciones en ese año y 1996–, y reanudándose los pagos hasta el 2001. Por tanto, no habiendo una serie de tiempo de los dividendos de esta acción con suficiente longitud, buscará proyectarse la serie de tiempo de las utilidades por acción, multiplicadas por una tasa de pago de dividendos sobre dichas utilidades (*dividend payout ratio*), estimada a partir de la información

mercado de capitales, se requiere tomar como tasa de referencia libre de riesgo, la tasa de alquino de los pasivos de gobierno igualmente a largo



disponible.<sup>45</sup>

El análisis preliminar de las utilidades de la empresa muestra que éstas sufrieron una seria discontinuidad entre 1994 y 1996, durante la crisis económica originada por los desequilibrios en las cuentas externas, que fueron deteriorándose desde los primeros años de la administración salinista, a raíz de la apertura comercial, y que culminaron en la devaluación de diciembre de 1994.

Por este motivo, se considerarán las utilidades trimestrales desde 1997 hasta marzo de 2001 –es decir, hasta el último trimestre completo anterior a la fecha de la adquisición el 17 de mayo. Este análisis permite observar que hay una tendencia creciente en dichas utilidades durante los años referidos –por lo cual, las utilidades se proyectarán con una tasa constante de crecimiento.<sup>46</sup>

Estimación de la tasa de crecimiento de los flujos de efectivo.- La tasa media de crecimiento de los flujos de efectivo puede estimarse ajustando una recta de regresión a los puntos de la serie de tiempo correspondiente. Esto permite tener un grado determinado de confianza estadística, cuando puede rechazarse la hipótesis nula de que es estadísticamente igual a cero el coeficiente de regresión obtenido –la beta de regresión, que representa la pendiente de la recta. Es decir, que puede contarse con cierto nivel de confianza estadística al rechazarse la hipótesis de que la tendencia que busca establecerse no existe, y aceptarse la hipótesis alternativa de que ésta existe y está representada empíricamente por el valor del coeficiente de regresión.

Alternativamente, puede aproximarse este resultado estimando una tasa compuesta constante de crecimiento entre el primero y el último de los puntos de la serie mediante la ecuación para hacer equivalentes valores presentes y futuros, de la siguiente manera:

$$VF = VP (1 + i)^t$$

plazo. Sin embargo, dado que en nuestro medio no existían, en 2001, títulos de deuda pública a 30 ni a 20 años, el efecto debe aproximarse tomando la deuda normal al plazo más largo. Por otra parte, en virtud que las tasas

y resolviendo para i:

$$i = (VF / VP)^{(1/t)} - 1$$

donde:

i = tasa compuesta de crecimiento

VF = último término de la serie (valor futuro)

VP = primer término de la serie (valor presente)

t = número de periodos

Durante el periodo definido anteriormente, la tasa promedio compuesta anualizada de crecimiento de las utilidades es:<sup>47</sup>

$$i = 3.13 \%$$

Estimación de la tasa de descuento.- Se ha señalado que, con base en CAPM, la tasa de rendimiento requerida por un inversionista para estar dispuesto a comprar esta acción, dados el riesgo de la misma y los rendimientos y riesgos de las opciones que ofrece el mercado, representa una tasa adecuada a la cual puede igualarse el valor de cantidades de dinero distribuidas en distintos puntos en el tiempo.

Esto se basa en la consideración de que el riesgo inherente a una empresa –riesgo no sistemático– puede eliminarse mediante la diversificación de una cartera de inversión. Por lo tanto, lo relevante entonces es medir:

a) los riesgos asociados al mercado de valores –riesgo sistemático–, que son originados por las condiciones y discontinuidades de los entornos económico y político en general, y b) el impacto de éstas sobre el desempeño de dicha empresa en particular.

En estos términos, el rendimiento requerido por una acción, con base en CAPM, está determinado por la

de largo plazo de los papeles de gobierno (Bondes-1056 y Bondes-1820)

tasa de referencia libre de riesgo, más una prima por riesgo de la empresa misma –esto es, por el impacto del riesgo sistemático sobre ella. Esta prima por riesgo, a su vez, está determinada por la prima por riesgo del mercado en general y por la sensibilidad de los precios de la acción de esa empresa a los cambios en el ipc –que representan los rendimientos de la acción y del mercado, respectivamente.

La tasa de referencia libre de riesgo, por su parte, está representada por la tasa de papeles de gobierno, con riesgo técnicamente de cero, emitidos a un plazo que corresponda al horizonte de tiempo de la inversión específica.

Esta tasa de rendimiento requerida se determina como sigue:

$$r_e = r_f + b (r_m - r_f)$$

donde:

$r_e$  = rendimiento requerido para una acción con el riesgo sistemático que muestra la acción de Grupo Financiero Banamex-Accival, dados el rendimiento libre de riesgo y el del mercado bursátil.

$r_f$  = tasa de rendimiento libre de riesgo ( $r_f = 6.58687\%$ ).<sup>48</sup>

$b$  = beta o coeficiente de regresión de los rendimientos de la acción BanacciO (como los cambios diarios en sus precios) contra los rendimientos del mercado (como los cambios diarios en el ipc), que representa el riesgo sistemático de esta acción ( $b = 1.56554$ ).<sup>49</sup>

$r_m$  = rendimiento del mercado de valores, como el cambio total en el IPC a lo largo del periodo ( $r_m = 7.95\%$ ).<sup>50</sup>

En estos términos, la tasa de rendimiento requerida por un inversionista para la acción BanacciO es:<sup>51</sup>

$$r_e = r_f + b (r_m - r_f) = 6.58687 + 1.56554 (7.95 - 6.58687) = 8.7209\%$$

Estimación del valor intrínseco.- Por flujos de efectivo descontados, la suma de los valores presentes de los términos de la serie infinita que constituye la corriente de dividendos proyectada a perpetuidad puede calcularse cuando ambas tasas –la de crecimiento de dichos dividendos y la de descuento de los mismos– son números fraccionarios positivos, lo cual es el caso aquí.

Entonces, la suma de esa serie infinita de términos converge al siguiente límite:

$$P_0 = D_1 / (k - g)$$

donde:

$P_0$  = valor presente de los flujos de efectivo esperados por el inversionista, que representa el precio estimado en el tiempo 0 para una acción con un rendimiento requerido y una tasa de crecimiento de sus utilidades dados –es decir, su valor intrínseco estimado por FED.

$D_1$  = dividendo estimado para esa acción en el tiempo 1 ( $D_1 = \$1.87 \text{ MN} / \text{acción} * 1 + .0313 = \$1.928531 \text{ MN} / \text{acción}$ ).<sup>52</sup>

$k$  = tasa de descuento, que corresponde al rendimiento requerido para esa acción,  $r_e$ , definido anteriormente ( $r_e = 8.7209\%$ ).

estuvieron por arriba de los rendimientos anualizados del mercado durante el periodo considerado en el estudio, se tomará la tasa de Udibonos-3430, para obtener primas por riesgo positivas, consistentemente con los planteamientos del CAPM (incidentalmente, las tasas de corto plazo –Cetes en todos sus plazos– también estuvieron por arriba de los rendimientos del mercado de valores).

<sup>49</sup> Beta calculada con los rendimientos diarios de la acción y del mercado a lo largo del 2001, hasta el momento de la operación de adquisición (mayo 17, 2001).

<sup>50</sup> Rendimiento del ipc durante el mismo periodo de la nota anterior, anualizado.

<sup>51</sup> shcp, 2001; Finanzas, 2001.

<sup>52</sup> En el numerador de esta ecuación aparece el dividendo pagado en el tiempo 0 –fin del primer trimestre de 2001– afectado por la tasa de crecimiento anual compuesta promedio determinada anteriormente, para estimar el dividendo correspondiente al tiempo 1 –segundo trimestre de 2001, que es el primer término de la serie proyectada.

<sup>53</sup> Bloomberg, L.P., 2001; Citigroup, 2001c y 2001d; Ramírez, 2001; shcp, 2001; Finanzas, 2001.

<sup>54</sup> La dolarización de los pasivos bancarios por los depositantes mexicanos



$g$  = tasa de crecimiento anual de los flujos de efectivo esperados,  $i$ , determinada anteriormente ( $i = 3.13\%$ ).

Entonces, el valor intrínseco de la acción BanacciO en mayo 17 de 2001 era:<sup>53</sup>

$$P_0 = \$1.928531 \text{ MN} / \text{acción} / (.087209 - .0313) = \$34.49 \text{ MN} / \text{acción}$$

Y aquí cabe recordar que la adquisición del Grupo Financiero Banamex-Accival fue efectuada por Citigroup a un precio de \$24.39 MN por acción.

#### f) Conclusiones

Durante su historia a lo largo de más de un siglo, que transcurre paralelamente a la conformación del México moderno, lo que fue inicialmente el Banco Nacional de México, y eventualmente el Grupo Financiero Banamex-Accival, se constituyó en uno de los pilares del sistema financiero mexicano, y en uno de los bancos universales más importantes de Latinoamérica –y en general, de los países emergentes.

Esta institución fue líder en la modernización y penetración en el extranjero por parte de la banca nacional; y como uno de los dos integrantes del poderoso duopolio que caracterizó al sistema durante la mayor parte del siglo pasado, fue protagonista destacado en el desarrollo del sector real del país hasta su configuración hoy día como una economía recientemente industrializada, pero caracterizada por una marcada desigualdad, con sectores y empresas de talla y competitividad internacionales, que operan junto a otros de muy pequeño tamaño y gran rezago.

La banca múltiple misma es uno de los sectores que aceptan economías de escala hasta altos niveles de operación, y sufre un fuerte proceso de concentración a lo largo de

durante el último año del sexenio de José López Portillo, con el fin de proteger los ahorros familiares y los activos corporativos ante las posibilidades de una devaluación –ya que la legislación en vigor permitía a las instituciones bancarias ofrecer a sus clientes cuentas en moneda extranjera– indujeron a la banca a neutralizar el riesgo cambiario mediante la dolarización de sus activos. Pero el conceder créditos en dólares a empresas y particulares ofreció a los banqueros el mecanismo para dejar de cumplir

las etapas de consolidación y de madurez en su ciclo de vida. Esta concentración se acentuó en el sistema mexicano a partir de la privatización bancaria, quedando ahora más de 80% del mercado en manos de cuatro grupos financieros.

Adicionalmente, con la adquisición de Banamex-Accival por Citigroup, menos de uno de cada cuatro pesos de intermediación financiera pasa ahora por las instituciones nacionales. Este proceso de extranjerización se llevó a cabo en forma paralela a aquellos por los que pasaron otros numerosos sectores industriales y de servicios. En un número importante de los casos, tales operaciones se efectuaron en condiciones desventajosas para las empresas mexicanas, que tuvieron que realizarlas con un poder de negociación drásticamente reducido, como resultado de una difícil situación financiera, tras haber sido severamente afectadas por la apertura comercial y financiera emprendida en los ochenta y noventa, respectivamente, así como por los efectos de la crisis de 1995-96, frente a la cual estas instituciones habían quedado en una situación de extrema vulnerabilidad.

Específicamente, en el caso del Grupo Financiero Banamex-Accival, su acción se compró en la operación tanto una más de las adquisiciones de empresas mexicanas realizadas en términos sumamente favorables para la contraparte extranjera, comprándose uno de los dos grupos financieros más importantes del país a 70.7% de su valor –es decir, Citigroup habría recibido aquí pesos a 71 centavos.

Por otra parte, la venta al capital extranjero de las instituciones de sectores como el financiero, materializaba también la sustitución de paradigmas vigentes durante largo tiempo en los ámbitos político y económico mexicanos, en particular, y en los de casi todo el Tercer Mundo, en general –y aun en los de varias de las economías desarrolladas.

En cuanto al régimen de economía mixta, que prevaleció aquí durante la mayor parte del siglo pasado, dos de sus planteamientos centrales proponían: a) que la gestión de empresas en sectores estratégicos, tales como el sistema de pagos del país, manteniéndose en manos de inversionistas mexicanos, respondería a los intereses nacionales; y, en su defecto, en caso de no aplicarse lo anterior, b) que tal sector



debería quedar bajo la gestión directa del Estado, a fin de salvaguardar el interés público.

El primero de los supuestos anteriores, ciertamente, había resultado ya falsado con las grandes transferencias de divisas hacia bancos principalmente estadounidenses efectuadas por los banqueros mexicanos a fines de 1981 y durante 1982, en momentos en que exigía precisamente lo opuesto la posibilidad de haber evitado una crisis económica en la que amplios sectores de la población fueron severamente afectados en su patrimonio e ingreso.<sup>54</sup>

Esta constituyó una de las consideraciones importantes para la emisión del decreto de nacionalización de la banca en 1982. Sin embargo, ahora, bajo el empuje irresistible del paradigma neoliberal, este segundo principio ha perdido vigencia en este país, y también virtualmente en todas las economías de lo que solía describirse como el primero, segundo y tercer mundos. En este marco, el impulso neoliberal de globalización encuentra su expresión en las iniciativas estratégicas de las empresas líderes de las economías desarrolladas, como lo es Citigroup.

A fines del siglo xx, esta institución tenía presencia en más de cien países, y se encontraba activamente en búsqueda de oportunidades para ampliar cobertura geográfica y nivel de penetración, sobre todo en los mercados emergentes, de los cuales en 80 ya realizaba operaciones. Y las inversiones en estos últimos resultaban significativas, representando ahora hasta 25% de las utilidades de ese grupo.

Tan sólo en México, y en el lapso de tres años, este banco universal estadounidense adquirió dos importantes grupos financieros, paralelamente a la adquisición de casi todas las instituciones financieras de relevancia en el sistema,

con las disposiciones de Banco de México, de encajar con esta institución las divisas captadas en su movimiento diario, retenerlas y enviarlas al extranjero. Ellos continuaban encajando en el banco central la diferencia en exceso entre las entradas y salidas de divisas efectuadas durante su operación; sin embargo, reportaban como salidas los créditos concedidos, los cuales si bien habían sido documentados en moneda extranjera, en una amplia mayoría de los casos eran acreditados a las cuentas de sus clientes en moneda nacional.

que llevaron a cabo empresas foráneas, como secuela de la crisis económica de mediados de los noventa. Pero la extranjerización del sistema financiero nacional resulta particularmente gravosa para la sociedad mexicana, que pagó el alto costo del rescate bancario.

En adelante, el sector real del país será financiado por organizaciones que operan en redes globales, presentando esto también nuevas oportunidades, como el acceso a fondeo en los mercados internacionales de dinero y capitales en condiciones favorables y transferencias internas de captación, que ahora serán desde el extranjero. Sin embargo, las implicaciones de haber perdido el control del sistema nacional de pagos están aún por verse.

#### Referencias bibliográficas, documentales y hemerográficas

- Agencia Efe [2001], "Citigroup Completes Banamex Buyout", Efe World News Service, Comtex News, p1008215u7678, 3 de agosto.
- American Banker-Bond Buyer [2000], "Large Mexican Banks Post Profits After Stemming Flood of Bad Loans", en Credit & Collections News, vo1.45, p. 3, 17 de noviembre.
- Bloomberg L.P. [2001], Información financiera proporcionada directamente, Bloomberg Profesional.
- Carreño Figueras, José [2001], "Aprueban compra de Grupo Banacci", Sun (Servicio Universal de Noticias), Infolatina, 17 de julio.
- Case, Brendan M. [2001], "Citigroup Agrees to Purchase Mexican Bank", en The Dallas Morning News, Knight-Ridder/Tribune Business News, pl-TEM01138014, 18 de mayo.
- Castano, Iván [2001], "Citibank Buys Mexico's Banamex" en The Daily Deal, The Deal LLC, 17 de mayo.



- Christie, Rebecca [2001], "Aprueba la FED la compra de Banamex", en Excelsior, Dow Jones Newswires, 17 de julio.
- Citigroup [2001a], "Banacci to Integrate with Citigroup", en Citigroup in the News, citigroup/corporate/pr/news/pr166, 17 de mayo.
- \_\_\_\_\_ [2001b], "Changes Announced in Citigroup's Portfolio of Brands", en Citigroup in the News, citi-group/corporate/pr/news/pr167, 21 de mayo.
- \_\_\_\_\_ [2001c], "Citigroup Successfully Completes Acquisition of Grupo Financiero Banamex-Accival", en Citigroup in the News, citigroup/corporate/pr/news/pr172, 6 de agosto.
- \_\_\_\_\_ [2001d], "Citigroup Tender Offer for Grupo Financiero Banamex-Accival Expires", en Citigroup in the News, citigroup/corporate/pr/news/pr171, 3 de agosto.
- Comtex News [2001], 123jump.com, Inc., "Citigroup Expands in Developing Markets", p1008138u9989, 18 de mayo.
- Comtex Scientific Corp. [2001], "Mexico: Banking Sector Concentration Speeds Up", South American Business Information, 20 de marzo.
- Conger, Lucy [2001], "Citi's Southern Exposure. Citigroup Acquisition of Mexico's Grupo Financiero Banamex-Accival", en Institutional Investor, v35 i7 p. 109, julio.
- Cota Meza, Ramón [2001], "Citigroup: a las ligas menores", sun (Servicio Universal de Noticias), 22 de mayo.
- Espinosa, Martín [2001], "Ahora Citigroup es el banco más grande de EU y uno de los 10 más importantes a escala mundial", en Monitor de la Noche, grc/Red, Especialistas en Medios Radio y Televisión Nocturnos, 16 de julio.
- Finanzas [2001], <<http://www.finanzas.com/cotizaciones/banacci>>.
- Hahn Gómez, Jorge G. [1993], "La Integración de México al comercio internacional a través del puerto de Tuxpan, Ver.", udl, Ciudad de México, tesis profesional no publicada (Dir. Dr. Héctor Salas Harms).
- Infolatina [2001a], "Banamex Reports 34-Percent Increase in Profit", Infolatina S.A. de C.V., p1008018x5166, 18 de junio.
- \_\_\_\_\_ [2001b], "Citigroup to Pay 12.5 Billion Dollars in Cash, Stock for Mexico's Banacci", Comtex News, p1008138x6090, 18 de mayo.
- \_\_\_\_\_ [2001c], "Iniciará en septiembre el proceso de fusión de Banamex y Citigroup", Notimex, 17 de mayo.
- \_\_\_\_\_ [2001d], "Unión de Banamex y Citigroup conmueve a México y Nueva York", en Negocios y Bancos, 31 de mayo.
- Moyer, Liz [2001], "Banamex Would Establish Citi as Nafta-Era Standard Bearer", en American Banker, v166 i96 p. 1, 18 de mayo.
- Negocios y Bancos [2001], "Banamex-Citigroup: modifica la estructura bancaria de México", en Reforma, 31 de mayo.
- Páramo, David [2001], "Opiniones personales sobre la fusión", en Negocios y Bancos/El Economista, 31 de mayo.
- Pasillas, Lizbeth [2001], "Concretan el negociazo Citigroup y Banamex sin pagar impuestos", en Crónica, 4 de agosto.
- Ramírez Aldana, Enrique [2001], "Harp Helú está dispuesto a seguir lo que las leyes ordenen. Citigroup se engulle a Banacci", en Macroeconomía, 15 de agosto.
- Saiz, Thomas J. [2001], "Mexican Bank Purchase May Empower U.S. Hispanics", en San Diego Business Journal, CBJ, L. P., v22 i30, p. 16, 23 de julio.
- Salas Harms, Héctor [1984a], "Diagnóstico global de la banca múltiple", Documento interno de la Subdirección de Información y Organización de la Banca Múltiple, Dirección General de Política Bancaria, Subsecretaría de la Banca Nacional, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1984b], "Estudio sobre la captación bancaria en México 1970-1982", Documento interno, siobm, dgpb, sbn, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1984c], "Política de oficinas en el extranjero de la banca múltiple", Documento interno, siobm, dgpb, sbn, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1984d], "Políticas sobre apertura y reubicación de sucursales y sobre cajeros automáticos", Documento interno, dgpb, sbn, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1985a], "Diagnóstico y perspectivas de la banca múltiple", Documento interno, dgpb, sbn, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1985b], "Instrumentos bancarios de captación



- con tasas flexibles”, Documento interno, dgpb, sbn, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1985c], “Políticas sobre tarjetas de crédito bancarias”, Documento interno, dgpb, sbn, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1985d], “Productividad laboral en las snc”, Documento interno siobm, dgpb, sbn, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1985e], “Racionalización del Sistema Bancario Mexicano”, Estudio de caso: Capacitación mandos medios y superiores de Banobras, Asesoría y Administración Aplicadas SA.
- \_\_\_\_\_ [1985f], “Reestructuración del sistema de banca múltiple”, Documento interno dgpb, sbn, shcp.
- \_\_\_\_\_ [1991a], “Análisis de la situación económica de México”, Conferencia, Instituto Tecnológico de Campeche, 30 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ [1991b], “Análisis de la situación económica de México”, Conferencia, Banamex, 4 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ [1992a], “Análisis de la situación económica de México”, Conferencia, Banamex.
- \_\_\_\_\_ [1992b], “Análisis financiero para efectos del crédito”, Módulos básico y medio; material didáctico para capacitación de mandos medios y superiores de Bancomer, itesm, campus Ciudad de México, Extensión Universitaria.
- \_\_\_\_\_ [1995], “Análisis de la situación económica de México”, Conferencia, Universidad Chapultepec, 16 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ [1997], “Reacción oligopólica en la banca mexicana”. Artículo para análisis y discusión, Estrategia Empresarial, Licenciatura en Administración, itam.
- shcp [2001], <[www.shcp.gob.mx/ieo/indice.html](http://www.shcp.gob.mx/ieo/indice.html)>.
- United Press International [2001], “Citigroup to Acquire Banamex”, Comtex News, p1008137u5252, 17 de mayo.
- Yahoo! México [2001], “Investigación-Banacci-Grupo Financiero Banamex Accival S.A. de C.V. (banaccio.mx)”, 14 de noviembre.
- Zweig, Philip L. [2001], “Impulsará Citigroup dramático cambio económico”, en Excélsior, 23 de mayo.

