



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

**EL PAPEL COMERCIAL, SU REPORTO Y
PERSPECTIVAS**

SEMINARIO DE INVESTIGACION CONTABLE

**QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN CONTADURIA**

P R E S E N T A :

TELMA IVONNE LUGO OLIVAN

PROF. C. P. JORGE GALINDO GALINDO

MEXICO, D. F.

1983



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

I N D I C E

INTRODUCCION

I. ANTECEDENTES DEL PAPEL COMERCIAL

I.1 Origen del Papel Comercial en E.U.

I.2 La Estructura Financiera de México y el Papel Comercial.

I.3 La Comisión Nacional de Valores.

II. EL PAPEL COMERCIAL EN MEXICO

II.1 Primera Emisión de Papel Comercial en México.

II.2 Definición y Características.

II.3 Ventajas y Mercado Factible.

II.4 Costo del Financiamiento por Medio de Papel Comercial
en Comparación con los Créditos Bancarios.

III. LAS CASAS DE BOLSA COMO INTERMEDIARIOS

III.1 La Posición que Ocupan las Casas de Bolsa para la
Emisión, Colocación y Efectividad del Papel
Comercial en el Mercado Bursátil.

IV. REQUISITOS DE INSCRIPCION DEL PAPEL COMERCIAL

IV.1 Régimen Fiscal.

IV.2 Requisitos ante la Comisión Nacional de Valores.

IV.3 Procedimiento y Reglamentación de Operación en Bolsa.

IV.4 Papel del INDEVAL en el Mercado de Valores.

IV.5 Renovaciones y Ampliaciones.

V. REPORTO CON PAPEL COMERCIAL

V.1 Definición de Reporto.

V.2 Aspecto Legal.

V.3 Plazo del Reporto.

V.4 Circulares Emitidas por la Comisión Nacional de Valores
que Regulan el Reporto de Papel Comercial.

V.5 Registro Contable.

VI. EL PAPEL COMERCIAL EN E.U.

VI.1 El Mercado de Dinero en E.U.

VI.2 Condiciones para la Emisión de Papel Comercial en E.U.

VI.3 Colocaciones de Papel Comercial Mexicano en E.U.

VII. COLOCACIONES DE PAPEL COMERCIAL

VII.1 Colocaciones de Papel Comercial.

VIII. PERSPECTIVAS DEL PAPEL COMERCIAL

VIII.1 Valores Sustitutos del Papel Comercial.

VIII.2 Estudio Comparativo con Otros Medios de Financiamiento
a Corto Plazo.

CONCLUSIONES

BIBLIOGRAFIA

I N T R O D U C C I O N

En la situación económica que prevalece actualmente en nuestro país, el inversionista busca que por una parte su dinero inactivo le de mayores rendimientos a corto plazo, y por otro lado pretende encontrar fuentes de financiamiento que le permitan tener un apalancamiento financiero mayor en el desarrollo de su actividad empresarial, pero que éste no le represente un costo elevado.

Es por este marco económico y social por lo que el Papel Comercial ha tenido gran aceptación en el mercado bursátil mexicano, permitiendo una mayor fluidez en cuanto a los financiamientos por parte de las instituciones bancarias, que cada vez cuentan con mayores restricciones, y que por otra parte ofrece al demandante atractivos rendimientos que superan a los de la banca.

Todo esto muestra un cuadro prometedor para el éxito de este nuevo sistema de financiamiento, y lo estamos viviendo al ver que cada vez se colocan mayor número de emisiones.

El impacto del Papel Comercial en el mercado de valores mexicano es previsible, a pesar de que representa una fuente alternativa de financiamiento de capital de trabajo para un reducido número de empresas, debido a los requisitos que se tienen que llenar para su colocación en dicho mercado; no obstante, el monto de recursos que podrían ser canalizados a

través de este instrumento es importante. Esta importancia radica principalmente en que al financiarse estas empresas por medio de este instrumento de captación, descongestionan el ámbito de los créditos bancarios; ya que estas empresas son las que por su magnitud acaparan el mayor porcentaje de los créditos que se ofrecen, permitiendo que las empresas medianas logren estos créditos bancarios, porque de otra forma se encuentran bloqueadas al no tener los requisitos propios para su colocación de Papel Comercial o de otro instrumento de financiamiento similar y que se operan en la Bolsa Mexicana de Valores.

En este seminario pretendo no sólo dar a conocer las ventajas, uso y reglamentación relativas al Papel Comercial, sino mostrar el desarrollo que ha tenido nuestra Bolsa de Valores a pasos agigantados en estos últimos años, dándole mayor agilidad a las operaciones debido a los plazos de vencimiento de documentos tales como Cetes, Papel Comercial y otros más.

Para todo esto realicé investigaciones que me permitieron obtener una información lo más actualizada posible de la situación, en nuestro mercado y en el extranjero, del Papel Comercial y hacer un esquema comparativo con otros medios de captación de recursos a corto plazo.

I. ANTECEDENTES DEL PAPEL COMERCIAL

I.1 ORIGEN DEL PAPEL COMERCIAL EN ESTADOS UNIDOS.

El Papel Comercial tuvo su origen el siglo pasado en los Estados Unidos de Norteamérica. Este consistía en notas de venta que recibían los productores o comerciantes mayoristas en pago de mercancías enviadas a otras compañías, las que al recibir las notas las endosaban a algún banco para su descuento, o a sus acreedores. En esa época el valor del Papel Comercial era específicamente el de las mercancías vendidas.

Actualmente este documento se emite sin considerar en ninguna forma el valor directo de mercancías, ni de ningún otro activo, siendo el único aval de éste el prestigio y solvencia de la empresa, con lo que se ha convertido en una fuente de financiamiento del capital de trabajo de las empresas emisoras.

Remontándonos más al momento presente, algunas emisiones se garantizan con una línea de crédito otorgada por una institución bancaria a la empresa emisora, que por lo general corresponde al monto de emisión.

El auge de este instrumento de financiamiento se ve íntimamente relacionado con épocas en las que las posibilidades de adquirir créditos bancarios se reducen, y a la vez el costo de estos financiamientos se ha elevado desproporcionadamente. Así ha sido como desde los años cincuenta muchas compañías norteamericanas han optado por sustituir estos créditos bancarios con emisiones de Papel Comercial. Ha sido tal el auge

del Papel Comercial que en los últimos 10 años ha crecido un 421% en el mercado norteamericano.

El creciente uso del Papel Comercial ha disminuido sensiblemente la demanda de crédito bancario a corto plazo, obviamente por las empresas que cotizan en bolsa.

Lo anterior se denota en que la posibilidad de sustituir los créditos bancarios por Papel Comercial no es factible para todas las empresas sino única y exclusivamente para aquellas que por su tamaño y su solidez financiera pueden respaldar con su prestigio emisiones de pagarés no garantizados.

Por el año de 1980 la demanda de Papel Comercial provenía básicamente de inversionistas institucionales, debido a que la denominación más baja era de 25,000 dólares, y las ventas tenían un promedio de 2 millones de dólares por operación, por lo que difícilmente los inversionistas particulares podían participar en este mercado.

I.2 LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE MEXICO Y EL PAPEL COMERCIAL.

La estructura financiera de México se compone por instrumentos del mercado monetario tales como los fondos de compensación, créditos interbancarios, reportos con acciones, valores con rendimiento a corto plazo y valores gubernamentales.

Todo este sistema permite que se formen las cámaras de compensación entre los excedentes o faltantes de reservas bancarias

asociados a las variaciones netas de depósitos y obligaciones de los intermediarios financieros; al igual que permite que - las instituciones de crédito hagan uso de reservas secundarias de activos líquidos y financia algunas operaciones bursátiles. Con los Petrobonos financia y apoya a la industria petrolera, al igual que con los CETES apoya los proyectos presupuestarios del sector público permitiendo que este sector tenga mayor control monetario.

La introducción del Papel Comercial dentro de este sistema, en un principio mostró la posible apertura de las funciones del mercado, al servir como alternativa tanto de financiamiento - como de inversión, poniendo en contacto a ambos sectores haciendo a un lado así a las instituciones de crédito.

Actualmente, el financiamiento del capital de trabajo de las empresas. fluye de dos fuentes fundamentales que son:

- el crédito comercial, y
- crédito bancario a corto plazo

La posibilidad de crédito comercial depende del volumen de - - operaciones que se realicen (compras de mercancías), y debido a que representa el no hacer efectivos descuentos por pronto pago y hasta perder cierto prestigio, el uso de este tipo de crédito implica un minucioso estudio de este costo de oportunidad.

Debido a que las pequeñas empresas tienen dificultades para - obtener créditos bancarios u otros financiamientos alternati-

vos, éste es el sistema que más utilizan para proveerse de capital de trabajo.

Con este razonamiento podemos suponer que en general el crédito comercial fluye de empresas con fácil acceso a los mercados de capital (créditos bancarios y mercado bursátil), hacia empresas que no lo tienen.

En lo que a créditos bancarios a corto plazo se refiere, su disponibilidad se reduce debido a las condiciones económicas imperantes que son desfavorables o a variables estacionales, tales como fluctuaciones en el valor de nuestra moneda o a disposiciones del Banco de México respecto a estos créditos.

Este tipo de financiamiento es muy costoso, ya que su costo real incluye además de la tasa nominal, una sobretasa debido a los balances compensatorios en dichas instituciones bancarias.

Después de ver este breve panorama del mercado monetario en nuestro país, se puede observar claramente que el campo en el que se pretendía poner al público el Papel Comercial en octubre de 1980, era el más favorable para su aceptación, primeramente por las empresas debido a los montos nominales, y posteriormente por aquellas personas físicas con los recursos adecuados para su captación.

Su introducción planteó la posibilidad de romper con ese marco tan rígido en cuanto a los financiamientos, sobre todo a corto plazo. Esto no implica una solución total, ya que no puede -

ser colocado por todas las empresas indiscriminadamente, debido a que las características del Papel Comercial permiten un grado de riesgo que no podrían soportar las pequeñas empresas al momento en que los inversionistas no se inclinarían por la adquisición de sus emisiones.

La existencia del Papel Comercial en nuestro mercado bursátil, al igual que sus altas y bajas dependerá del diferencial entre las tasas pasivas que pagan los bancos y las activas que cobran, porque dentro del rango que determinen esas tasas, se podrá situar el rendimiento que pagarán las empresas colocadoras y el que obtendrán los inversionistas con ese instrumento.

El éxito o fracaso de este nuevo instrumento de captación dependerá del análisis que realicen tanto oferentes como demandantes del Papel Comercial sobre su eficacia y sin olvidar que el marco económico no tenga variaciones tan fuertes que afecten su desarrollo.

Debido a la escasa competitividad y eficiencia de la banca comercial, el diferencial REAL entre las tasas activas y pasivas es muy amplio por lo que el rango en que puede ubicarse el Papel Comercial también es muy amplio; por otra parte, a excepción de los CETES Certificados de Tesorería, no hay otros instrumentos de inversión a corto plazo en una economía en la que aumenta cada día el número de empresas y particulares que deciden manejar con eficiencia sus saldos monetarios. Con esto no quiero dar por descontados a los instrumentos de inversión ta-

les como los Petrobonos, Aceptaciones Bancarias y las mismas inversiones bancarias a plazo fijo de las que haré mención en los capítulos posteriores.

I.3 LA COMISION NACIONAL DE VALORES.

La Comisión Nacional de Valores fue creada por decreto expedido el 11 de febrero de 1946, en donde se le califica como un organismo autónomo integrado por un representante de cada una de las siguientes entidades:

- Secretaría de Hacienda y Crédito Público
- Nacional Financiera, S.A.
- Comisión Nacional Bancaria y de Seguros
- Bolsa de Valores de México, S.A.
- Banco de México, S.A.
- Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, S.A. y
- Asociación de Banqueros de México.

De la misma manera, le fueron conferidas nuevas facultades tales como:

- aprobar el ofrecimiento para su venta en el extranjero de títulos y valores mexicanos,
- determinar los títulos y valores que podrían adquirir las compañías de seguros como inversión de sus reservas,

- .7
- aprobar o en su caso vetar, la inscripción en bolsa de títulos o valores.
 - aprobar el ofrecimiento al público de valores no registrados en bolsa, y
 - aprobar las tasas máximas y mínimas de interés de cédulas y bonos hipotecarios, bonos generales y bonos comerciales de sociedades financieras y obligaciones emitidas por conducto o con el aval de sociedades financieras.

El reglamento a este decreto se expidió el 2 de julio de 1946 en el que se disponía que las resoluciones de la Comisión serían obligatorias para las demás autoridades y los particulares, al igual que el facultar al organismo para formar el Registro Nacional de Valores Aprobados.

El reglamento interior de la Comisión se expidió el 27 de junio de 1947 y posteriormente se realizó la Ley de la Comisión Nacional de Valores que se expidió el 30 de diciembre de 1953, y es la que sintetizó los preceptos anteriores, añadiendo algunas otras facultades a este organismo como son:

- opinar sobre el establecimiento de bolsas de valores e inspeccionar su funcionamiento en materia de valores,
- opinar sobre el establecimiento de sociedades de inversión e inspeccionar y vigilar su funcionamiento, y

- aprobar la publicidad y propaganda de los valores que se ofrecieran al público.

No obstante de que con esta legislación se llegaba a enmarcar también el mercado de valores en general, el 29 de diciembre de 1974 se expidió la Ley del Mercado de Valores que entró en vigor al día siguiente de su publicación en el Diario Oficial del 2 de enero de 1975.

En esta ley los puntos más relevantes eran:

- Dotar al mercado de valores de mecanismos que permitieran: conocer con facilidad las características de los títulos objeto de comercio y los términos de las ofertas, demandas y operaciones.
- Regular de manera integral, coordinada y sistemática, las actividades de los intermediarios en operaciones con valores, las bolsas de valores, los requisitos a satisfacer por los emisores de títulos susceptibles de ser objeto de oferta pública, y las facultades y atribuciones de las autoridades competentes en la materia.
- Dar a las instituciones y organizaciones auxiliares de crédito y a las instituciones de seguros una participación en el mercado de valores que contribuya a la realización de los fines mencionados anteriormente, al equilibrio y a la competen

cia entre los participantes en el mercado de valores y al sano desarrollo de las operaciones con títulos bancarios.

La Comisión Nacional de Valores de acuerdo con sus características y facultades legales se considera como un organismo desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y cuya responsabilidad es la de regular, vigilar, promover y difundir al mercado de valores.

Debido a que nuestro mercado de valores ha ido aumentando tanto en tamaño como en complejidad, toda esta estructura inicial de la Comisión Nacional de Valores se ha tenido que ir reestructurando para cubrir todos los requerimientos que le exige este crecimiento.

Por ello, a propuesta del Presidente de la Comisión Nacional de Valores, en 1979 se inició una reestructuración de su cuerpo directivo.

Esta nueva estructura continúa encabezada por la Presidencia que ahora con la reestructuración se apoya en dos Vicepresidencias que son:

- Intermediación y Análisis Bursátil, que tiene como objetivos particulares el fortalecer e institucionalizar la intermediación y llevar a cabo un análisis permanente del mercado bursátil; asimismo el proveer de un eficaz y oportuno apoyo

administrativo a las diversas unidades de la Comisión.

- Todo esto se debió al aumento de colocaciones y al gran crecimiento de las transacciones bursátiles que se registran.
- Regulación y Desarrollo del Mercado, cuyas responsabilidades son las de determinar la conveniencia y oportunidad de fijar las políticas y normas que el desarrollo y consolidación del mercado requieren; ayudar a implantar la creación de nuevos instrumentos y formas de operación - que actualicen la estructura del sector bursátil; autorizar las ofertas públicas y vigilar a las emisoras, al igual que promover la adecuada difusión del mercado de valores.

Además del Comité Consultivo ya existente, se establecieron tres nuevos comités:

- Asesor
- Ejecutivo, y
- Directivo.

Y dos unidades de apoyo:

- Contraloría, y
- Organización y Sistemas.

Con lo anterior podemos decir que la estructura actual de la Comisión Nacional de Valores es así:

- Presidencia.

Dentro de sus funciones en la Comisión Nacional de Valores se encuentran:

- dirigirla administrativamente y representarla,
- ejecutar los acuerdos de la Junta de Gobierno e informarle sobre la situación del mercado,
- formular los presupuestos anuales de ingresos y gastos.
- establecer las políticas generales para el funcionamiento de la entidad, y
- verificar la ejecución adecuada de sus programas y nombrar a su personal.

Esta presidencia se auxilia de las dos unidades de apoyo:

- Contraloría - Vigila que el presupuesto se ejerza conforme a la Ley del Presupuesto y Gasto Público, comprueba la eficacia de los sistemas y procedimientos, verifica el registro contable y control presupuestal y suministra información financiera y administrativa para la toma de decisiones.
- Organización y Sistemas - Lleva a cabo los estudios internos de la CNV de acuerdo a lo que -

dicten la Presidencia y Vicepresidencias. Además da apoyo a las direcciones en el análisis y diagnóstico de métodos que eleven el nivel de eficiencia.

- Vicepresidencia de Intermediación y Análisis Bursátil.

Esta Vicepresidencia reporta directamente a la Presidencia de la Comisión Nacional de Valores, forma parte del Comité Ejecutivo y asiste a las sesiones de la Junta de Gobierno y del Comité de Asesores.

Sus funciones ya fueron descritas anteriormente y las realiza a través de tres direcciones:

- Dirección de Intermediarios. Se encarga de promover y aplicar las políticas y normas respecto a la intermediación con valores, así como el vigilar las funciones de los intermediarios y de que su operación se lleve a cabo dentro de los lineamientos que marca la Ley del Mercado de Valores. También, aplica y determina los criterios bajo los cuales se desarrollan los programas de inspección y vigilancia a los agentes de valores y a la Bolsa Mexicana de Valores.

Se apoya en la Subdirección de Intermediarios constituida por los Departamentos de Inspección, Vigilancia y Dictámenes, del cual depende el -

Registro de Información de Intermediarios.

- Dirección de Estudios Económicos y Análisis Bursátil. Tiene como funciones el determinar los criterios y métodos para la elaboración de estudios acerca del comportamiento del mercado de valores y de los análisis económicos de las empresas y conjunto de empresas seleccionadas. - También realiza las estadísticas bursátiles y los estudios diarios, semanales y mensuales sobre la actividad del mercado y analiza su estructura financiera.

Se apoya en la Subdirección de Estudios Económicos y Análisis Bursátil que a su vez se subdivide en el Departamento de Estudios Económicos y el de Análisis Bursátil.

- Dirección de Administración. Se responsabiliza del presupuesto, manejo del personal y de la administración, conservación y reposición de sus recursos materiales. También efectúa el procesamiento de información sobre valores, empresas emisoras, intermediarios y bolsas de valores para consulta y apoyo de la Dirección y unidades operativas.

Se compone por los Departamentos de Contabilidad y Control Presupuestal, Informática, Recursos Humanos, y Servicios Generales; así como la

Caja General y Compras.

- Vicepresidencia de Regulación y Desarrollo del Mercado.

Esta Vicepresidencia reporta directamente al Presidente, forma parte del Comité Ejecutivo y asiste a las sesiones de la Junta de Gobierno y del Comité de Asesores.

Al igual que la otra vicepresidencia sus funciones ya fueron descritas anteriormente y para la ejecución de éstas se apoya en tres direcciones:

- Dirección de Emisoras y Desarrollo del Mercado.

Emite juicios sobre la situación económica-financiera de las empresas que solicitan inscripción de sus valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para que sean objeto de oferta pública; vigila que las sociedades emisoras cuyos valores han sido inscritos, cumplan con sus obligaciones ante la CNV y el público inversionista; y realiza estudios relativos a la creación de nuevos instrumentos y formas de operación que fomenten el desarrollo del mercado.

Se apoya en la Subdirección de Emisiones que tiene a los departamentos de: Nuevas Emisiones, Ampliación de Emisiones y Colocaciones

Especiales; la Sub-Dirección de Información y Control de Emisoras que cuenta con los Departamentos de Emisoras del Ramo Institucional y de Sociedades de Inversión; y por último se encuentra la Sub-Dirección de Proyectos en Desarrollo.

- Dirección de Planeación, Políticas y Difusión. -
Realiza estudios tendentes a determinar la necesidad, conveniencia y oportunidad de que la Comisión Nacional de Valores adopte medidas correctivas, preventivas y de fomento del mercado; elabora conjuntamente con las Direcciones respectivas estudios tendentes a determinar los criterios y políticas de la autoridad acerca de la actividad bursátil; coordina la participación de la CNV en los programas generales de fomento económico del Gobierno Federal; promueve la adecuada difusión del mercado de valores y la capacitación de las personas que en él participan; así como autoriza la propaganda e información bursátil dirigida al público y coordina las relaciones públicas de la CNV.

Cuenta con la Sub-Dirección de Planeación y Políticas que tiene a los Departamentos de Estudios y Normas y el de Relaciones Intersectoriales; y la Sub-Dirección de Difusión que tiene a los Departamentos de Autorización Publicitaria y el

de Publicaciones, Relaciones y Capacitación. -
Esta última subdirección también tiene bajo su
cargo a la Biblioteca y Hemeroteca.

- Dirección Jurídica. Apoya a otras Direcciones y
unidades operativas internas que requieren -
asesoría legal para el desempeño de sus funcio-
nes; así como estudia y respalda jurídicamente
las decisiones adoptadas por la dependencia.

II. EL PAPEL COMERCIAL EN MEXICO

II.1 PRIMERA EMISION DE PAPEL COMERCIAL EN MEXICO.

"Con fecha 26 de agosto de 1980, el Presidente de la Comisión Nacional de Valores, Gustavo Petriccioli, anunció la decisión de las autoridades financieras de autorizar, a empresas de reconocida solvencia y solidez económica, a emitir títulos de crédito a corto plazo conocidos por el nombre de "Papel Comercial". Los nuevos títulos permitirán a los empresarios utilizar fuentes alternativas de financiamiento y liberarse de sus compromisos a corto plazo suscritos con la banca dejando a ésta recursos suficientes para inversiones productivas a más largo plazo; al mismo tiempo, tendrán para los inversionistas el atractivo de mejores rendimientos para la aplicación de sus ahorros".

Así era como se leía el artículo de la autorización de emisión de Papel Comercial en el boletín El Mercado de Valores, del 1º de septiembre de 1980. En éste se hacía mención de que el Papel Comercial sería colocado a través de las Casas de Bolsa y negociado en la Bolsa Mexicana de Valores, en donde deberían estar inscritas las empresas emisoras.

Se tenía planeado que en lo que restaba del año 1980, se autorizarían emisiones por un monto aproximado de 1,500 millones de pesos y que para el mes de septiembre se anunciarían los nombres de las empresas autorizadas a realizarlas.

Estos 1,500 millones fueron autorizados a las siguientes emisoras:

<u>Emisora</u>	<u>Junta de Gobierno</u>	<u>Oferta Pública</u>	<u>Monto emitido (en millones de pesos)</u>
Celanese Mexicana, S. A.	2-IX-80	29-X-80	100
Grupo Eliana, S. A.	2-IX-80	16-X-80	100
Negromex, S. A. de C. V.	2-IX-80	30-X-80	100
Tubos de Acero de México, S. A.	2-IX-80	16-X-80	90
Grupo Industrial Alfa, S. A.	7-X-80	5-XI-80	90
Grupo Industrial Comesa, S. A.	7-X-80	29-X-80	100
Fundidora de Aceros Tepeyac, S. A.	7-X-80	13-XI-80	100
Empresas Villarreal, S. A.	7-X-80	16-X-80	100
Cía. Industrial de San Cristóbal, S.A.	7-X-80	19-XI-80	100
Bicicletas de México, S. A.	7-X-80	3-XI-80	100
Holdings Piasa, S. A. de C. V.	7-X-80	13-XI-80	50
Grupo Industrial Saltillo, S. A.	21-X-80	13-XI-80	100
Cydsa, S. A.	21-X-80	19-XI-80	90
Cía. Siderúrgica de Guadalajara, S.A.	21-X-80	4-XII-80	90
T.F. de México, S. A.	21-X-80	18-XI-80	90
Industrias Resistol, S. A.	2-XII-80	29-XII-80	100

II.2 DEFINICION Y CARACTERISTICAS.

De hecho en nuestro País existe el Papel Comercial desde hace tiempo, ya que las empresas y sus subsidiarias o afiliadas - pueden prestarse dinero entre sí, y también es frecuente que los accionistas financien temporalmente las necesidades de - efectivo de las sociedades en que participan. Por otra parte, los bancos extranjeros y algunos mexicanos promueven esta clase de operaciones entre sus clientes corporativos. Este es un tipo de Papel Comercial que se puede considerar fuera de los lineamientos de la Ley del Mercado de Valores.

Debido a que estas operaciones se concertaban en forma privada, sin haber un punto o medio de concurrencia determinado, - sin que existieran en la mayoría de los casos documentos ni - registros, este mercado se desarrolla fuera de todo control, careciendo de transparencia; razón por la cual, se desconocen las cifras en cuanto a tamaño del mismo y flujos financieros que en él se manejan.

Por estas razones, se pensó en organizar y regular estas operaciones, para dotar a este mercado de transparencia, liquidez y seguridad, con miras a que en un futuro, todas las empresas que opten por este instrumento lo realicen mediante el mercado regulado.

El Papel Comercial es un pagaré no garantizado, con vencimien-

to fijo, es decir el emisor se compromete a pagar al inversionista una cantidad fija en fecha futura sin comprometer activos específicos. Constituye un instrumento de financiamiento e inversión a corto plazo emitido por empresas y adquirido - casi exclusivamente por personas morales.

El mercado organizado de Papel Comercial surge en octubre de 1980; ya que existían en México para entonces las condiciones necesarias contando con elementos tales como:

- Una cantidad considerable de empresas decididas a emitir Papel Comercial y a utilizar así una fuente de financiamiento complementaria menos onerosa.
- Un mercado de valores organizado que cuenta con infraestructura, bolsa y agentes de valores, y marco legal apropiados.
- Una autoridad, la Comisión Nacional de Valores, con competencia sobre el mercado bursátil que, en vista de que la colocación del Papel Comercial implica oferta pública y su negociación en el mercado secundario, de acuerdo con los artículos 1º, 2º y 4º de la Ley del Mercado de Valores, tiene la obligación de regular - este mercado y vigilar la debida observancia de las disposiciones que lo rigen.
- Un Instituto para el Depósito de Valores que pue-

de operar como entidad depositaria del Papel -
Comercial.

- Una demanda potencial procedente de inversionistas, especialmente tesorerías de empresas, para quienes el Papel Comercial ofrece una posibilidad de inversión.

Este mercado organizado de Papel Comercial surgió en condiciones muy limitadas donde:

- el monto máximo autorizado por emisora era de -
100 millones de pesos y el mínimo de 50.
- el plazo de vencimiento era únicamente de 91 - -
días.
- la tasa de descuento se limitó a dos puntos porcentuales por encima de la última tasa de descuento primaria de los Certificados de la Tesorería de la Federación.

Sólo las empresas que a juicio de la Comisión Nacional de Valores satisfagan los requisitos siguientes, podrán emitir -
Papel Comercial:

- Tener inscritas sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores y en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, además de tener debidamente cumplidas sus obligaciones de suministro de información y documentación ante esta

autoridad.

- Que dichas acciones tengan aceptación en el medio financiero y amplia circulación.

La elección de emisores se ajustará a los lineamientos de carácter general que señalen conjuntamente las autoridades hacendarias, monetarias y de valores de acuerdo a criterios económicos de prioridad que en su caso juzguen conveniente establecer.

En lo referente a las características de este instrumento de financiamiento, se pueden enmarcar en lo siguiente:

- Plazo -

Los plazos de emisión de Papel Comercial de acuerdo a las necesidades de financiamiento a corto plazo de las empresas; sin embargo aunque en sus inicios de funcionamiento de este instrumento el plazo de vencimiento era de 91 días, actualmente se ha fijado un rango entre 15 y 91 días (éste debe ser un día hábil) para que las empresas lo adecúen a dichas necesidades.

- Tasas de descuento -

Cuando este instrumento se estaba desarrollando en 1980, se había fijado que su tasa de descuento debería estar en función directa a la otorgada por la última emisión colocada de Certificados de la Tesorería de la Federación que no excedería de dos puntos. Actualmente sus tasas de rendimiento y descuento son libres aunque, por lo general estas tasas están por lo

menos un punto porcentual por encima de la tasa de descuento primaria de CETES debido a que el Papel Comercial no tiene el respaldo del Gobierno Federal como éstos, ni tiene su liquidez debido a que aunque existe un mercado secundario para él, no está tan desarrollado como el de los valores gubernamentales.

- Precio -

Deberán ser emitidos por importes mínimos de \$100,000 pesos o múltiplos de esta cifra en moneda nacional.

Su precio está en función de la tasa de descuento y los días a vencimiento de los títulos. De esta forma el precio se calcula así:

$$P = V \left(1 - D \frac{T}{360} \right)$$

Donde

P = precio del pagaré

V = valor nominal de los títulos

D = tasa de descuento

T = días a vencimiento de los títulos

- Monto límite -

En 1980 el monto de la emisión no podía ser menor a 50 ni mayor a 100 millones de pesos por empresa o grupo industrial. Para 1981 se amplió el monto autorizado a 200 millones por empresa y en el último trimestre de este año se llegó a los

500 millones.

Además la emisora deberá sujetarse a las siguientes reglas: -
la empresa no podrá emitir menos de 20 millones de pesos, y en
caso de que utilice plazos de 15 a 29 días, el monto máximo
que podrá emitir es de 100 millones de pesos.

- Rendimiento -

El rendimiento de los títulos se da por el diferencial entre -
su precio de compra bajo la par y su valor nominal. Los precios
de compra y venta se determinan libremente en el mercado en -
base a las tasas de descuento vigentes y los días a vencimien-
to de los títulos. Las tasas de descuento se verán afectadas -
por los movimientos de las tasas de interés en los mercados -
domésticos e internacionales, oferta y demanda de los títulos,
el prestigio y solidez de la empresa emisora, entre otros fac-
tores.

Se puede decir que la tasa de rendimiento se calcula así:

$$R = \frac{D}{1 - \left(\frac{DT}{360}\right)}$$

Donde:

R = tasa de rendimiento

D = tasa de descuento

T = días de vencimiento de los títulos

- Canalización de los recursos -

Los recursos obtenidos a través de estas emisiones no podrán ser utilizados para el pago de pasivos en divisas extranjeras.

En el futuro, las tasas de rendimiento y demás condiciones del Papel Comercial, se determinarán mediante un sistema de calificación del emisor (rating) similar a los existentes en otros países.

II.3 VENTAJAS Y MERCADO FACTIBLE.

Enunciativamente se señalan los principales beneficios que se pensaba que causaría la creación del mercado de Papel Comercial.

- Puede abaratar para algunas emisoras el costo del crédito a corto plazo y proporcionar una fuente alternativa de fondos, que además propiciará una deseable competencia entre los instrumentos existentes y un aumento en la eficiencia del sistema financiero en general.
- Presenta al inversionista una nueva posibilidad de inversión a corto plazo con mejor rendimiento que el tradicional.
- Fomenta el mercado de valores en general y favorece la intermediación bursátil en particular.

- Incorpora el Papel Comercial al mercado bursátil organizado y propicia que, en lo futuro, las empresas que obtienen recursos para el corto plazo mediante el descuento del papel que emiten, decidan utilizar el mercado regulado, - eliminando el crecimiento de una situación que de no institucionalizarse, se desarrollaría al margen de todo control y regulación, por existir las condiciones propicias para tal desenvolvimiento.
- A través de su oferta y demanda se establece un indicador del costo del dinero a corto plazo para empresas de primer orden.
- Favorece la imagen financiera del emisor, y en muchas ocasiones ayuda a empresas que están en sus topes máximos de endeudamiento bancario, al proporcionarles otra fuente de recursos.

No hay que dejar de considerar que la necesidad de fondos por parte de las empresas puede ser estacional o cíclica, de tal forma que no es conveniente que éstas se comprometan con una deuda a largo plazo, porque aún cuando esta deuda puede ser pagada antes de su vencimiento, cuando el convenio de préstamo incluye una cláusula de anuncio de pago o pago adelantado, las sanciones por pago adelantado pueden ser costosas. Por el contrario, resulta de mayor conveniencia obtener créditos a -

corto plazo por la flexibilidad que proporcionan en cuanto a vencimientos.

Aunado a esto se encuentra la selectividad en nuestro sistema crediticio en donde una empresa de servicios cuya acumulación en activos tangibles es reducida, puede no ser sujeto de crédito, al igual que las nuevas empresas que no cuentan aún con referencias comerciales fuertes, lo que origina que o no obtengan los créditos o los obtengan pero a altos intereses.

Con lo mencionado anteriormente, se puede concluir que se lograron estos objetivos; ya que en capítulos posteriores mostraré como se ha ido colocando y ganando gran campo dentro del mercado de dinero.

TABLA NO. 1

	<u>Importe emitido de Papel Comercial (millones de pesos)</u>	<u>Variación porcentual respecto al trimestre anterior</u>
1980	\$ 1,170	
1981		
1er. trimestre	1,690	44.44%
2o. trimestre	2,885	70.71%
3er. trimestre	5,045	74.87%
4o. trimestre	11,300	123.98%
Total 1981	20,920	
Promedio del porcentaje de variación en trimestres		78.50%
Promedio del importe emitido	5,230	

	Importe emitido de Papel Comercial (millones de pesos)	Variación porcentual respecto al trimestre anterior
Variación promedio respecto a 1980		347 %
1982		
1er. trimestre	13,570	20.09%
2o. trimestre	21,580	59.03%
3er. trimestre	34,505	59.90%
4o. trimestre	27,068	(21.55%)
Total 1982	96,723	
Promedio del porcentaje de variación en trimestres		29.36%
Promedio del importe emitido	24,181	
Variación promedio respecto a 1981		462.35%
1983		
1er. trimestre	24,477	(9.57%)
2o. trimestre	26,024	6.32%
Total 1er. semestre 1983	50,501	
Promedio del porcentaje de variación en trimestres		(1.63%)
Promedio del importe emitido	25,251	
Variación promedio respecto a 1982		4.42%

En 1981, la emisión promedio trimestral de Papel Comercial - aumentó en un 347% con respecto a lo emitido en 1980, es --- decir, aumentó de 1,170 millones emitidos en casi un trimestre en 1980 a un promedio de 5,230 millones de pesos trimestrales para 1981.

Para 1982, la emisión de Papel Comercial seguía en aumento - llegando a crecer en un 362% respecto al año anterior. De - 20,920 millones de pesos emitidos en 1981, se llegó a 96,723 en este año.

Si observamos detenidamente nuestra tabla N° 1 podemos ver que hasta el 3er. trimestre de 1982 seguía siendo floreciente la situación del Papel Comercial, pero llegado el 4o. trimestre, en lugar de lograr un incremento la emisión respecto al trimestre anterior decreció en un 21.55%. De esta forma podemos ver que de haber experimentado un crecimiento promedio trimestral de 78.50% en 1981, para 1982 éste bajó hasta un - 29.36%.

Esta situación se debió al marco político-económico que prevaleció en esa temporada, causado por la estatización de la banca y el subsiguiente cierre de las operaciones en bolsa - durante unos días.

Estos efectos se resintieron aún durante el primer trimestre de 1983, llegando a estabilizarse esta caída para mediados del 2o. trimestre del mismo año.

Debido a que ésta fue una situación generalizada respecto a todos los demás instrumentos de captación, esto no es indicativo de una baja en la aceptación de este medio, sino un desequilibrio en todo nuestro sistema financiero durante ese período.

Gracias a la solidez de nuestra Bolsa Mexicana de Valores y a sus empresas emisoras, se puede decir que esta situación se pudo sobrellevar y poco a poco ir superándola.

II.4 COSTO DEL FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE PAPEL COMERCIAL EN COMPARACION CON LOS CREDITOS BANCARIOS.

Para los fines de este seminario se calculó el costo de un crédito bancario a 3 meses, y el de una emisión de Papel Comercial con vencimiento a 3 meses.

- Costo de la deuda bancaria a corto plazo -

El costo del crédito bancario está determinado por la tasa de interés nominal que las empresas acuerdan pagar como servicio de la deuda y otros costos adicionales. El primer factor se determina como sigue:

$$i = \frac{\text{intereses}}{\text{principal}} \quad \times \quad n = \frac{i/n (P)}{P} \quad \times \quad n$$

En donde:

i = costo del crédito bancario o tasa de interés nominal anual.

P = principal.

n = número de períodos en el año.

En realidad los bancos acostumbran a descontar del principal, el primer pago por intereses en el momento en que se hace la entrega del crédito al cliente, por lo que la tasa de interés efectiva se transforma en la siguiente:

$$ie = \frac{\text{intereses totales}}{\text{principal-intereses}} = \frac{i/n (P)}{P - (i/n)P} \quad n = \frac{i/n (P)}{P (1 - \frac{i}{n})} = \frac{i (P)}{P (1 - \frac{i}{n})}$$

En donde:

- ie = tasa de interés efectiva
- i = tasa de interés nominal anual
- n = número de períodos en el año
- P = principal

Además de entregar la diferencia después de descontar el primer pago por intereses al cliente, los bancos para conceder un crédito exigen reciprocidad a las empresas; con lo que obligan a éstas a mantener un determinado porcentaje del principal en depósitos a la vista (cuentas de cheques) con el acreditante, que generalmente es del 20% promedio mensual.

Es por esto, por lo que para calcular el costo real del crédito bancario hay que incluir el costo de oportunidad de mantener esos fondos en cuenta de cheques, que en este caso se consideraría en términos de los intereses perdidos que este monto hubiera devengado si se hubiera podido invertir en depósitos a plazo fijo de 3 meses.

Considero que este supuesto es válido porque aún cuando las - empresas necesitan mantener cierta cantidad de efectivo para realizar sus operaciones, cualquier desembolso que hagan necesitará ser repuesto casi inmediatamente ante la necesidad de conservar un promedio mensual, lo cual significa que les limitan la eficiencia del manejo de sus flujos de efectivo.

$$ie^* = \frac{i (P/n) + 0.2P (r/n)}{P (1 - \frac{i}{n})} n$$

En donde:

ie^* = costo real del crédito anual

P = principal

i = tasa de interés nominal anual

n = número de períodos en el año

r = la tasa de interés nominal anual para depósitos a 3 meses.

En base a esto hagamos un cálculo del costo de un crédito bancario a 3 meses, tomando en cuenta que para agosto de 1982, la tasa nominal autorizada promedio a la que prestaron los bancos era de un 60.5%, y la tasa de interés para depósito a plazo - fijo de 3 meses a personas morales era del 55.2%

i = 60.5% n = 4

r = 55.2%

P = 200,000,000

$$ie^* = \frac{i/n P + .2 P (r/n)}{P (1 - \frac{i}{n})} \cdot n$$

$$ie^* = \frac{.605/4 (200,000,000) + .2 (200,000,000) (.552/4)}{200,000,000 (1 - .605/4)} (4) =$$

$$= \frac{30,250,000 + 5,520,000}{169,750,000} (4) = \frac{35,770,000}{169,750,000} (4) = 84.29\%$$

Bajo estos supuestos, el costo actual del crédito bancario a corto plazo podría situarse alrededor del 85%.

- Costo de emisión del Papel Comercial -

Para el cálculo del costo de emisión de Papel Comercial, se debe de considerar que estos títulos se colocan a descuento por abajo de su valor nominal, comprometiéndose la empresa a pagar el valor nominal al vencimiento del título.

De acuerdo a lo anterior se obtiene esta proposición.

$$r = \frac{V - P}{P} \cdot n$$

En donde:

V = valor nominal del título

r = costo de Papel Comercial

P = precio neto recibido por la empresa

n = número de periodos en el año

Por lo que, para incluir la tasa de descuento a precio del -

título, se aplica la siguiente proposición:

$$P = V (1 - D/n)$$

Donde:

D = tasa de descuento

A lo anterior, que nos da el precio recibido por la empresa, habría que restarle el costo de emisión, que puede ser expresado como un porcentaje del valor nominal del título.

Así es como llegamos a:

$$P = V (1 - D/n) - V (c)$$

En donde:

V (c) = costo de emisión de los títulos expresado como un porcentaje del valor nominal.

Sustituyendo P en la ecuación original se tiene:

$$r = \frac{V - (V (1 - D/n) - V (c))}{V (1 - D/n) - V (c)} n$$

De acuerdo a la tabla 2 que muestra los gastos de emisión de Papel Comercial para un monto de 200 millones de pesos, se calculará el costo de emisión por cada título, expresándolo posteriormente como porcentaje del valor nominal.

TABLA NO. 2

P A P E L C O M E R C I A L

COSTO DE EMISION REVOLVENTE POR AÑO
ASUMIENDO UN MONTO DE 200 MILLONES

	<u>1er. Trim.</u>	<u>2o. Trim.</u>	<u>3er. Trim.</u>	<u>4o. Trim.</u>	<u>Total</u>
Cuota a la Comisión Nacional de Valores (anual) (0.5 al millar)	\$ 100,000				\$ 100,000
Cuota a la Bolsa Mexicana de Valores (1)	57,500				57,500
Cuota al Instituto para el Depósito de Valores (anual) (0.5 al millar)	100,000				100,000
Pago de comisión a la Casa de Bolsa Colo- cadora (2)	1,000,000	\$1,000,000	\$1,000,000	\$1,000,000	4,000,000
Otros gastos (anuncios en prensa impre- sión de prospectos de colocación)	120,000	35,000	35,000	35,000	225,000
T o t a l	<u>\$1,377,500</u>	<u>\$1,035,000</u>	<u>\$1,035,000</u>	<u>\$1,035,000</u>	<u>\$4,482,500</u>

(1) Esta cuota se compone por \$2.80 por cada \$40,000 más \$6,000 de cuota fija anual por inscripción y \$37,500 por costo de estudio técnico:

$$200,000,000 \div 40,000 \times 2.80 = 14,000 + 6,000 + 37,500 = 57,500$$

(2) La comisión para la Casa de Bolsa es de 0.5% sobre el monto utilizado de la línea.

Basándose en esta tabla se puede observar que el costo anual por la emisión revolvente de 200 millones de pesos es aproximadamente de \$4,482,500.00 que representado en el porcentaje del valor nominal de cada título equivale a 2.24%.

Para proceder al cálculo del costo de emisión de Papel Comercial debemos de considerar la tasa de descuento de CETES; ya que para que el Papel Comercial se encuentre en una posición competitiva necesita salir a tasas superiores de descuento de los CETES (supongamos que la emisión sale 1.8 arriba).

Así tenemos que:

$$C = 2.24\%$$

$$D \text{ CETES} = 48.7\% + 1.8\% = 50.5\%$$

$$n = 4$$

$$r = \frac{.505/4 + .0224/4}{1 - .505/4 - .0224/4} \quad (4) = \frac{0.12625 + 0.0056}{1 - 0.12625 - 0.0056} \quad (4)$$

$$= \frac{0.13185}{0.86815} \quad (4) = 60.74\%$$

De acuerdo a estos cálculos el costo por emisión del Papel Comercial podría situarse alrededor del 61% anual.

Cabe señalar que esta tasa anual es antes de impuestos, por lo cual al ser los costos por emisión de este instrumento deducibles para efectos fiscales, el costo real sería más bajo.

Por otro lado si se observa con cuidado la Tabla 2 se podrá

notar que entre mayor sea el monto emitido, los gastos por emisión de Papel Comercial podrán reducirse al dividir los gastos fijos entre un número mayor de títulos.

Se puede concluir con esto que el Papel Comercial es una mejor alternativa para financiarse a corto plazo, ya que resulta más barato que la adquisición de crédito bancario. Además de que no se debe olvidar que actualmente el crédito bancario se encuentra considerablemente limitado. En cambio la línea de crédito a través del Papel Comercial permite hacer uso de hasta 500 millones de pesos en plazos que van desde 15 hasta 91 días, siendo posible darle revolvencia.

Para junio de 1983 esta situación había cambiado. Los costos de emisión se modificaron de la manera siguiente:

1. Cuota a la Comisión Nacional de Valores 0.5 al millar respecto al monto de emisión autorizado.
2. Cuota a la Bolsa Mexicana de Valores \$25,000.00 por emisión y \$100,000.00 de estudio técnico.
3. Cuota al Instituto para el Depósito de Valores. Una cuota mínima de \$50,000.00 por renovación anual y el 15% sobre el monto de Papel Comercial en circulación.
4. Comisión a la Casa de Bolsa Colocadora oscila desde el 0.5% hasta el 2% sobre el monto utilizado en la línea.

Por tal motivo, creo oportuno hacer nuevamente un breve cálculo comparativo entre ambas posiciones.

Un crédito bancario a 3 meses para junio de 1983 tenía una tasa de interés autorizado promedio de un 64.63% y la tasa de interés para depósito a plazo fijo de 3 meses a personas morales era del 58.35%

$$i = 64.6\%$$

$$r = 58.35\%$$

$$P = 200,000,000$$

$$n = 4$$

$$ie^* = \frac{i/nP + .2 P (r/n)}{P (1 - \frac{i}{n})} n$$

$$ie^* = \frac{.646/4 (200,000,000) + .2 (200,000,000) (.5835/4)}{200,000,000 (1 - .646/4)} (4) =$$

$$= \frac{32,300,000 + 5,835,000}{167,700,000} (4) = \frac{38,135,000}{167,700,000} (4) = 90.96\%$$

TABLA N° 2 BIS.

P A P E L C O M E R C I A L

COSTO DE EMISION REVOLVENTE POR AÑO
ASUMIENDO UN MONTO DE 200 MILLONES

	<u>1er. Trim.</u>	<u>2o. Trim.</u>	<u>3er. Trim.</u>	<u>4o. Trim.</u>	<u>Total</u>
Cuota a la Comisión Nacional de Valores (0.5 al millar)	\$ 100,000				\$ 100,000
Cuota a la Bolsa Mexicana de Valores	125,000	25,000	25,000	25,000	200,000
Cuota al Instituto para el Depósito de Valores	300,000	250,000	250,000	250,000	1,050,000
Pago de comisión a la Casa de Bolsa Colocadora	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	8,000,000
Otros gastos (anuncios en prensa impre- sión de prospectos de colocación)	189,000	55,000	55,000	55,000	354,000
T o t a l	<u>\$2,714,000</u>	<u>\$2,330,000</u>	<u>\$2,330,000</u>	<u>\$2,330,000</u>	<u>\$9,704,000</u>

En el caso del Papel Comercial para el 30 de junio de 1983, - los datos serán los siguientes:

El costo anual por la emisión revolvente de 200 millones de - pesos es aproximadamente de \$9,704,000 que equivale al 4.85% respecto al valor nominal de cada título. Tabla 2 Bis.

En cuanto a la tasa de descuento del Papel Comercial, ésta estuvo 1.6 arriba de CETES.

Así tenemos que:

$$C = 4.85\%$$

$$D \text{ CETES} = 63.4\% + 1.6\% = 65\%$$

$$n = 4$$

$$r = \frac{.65/4 + .0485/4}{1 - .65/4 - .0485/4} \quad (4) = \frac{0.1625 + 0.012125}{1 - 0.1625 - 0.012125} \quad (4) =$$

$$= \frac{0.174625}{0.825375} \quad (4) = 84.63\%$$

Con esto podemos concluir que el costo de emisión del Papel - Comercial se podría situar alrededor del 85%, quedando en posición muy ventajosa con respecto al costo del crédito bancario.

III. LAS CASAS DE BOLSA COMO INTERMEDIARIOS

III.1 LA POSICION QUE OCUPAN LAS CASAS DE BOLSA PARA LA EMISION, COLOCACION Y EFECTIVIDAD DEL PAPEL COMERCIAL EN EL MERCADO BURSATIL.

Las Casas de Bolsa son las entidades autorizadas para fungir como intermediarios en la colocación del Papel Comercial, lo que significa que pondrán en contacto a la emisora y al inversionista que desea adquirir este instrumento dentro de un mercado perfectamente organizado mediante leyes y sistemas.

Cuando se inició este mercado, las Casas de Bolsa no contaban con financiamiento para tomar posiciones propias y de sus clientes, lo cual limitaba el desarrollo del Mercado secundario.

No fue sino hasta julio de 1981 cuando se autorizó a las Casas de Bolsa a recibir créditos de instituciones bancarias para la toma en firme y compra de Papel Comercial en el Mercado secundario.

Las cantidades que las Casas de Bolsa podían recibir eran el capital pagado y reservas de capital más \$15. millones de pesos, no excediendo en ningún caso de \$60. millones de pesos. Dicha cantidad resultaba insuficiente, ya que esta cifra representaba el 11% del mayor monto colocado en julio por un agente.

Ante tal situación se autorizó la ampliación de las líneas de crédito, no excediendo en ningún caso de los límites siguientes:

1. El importe correspondiente a 5 veces su capital - pagado y reservas de capital.
2. La cantidad equivalente al 25% del promedio diario mensual de las posiciones de Papel Comercial - propias y de sus clientes, que hayan mantenido durante los 6 meses inmediatos anteriores al - mes de que se trate. Este límite sólo se apli-
cará tratándose de agentes que tengan financia-
mientos de los mencionados en esta disposición por más de cien millones de pesos; y
3. La suma absoluta que el Banco de México determine atendiendo al desarrollo del mercado de Papel Comercial.

No obstante a estas medidas los créditos que fluyen hacia las Casas de Bolsa son insuficientes, por lo que se necesita la - ayuda de fuentes de financiamiento alternas al crédito banca-
rio.

En cuanto a la colocación primaria de Papel Comercial, son pocas las Casas de Bolsa que intervienen en ello. De 31 Casas de Bolsa que había en 1980, únicamente 9 intervinieron en co-
locaciones primarias de Papel Comercial. En 1981 el número -

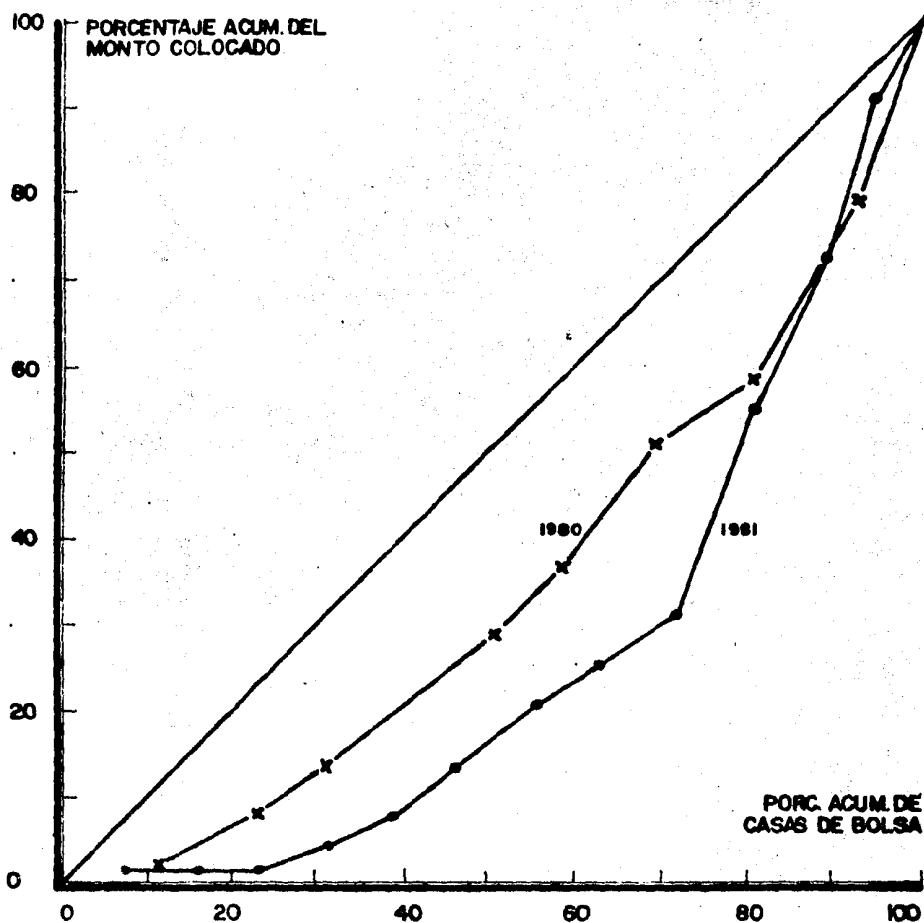
de Casas colocadoras había aumentado a 13. Sin embargo, para 1982 el número de Casas colocadoras se redujo a 10, llegando a un total de 11 para fines del primer semestre de 1983.

Además de ser reducido el número de Casas de Bolsa que intervienen en la colocación, existe una concentración del monto colocado; con lo que quiero decir que unas cuantas Casas de Bolsa colocan la mayor parte del monto total emitido de Papel Comercial (gráficas Núm. 1 y 2).

En esta gráfica se muestra mediante la curva de Lorenz en el eje horizontal el porcentaje acumulado de Casas de Bolsa de la más pequeña hasta la más grande en base al monto de Papel Comercial que colocan, y que se ordenan de izquierda a derecha; y el eje vertical muestra el porcentaje acumulativo de monto colocado de Papel Comercial.

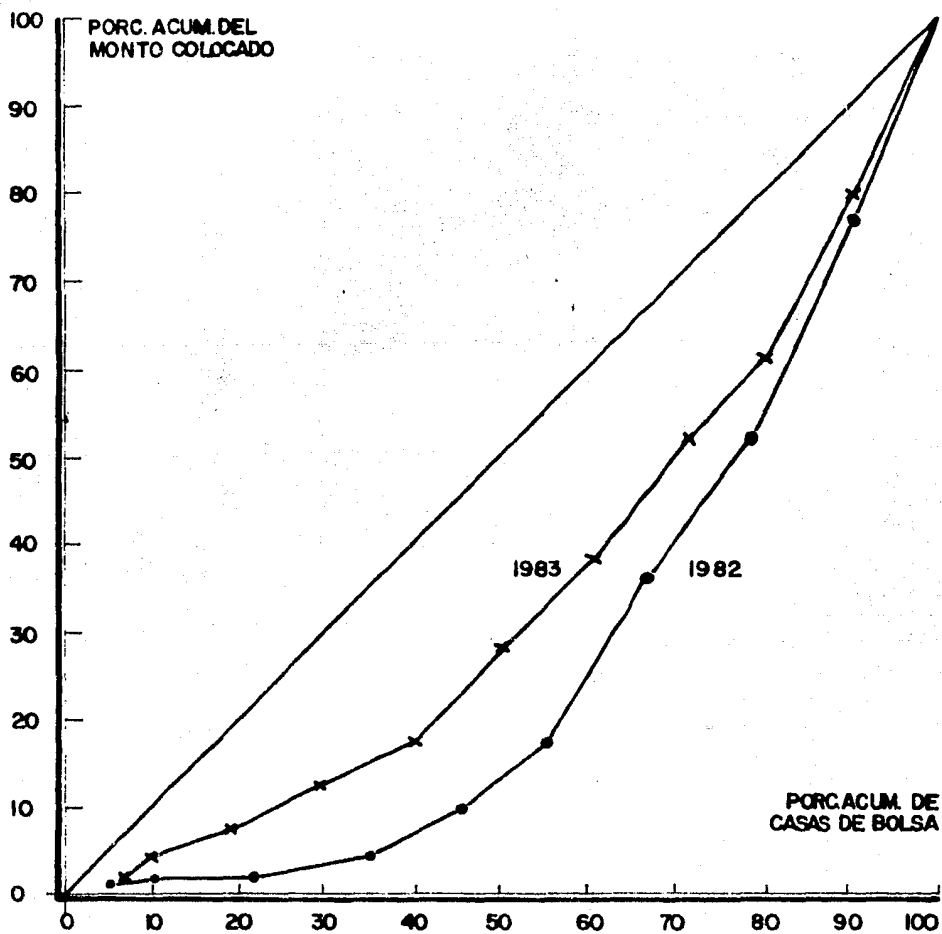
Así es como podemos observar que para 1980 el 70% de las Casas de Bolsa colocadoras, colocaron aproximadamente el 50% del monto total, lo cual significa que el 30% restante colocó el otro 50%.

Para 1981 la situación es más determinante, ya que la curva se desplaza hacia abajo, indicando una mayor concentración en el monto colocado, el 30% de las Casas de Bolsa colocadoras realizaron el 65% de las colocaciones; haciendo la colocación del 35% restante el 70% de dichas casas.



**CONCENTRACION DEL IMPORTE COLOCADO
DE PAPEL COMERCIAL**

GRAFICA I



**CONCENTRACION DEL IMPORTE
 COLOCADO DE PAPEL COMERCIAL**

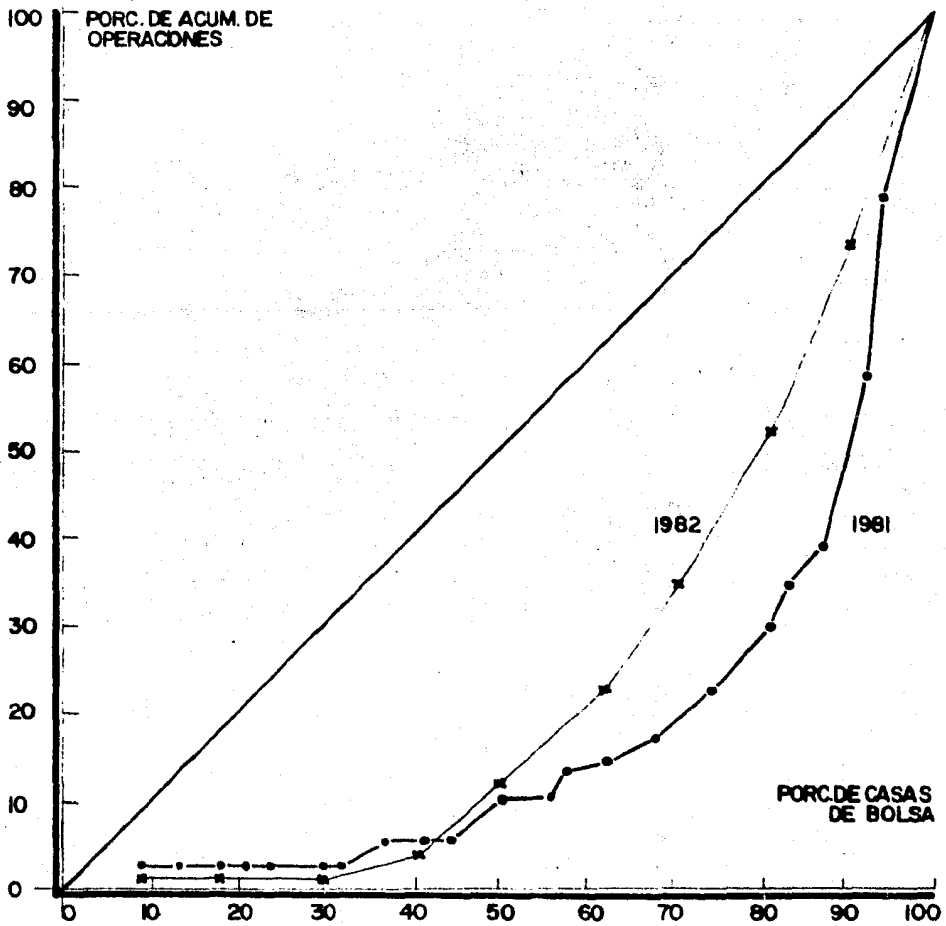
Observando la Gráfica 2, vemos que para 1982 el 40% de las Casas de Bolsa colocadoras, colocaron el 80%, por lo que el 20% restante lo colocó el 60% de dichas casas.

Para el primer semestre de 1983, se nota una tendencia relativamente ascendente, ya que el 55% de las colocaciones lo efectuó el 27% de las Casas de Bolsa, siendo colocado el 45% restante por el 73% de las otras Casas de Bolsa.

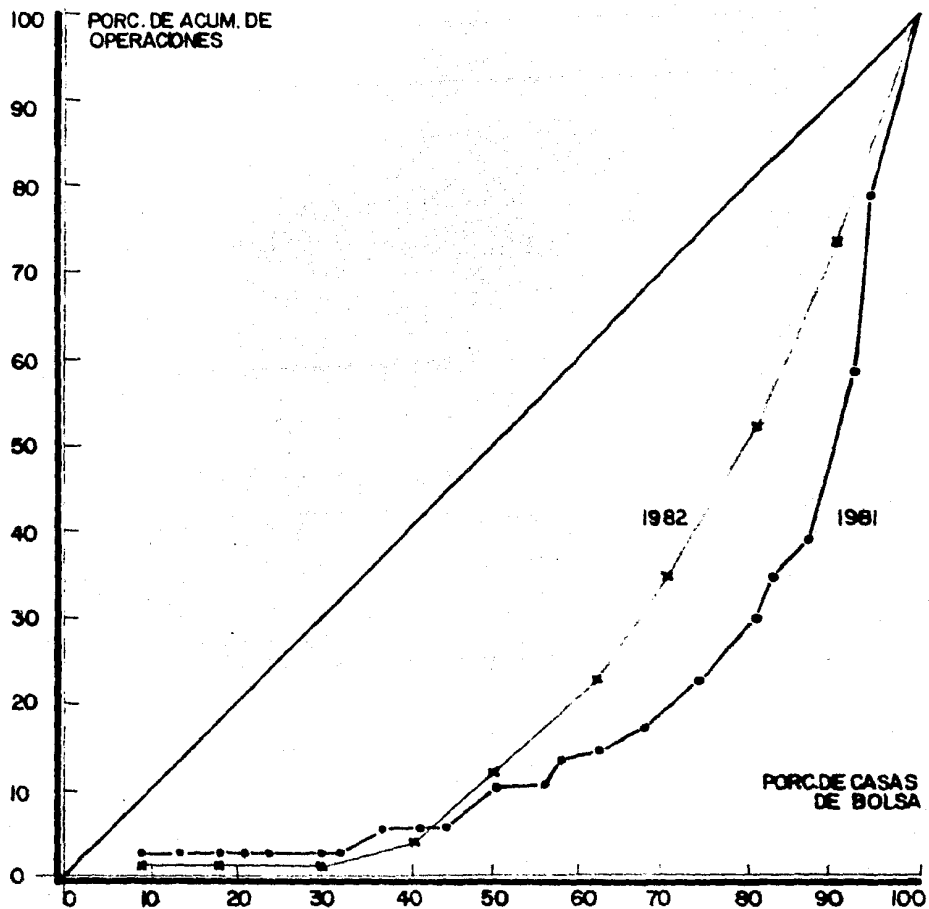
Del total de Casas de Bolsa existentes en 1981, el 80% realizó operaciones con Papel Comercial, observándose una gran concentración de operaciones en un número reducido de Casas de Bolsa.

Tomando en cuenta la gráfica número 3 se muestra claramente que el 50% de las Casas de Bolsa realizó menos del 10% del total de operaciones; lo que significa que la mayor parte de las operaciones fueron realizadas por unas cuantas Casas de Bolsa (10% de dichas Casas de Bolsa que son las más grandes) efectuaron cerca del 60% del total de operaciones. Una situación similar prevaleció durante 1982 y el primer semestre de 1983.

Además de realizar una función de intermediación, las Casas de Bolsa también desempeñan una labor de asesoramiento, ya que orientan a las empresas emisoras en la presentación de documentación ante las autoridades del Mercado, para que se les autorice la emisión de Papel Comercial.



**CONCENTRACION DE OPERACIONES
CON PAPEL COMERCIAL**



CONCENTRACION DE OPERACIONES
CON PAPEL COMERCIAL

En cuanto a las operaciones que pueden realizar las Casas de Bolsa con Papel Comercial, son básicamente de dos tipos:

- operaciones de compra-venta, y
- operaciones de reporto

Las operaciones de compra - venta entre agentes se realizan - exclusivamente a través del salón de remates de la Bolsa Mexicana de Valores, antes de iniciarse el remate los agentes podrán dar a conocer sus ofrecimientos de compra - venta por órdenes en firme. Esta información se podrá proporcionar previamente al remate a quien lo solicite, de acuerdo a los mejores oferentes y demandantes. Una vez iniciado el remate, el corro irá dando conocimiento de los diferentes hechos recibidos en la pizarra. Las operaciones que podrán efectuarse con el Papel Comercial en el piso de remate serán las siguientes:

A viva voz: Las propuestas serán señaladas por los operadores en voz alta tanto para la compra como para la venta, señalando el nombre de la emisora, emisión, volumen de operación y tasa de descuento.

Por corro: El operador de piso indicará al corro correspondiente su decisión de compra o venta de las posturas en firme ya exhibidas, señalando el monto a negociar.

Operaciones de reporto: En estas operaciones el comprador contrae el compromiso de devolver al vendedor en un plazo estipulado.

lado, que no puede ser menor de tres días, ni mayor de 45 días, la cantidad de Papel Comercial correspondiente y de entregarle al vencimiento un premio por la operación. Estas operaciones deben efectuarse en Bolsa.

Concluyendo se puede decir que la participación de las Casas de Bolsa en el Mercado de Papel Comercial es de suma importancia; ya que además de cumplir con la función de intermediación, asignan recursos que captan directamente de inversionistas a empresas con necesidad de fondos a corto plazo a un precio menor.

Además, las Casas de Bolsa son las encargadas de dar liquidez al mercado secundario, función que pueden llevar a cabo eficazmente gracias a estas líneas de crédito bancarias de las que se hizo mención anteriormente y a las operaciones de reporto que estas instituciones pueden realizar.

IV. REQUISITOS DE INSCRIPCION DEL PAPEL COMERCIAL

IV. REGIMEN FISCAL.

- Para la emisora -

De acuerdo al artículo 46 fracción V de la Ley del Impuesto - sobre la Renta, los descuentos, primas, comisiones y demás gastos relacionados con la emisión de Papel Comercial son gastos deducibles.

- Para la persona moral que obtiene el título -

Los rendimientos correspondientes a los diferenciales entre - los precios de compra y venta de los títulos referidos son acumulables al ingreso gravable de las personas morales, dependiendo en cada caso del régimen bajo el cual se encuentre el - adquirente.

- Para la persona física que obtiene el título -

La participación de las personas en este mercado se hallaba limitada por restricciones de carácter fiscal, debido a las disposiciones de los artículos 125 y 126 de la Ley del Impuesto - sobre la Renta, que gravaban con un 21% a los ingresos obtenidos por concepto de intereses y a los derivados de ganancias obtenidas por la enajenación de este título, sin derecho a deducción alguna.

En 1982 esta disposición se modificó de la siguiente manera:

"Quienes perciban ingresos por intereses a que se refieren la

fracción I y III del artículo 125 de la Ley del Impuesto sobre la Renta, no pagarán este impuesto por la parte que exceda a la tasa anual básica máxima autorizada por el Banco de México para los intereses devengados para depósitos bancarios".

De acuerdo con esto sólo se pagará el 21% sobre los primeros 12 puntos de la utilidad que obtenga la persona física.

-Impuesto al Valor Agregado -

Desde el punto de vista del Impuesto al Valor Agregado, la colocación y enajenación del Papel Comercial no causa dicho impuesto, ya que el artículo 9 de esta Ley en su fracción VII establece que están exentas las operaciones de enajenación de títulos de crédito.

En el caso específico del Papel Comercial, estos instrumentos constituyen pagarés que conforme a la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, están tipificados como títulos de crédito.

IV.2 REQUISITOS ANTE LA COMISION NACIONAL DE VALORES.

Antes de mencionar estos requisitos creo conveniente dar el marco general para la autorización y colocación de Papel Comercial.

Para que una empresa obtenga autorización para emitir Papel Comercial es necesario que tenga participación mexicana mayoritaria en su capital social, y que las acciones representativas

del mismo estén inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y en la Bolsa Mexicana de Valores.

Además, sólo se autorizará la emisión de Papel Comercial a las empresas que tengan actualizada la información anual y trimestral que presentan a la Comisión Nacional de Valores.

Si la empresa reúne los requisitos anteriores y desea emitir Papel Comercial, deberá solicitar autorización a la Comisión Nacional de Valores para la inscripción y emisión de los títulos.

Dicha solicitud deberá presentarse por escrito, firmada por el representante de la empresa debidamente facultado para ello. La solicitud deberá acompañarse de la información y documentación que a continuación se señala:

1. Copia certificada de la escritura que contenga la protocolización del poder otorgado a la o a las personas que suscribirán los pagarés, así como los datos de inscripción de dicho instrumento en el Registro Público de Comercio del domicilio social de la emisora.
2. Constancia expedida por el Secretario del Consejo de Administración de la Sociedad, en el sentido de que los poderes exhibidos a la Comisión Nacional de Valores no han sido revocados, así

como la obligación de informar a este organismo de cualquier revocación o modificación de dichos poderes o el nombramiento de nuevos apoderados.

3. Contrato de colocación celebrado entre la Sociedad Emisora y la Casa de Bolsa, que no es más que un convenio de colocación pública que la emisora celebra con una Casa de Bolsa o sindicato - colocador, determinando ambas partes la tasa de interés. La Comisión Nacional de Valores está facultada para vetar dicha tasa cuando ésta no vaya de acuerdo con los lineamientos del mercado.
4. Formato del título que se utilizará para documentar los pagarés.
5. Estado de situación financiera, estado de resultados y estado de flujos de efectivo sin consolidar, presupuestados para un año, en forma trimestral a partir del último trimestre reportado a la Comisión, debidamente firmados por funcionarios con facultades para ello.
6. Bases de la presupuestación.
7. Líneas de crédito de la emisora, aclarando montos autorizados, ejercidos y disponibles con fechas de vigencia o vencimiento.
8. Proyecto del prospecto de colocación (6 ejempla-

res). En general, el prospecto deberá contener la siguiente información:

- a) Características del Papel Comercial que se emite: denominación de la emisión, vencimiento de los pagarés, valor de los pagarés, posibles adquirientes objeto de la emisión y destino de los fondos.
- b) Información sobre la emisora: Administración, productos, mercado, ubicación de sus oficinas y plantas, fuerza de trabajo, consejo de administración, funcionarios, proyectos, etc.
- c) Información financiera de la emisora: Deberán incorporarse los estados financieros auditados del último ejercicio, y en su caso, del último trimestre reportado a la Comisión Nacional de Valores.

- 9. Formato de aviso de oferta pública (6 ejemplares). Con la solicitud deberá acompañarse el tipo de aviso de oferta pública que se pretenda publicar.
- 10. Actualizar, en su caso, la información trimestral y anual de carácter legal y financiero que la emisora debe presentar a la Comisión Nacional de Valores. Esto es bajo los términos de las

circulares 11-2 y 11-4 de la Comisión Nacional de Valores.

11. Actualizar, en su caso, el pago de la cuota por concepto de refrendo de inscripción de valores en el Registro Nacional del Ramo y Servicios de Inspección y Vigilancia que presta este organismo.
12. Pagar la cuota por el registro de Papel Comercial. La cuota que cobra la Comisión por la inscripción de Papel Comercial es de 0.5% al millar anual sobre el monto autorizado.

La Comisión Nacional de Valores otorgará la autorización para la oferta pública con ciertas condiciones:

1. Las emisiones de Papel Comercial en circulación en ningún momento deberán exceder del monto máximo autorizado, y cada emisión no podrá ser inferior al 20% del mismo.
2. La autorización se otorgará por plazo de un año contado a partir de la primera fecha de emisión, debiendo ésta llevarse a cabo dentro de los 30 días naturales siguientes a la fecha de recepción del oficio de autorización correspondiente. La amortización de la última emisión no podrá exceder de la fecha de vencimiento de la autorización.

3. Los pagarés representativos de cada emisión deberán ser depositados en el Instituto para el Depósito de Valores.
4. Las operaciones de Papel Comercial sólo podrán realizarse a través de la Bolsa Mexicana de Valores.

IV. 3 PROCEDIMIENTO Y REGLAMENTO DE OPERACION EN BOLSA.

Además de solicitar autorización a la Comisión Nacional de Valores, la emisora deberá solicitar la inscripción de Papel Comercial en la Bolsa Mexicana de Valores.

Para este efecto, la emisora presentará una solicitud a la Bolsa Mexicana de Valores firmada por el representante legal de la emisora, que deberá acompañarse de la siguiente información y documentación:

1. Copia certificada del poder notarial de la o de las personas autorizadas para suscribir los pagarés.
2. Carta firmada por el Secretario del Consejo de Administración en la que haga constar, que los poderes para la suscripción de los pagarés no han sido revocados.
3. Copia del oficio de autorización de la Comisión Nacional de Valores. Esta se puede enviar pos-

teriormente, ya que la autorización de la Comisión Nacional de Valores puede tramitarse en forma simultánea a esta solicitud.

4. Informe detallado de los planes futuros, complementado con el Balance General, Estado de Resultados y Estados de Flujo de Efectivo, sin consolidar y consolidados, presupuestados para un año en forma trimestral, estableciendo las bases que sirvieron para su elaboración y la oportunidad con que serán puestos en práctica.
5. Líneas de crédito contratadas, aclarando montos autorizados, ejercidos y disponibles.
6. Copia del contrato de colocación celebrado con la Casa de Bolsa.
7. Proyecto del prospecto de colocación.

Además de la solicitud deberá enviarse la cuota por concepto de inscripción.

Entrando básicamente al procedimiento para su operación, se puede mencionar lo siguiente:

El sistema será el mismo que se ha empleado en el Salón de Remates en cuanto a su operación.

Por lo que respecta al horario, éste será de las 9:00 A.M. a las 13:30 horas.

Para las órdenes en firme se usarán formatos que contengan lo siguiente:

- Valor nominal del monto.
- Emisora y emisión.
- Tasa de descuento, fecha y hora.
- Nombre y firma del operador de piso.

En cuanto a las fichas de compra y venta serán amarilla y azul respectivamente.

Los lotes a manejarse serán de un mínimo de \$100,000. valor nominal y sus múltiplos; siendo presentado en las pizarras el volumen operado de la siguiente manera:

- 1. 100,000 V.N
- 2. 200,000 V.N
- .
- .
- .
- M. 1,000,000 V.N
- etc.

Las tasas de descuento serán anotadas con 2 enteros y dos decimales y la puja que regirá las cotizaciones de compra-venta - será de un centésimo sobre estas últimas.

En cuanto a los hechos, éstos se manejarán en pizarra escribiendo en el lado izquierdo el valor nominal de la operación y a la derecha su tasa de descuento.

El remate tendrá lugar de las 9:00 a las 13:30 horas en el correo correspondiente, excepto en los recesos que serán:

H o r a		
9:00	a 9:30	Recepción de orden en firme de compra y venta.
9:30		Inicio del remate
10:25	a 10:30	Receso opcional
11:15	a 11:20	Receso
12:00	a 12:05	Receso
13:00	a 13:05	Receso
13:30		Concluye el remate

Para las operaciones de compra-venta se llenará una ficha con los siguientes datos:

- Folio de operación
- Clave y nombre del vendedor
- Fecha y hora
- Emisora y emisión
- Valor nominal
- Tasa de descuento
- Clave y nombre del comprador
- Firma del vendedor

La ficha de operación se hará en original y dos copias para ser distribuidas así:

- original para la Bolsa
- 1a. copia para el comprador
- 2a. copia para el vendedor

- Pizarra -

La estructura de las pizarras será:

En la parte superior de dicha pizarra se anotará el nombre de la emisora y número de emisión en una placa magnética.

Inmediatamente después se anotará la postura de venta que existta en ese momento y abajo de ésta se indicará la de compra.

En seguida se anotará la tasa promedio ponderado del día anterior.

Posteriormente se irán anotando los diferentes hechos en forma cronológica, de acuerdo a su realización durante la sesión de remate.

Al final del remate, se tendrá en el último renglón de cada casillero de las diversas emisoras, el volumen total operado a valor nominal.

- Tipos de operación -

Brevemente se mencionan a continuación:

- A viva voz -

Las propuestas serán señaladas por los operadores en voz alta tanto para la compra como para la venta, señalando el nombre -

de la emisora, emisión, volumen de operación y tasa de descuento.

El operador complementará la contrapartida utilizando el término "cerrado", con lo que se da por realizada la operación.

La ficha correspondiente la elaborará y firmará el vendedor.

- Por corro -

El operador de piso indicará al corro correspondiente su decisión de compra o venta de las posturas en firme ya exhibidas (cierro comprando o cierro vendiendo), señalando el monto a negociar.

Para este tipo de operaciones, el corro se encargará de elaborar y entregar la ficha de compra-venta.

- En firme -

Otra forma de realizar estas operaciones es introduciendo la contrapartida de la orden en firme ya existente.

- Reporto -

En este caso se utilizarán las mismas fichas de compra-venta como se mencionó anteriormente.

La operación en sí consiste en el hecho de que el comprador contrae el compromiso de devolver al vendedor en un plazo estipulado, no menor de tres días ni mayor a 45, la cantidad de Papel Comercial correspondiente, y de entregarle al vencimien-

to un premio por la operación.

En el caso de inconformidad con algunas de las partidas, serán aceptadas hasta las 14:30 horas del día en que fueron realizadas.

- Reglamento -

Socios:

1. Las operaciones de Papel Comercial se sujetarán al horario que señale el Consejo de Administración de la Bolsa a través de circulares.
2. Sólo podrán registrarse operaciones de compra-venta con Papel Comercial.
3. Las operaciones con estos papeles se realizarán únicamente en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores y sólo podrán llevarse a cabo por las Casas de Bolsa.
4. Todas las posturas, registros y liquidaciones deberán contener: emisora, emisión y año.
5. Las operaciones de compra-venta se expresarán en términos de valor nominal negociado y tasa de descuento pactada, cerrándose esta última a dos decimales.
6. La puja que regirá las cotizaciones de compra-venta, será de un centésimo sobre la tasa de descuento.
7. Las operaciones de Papel Comercial se regirán bajo las fó

mulas de precio y tasa de descuento anual, de la siguiente forma:

$$P = V \left(1 - \frac{DT}{360} \right)$$

$$D = \frac{(V-P)}{V} \frac{360}{T}$$

8. La liquidación sobre las operaciones de compra-venta deberá efectuarse al día hábil siguiente de haberse registrado el hecho.
9. Todos los cálculos se harán de conformidad con la fórmula de año comercial de 360 días y número de días naturales, correspondiente a la operación de que se trate.
10. Las operaciones deberán ser presentadas en lotes con un valor nominal de \$100,000 o sus múltiplos.
11. No se podrán operar "picos".
12. El primer día que la emisión opere en Bolsa, se llevará a cabo un registro de Oferta Pública.
13. Toda postura expresada, representará una opción a tomar la totalidad o cualquier fracción del importe total de la misma, siempre y cuando dicha fracción tenga un valor nominal de \$100,000 o sus múltiplos.
14. La operación de las Casas de Bolsa se regirá de acuerdo a las reglas que establezca la Comisión Nacional de Valo-

res y la Bolsa.

- Emisoras -

1. El vencimiento de los pagarés podrá ser hasta por un plazo máximo de 91 días y la fecha de pago deberá corresponder a un día hábil.
2. En cuanto a plazo y posibles prórrogas, no podrán ir más allá de la fecha de vencimiento de la emisión de Papel Comercial de que se trate.
3. Las emisiones tendrán un plazo de vencimiento entre 15 y 91 días, debiendo ser la última fecha un día hábil.
4. Las empresas emisoras se obligan a no utilizar los recursos obtenidos con la emisión del Papel Comercial para el pago de pasivos en divisas extranjeras de acuerdo con lo establecido por la Comisión Nacional de Valores.
5. Las autorizaciones serán sobre montos anuales sin que éstos puedan ser excedidos por sus emisores.
6. Los montos podrán ser renovados subsecuentemente y serán revocables en todo tiempo, cuando la empresa no cumpla con su obligación de proporcionar información a la Bolsa Mexicana de Valores.
7. Sólo se aceptará la inscripción en Bolsa del Papel Comercial a las empresas que tengan sus acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la Bolsa Mexicana de Valores, previa solicitud en ambas

partes, con un mínimo de diez días hábiles a la fecha de colocación.

8. La comisión que perciban las Casas de Bolsa estará abierta, con un tope máximo de \$500 por cada \$1,000,000.

IV.4 PAPEL DEL INDEVAL EN EL MERCADO DE VALORES.

El Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL) publicó a fines de 1980 un folleto denominado Catálogo de Servicios en el que se enumeraron las funciones, objetivos y en general el papel que desempeña a favor de los inversionistas y de los intermediarios que participan en las operaciones con valores bursátiles.

Ante el desarrollo inusitado del mercado de valores mexicano durante 1977 y 1978, el titular de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, David Ibarra Muñoz, promovió la creación del Instituto para el Depósito de Valores a través primero, del Decreto Legislativo del 28 de abril de 1978, que se publicó en el Diario Oficial de la Federación el 12 de mayo del mismo año, y después con su apoyo a los trabajos preparatorios y de organización del Instituto.

Una de las mayores fuentes de errores y de riesgo, era la creciente movilización física de títulos que contribuía a serios márgenes de error y a posibles pérdidas, destrucción o aún falsificación de los mismos, aunado a un aumento de trámites

y costos en la administración de los valores.

Aun cuando el Instituto empezó a captar títulos para su custodia en octubre de 1979, no fue sino hasta el 25 de enero de 1980 en que inició operaciones directas con sus clientes, al recibir depósitos de los agentes de valores e instituciones de crédito, lo que ya le permitió practicar diariamente la compensación y liquidación de las transacciones realizadas en el piso de remates de la Bolsa.

Además de las operaciones bursátiles normales, se registran - para su proceso y control los contratos de margen o crédito prendario a las Casas de Bolsa, a fin de cumplir con las obligaciones impuestas en estos casos a los contratantes por el Banco de México, S. A. y por la Comisión Nacional de Valores.

Dentro de una política prudente señalada por las autoridades financieras y por el Consejo Directivo, el Instituto ha ido aumentando sus operaciones y servicios paulatinamente. Ya recibe Papel Comercial desde fines de enero de 1981; asimismo se realizó un estudio para ofrecer facilidades en la operación de valores que caen dentro de las reglas de la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras y en las de Sociedades de Inversión.

- Objetivos -

Los principales objetivos para su creación fueron:

- Proporcionar al mercado bursátil una mayor seguridad física y jurídica.
- Realizar en forma más expedita, el ejercicio de los derechos patrimoniales de los inversionistas, y
- Lograr la más cabal precisión en las transacciones bursátiles.

Para alcanzar una mayor seguridad física y jurídica, se hace necesaria la creación de un depósito centralizado de valores, donde los agentes de valores y las instituciones de crédito tengan depositados sus títulos.

Esto permite reducir al mínimo el movimiento físico de títulos, lo que a su vez disminuye en forma significativa los riesgos de robo, extravío o falsificación de títulos, abate los altos costos de su manejo físico y auxilia a todas las Casas de Bolsa en sus labores administrativas.

Una función indispensable del depósito centralizado, es la de llevar a cabo la administración de los derechos patrimoniales en custodia. A este efecto, el Instituto a través de la mecanización en la administración de valores y de reformas legales apropiadas ejerce los derechos correspondientes en forma más expedita que el inversionista particular, o el representante institucional, lo que beneficia al titular último del valor a recibir el producto de sus derechos con toda oportunidad.

La intervención del Instituto permite una mayor precisión en las operaciones realizadas en la Bolsa Mexicana de Valores, ya que al realizar las funciones de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles puede detectar y corregir en forma oportuna cualquier anomalía que se presente.

- Custodia de valores -

Uno de los servicios principales que presta el Instituto a sus clientes, es la custodia física de los valores. Este servicio es proporcionado únicamente a los agentes de valores, personas morales y a las instituciones de crédito, siendo de carácter obligatorio para los primeros y opcional para los segundos.

Estarán sujetos a este servicio los valores que hayan sido objeto de oferta pública y por consiguiente estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Para proporcionar eficientemente el servicio de depósito, el Instituto realiza diferentes actividades como son la recepción de valores, su ordenamiento, su guarda y conservación y entrega a los clientes en el momento de ser solicitado su retiro.

Como ejemplo de los métodos adoptados, tenemos los procedimientos utilizados desde la recepción de los títulos hasta la guarda de los mismos:

- a) Los títulos son recibidos y contados en el mostrador de - - las oficinas de recepción de valores, frente al represen

tante del depositante.

- b) Una vez autorizada su recepción, los valores son remitidos a las mesas de control donde se les revisa minuciosamente para determinar si no están mutilados, si la plantilla de cupones está completa, y si están debidamente endosados, en caso de ser nominativos.
- c) De no encontrarse anomalía en los títulos, se microfilman con modernos equipos especializados. Después de revisado el microfilm y revisada la claridad del mismo, los títulos son remitidos del área de recepción de valores al área de bóveda, donde son contados y revisados una vez más.
- d) Terminada esta tercera revisión, los títulos son ordenados y guardados en los anaqueles destinados al efecto.

- Administración de valores -

Al ser el depositario de esa gran masa de valores el Instituto tiene naturalmente que ocuparse de su administración. Para cumplir apropiadamente con esta función, el INDEVAL realiza las siguientes actividades:

- a) Expide a sus clientes y a las emisoras, constancias de tenencia de acciones, con las que acreditan a los clientes ante las emisoras para que éstas, a su vez les expidan los pases para asistencia a las asambleas.
- b) Tramita el cobro de dividendos, intereses y amortizaciones

ante las emisoras, abonándole a sus clientes dichos derechos.

- c) Ejerce los derechos de capitalización y suscripción por cuenta de sus clientes. En el caso de los primeros lo hace en forma automática, en el segundo supuesto, sólo lo hace con instrucciones específicas de cada cliente y siempre que provean los fondos necesarios para dicho ejercicio.
- d) Tramita también ante las emisoras los canjes de títulos antiguos por títulos nuevos y les entrega los valores o cupones necesarios para ejercer todos estos derechos.

Para acreditar a los depositantes los derechos derivados de la administración de valores, el Instituto utiliza sistemas avanzados de cómputo que permiten una asignación rápida y segura.

- Liquidación y compensación -

Queda a cargo del Instituto la compensación y liquidación de las operaciones bursátiles, a cuyo efecto funge como cámara de compensación de los valores y efectivo involucrados en las transacciones.

Para la realización de este servicio, el Instituto recibe diariamente de la Bolsa Mexicana de Valores la información de las operaciones efectuadas en el salón de remates, que deben liquidarse al día siguiente. Con esta información el INDEVAL mediante sus equipos de cómputo procede a generar la liquidación diaria.

Esta liquidación que produce el Instituto enlista y clasifica todas las operaciones hechas por los agentes, y al afectar la cuenta de cada cliente, el resultado neto de la suma de compras y ventas de cada valor, realiza la compensación.

El día de la liquidación el Instituto además de hacer los asuntos contables necesarios, expide cheques a todos los agentes de valores cuyo asiento global en efectivo de las operaciones de compra-venta resulte acreedor. A la vez, el Instituto recibe de todos los agentes de valores cuyo saldo es deudor, el cheque correspondiente.

- Otros servicios -

Actuales:

- a) Información a emisoras. El Instituto puede informar a las emisoras en cualquier momento, sobre los valores que tengan emitidos y que se encuentran en depósito.
- b) Cuentas de margen. El Instituto funge como depositario de los valores que garantizan créditos otorgados a los agentes de valores, personas morales, por las instituciones de crédito. Este servicio se lleva a cabo de acuerdo con los lineamientos establecidos por el Banco de México, S.A.
- c) Cuentas propias. Los registros del Instituto lle

van separadamente la contabilización de lo que corresponde a cuentas propias de los agentes - personas morales y a las de sus clientes.

d) Registro de inversiones extranjeras. El Instituto se encuentra en posibilidades de llevar por cuenta de la Comisión de Inversiones Extranjeras el registro de accionistas extranjeros que inviertan en valores registrados en Bolsa. Este servicio se lleva a cabo mediante el proceso de la información que proporcionan los agentes de valores y de acuerdo con los lineamientos que establece la Secretaría de Patrimonio y Fomento Industrial.

e) Libro de registro de accionistas. Desde que se publicó el decreto de nominización de acciones en diciembre de 1982, a petición de las empresas emisoras de valores que se encuentran registradas ante el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, el Instituto puede llevar sus libros de registro de acciones nominativas, lo que les facilitará sus controles de asambleas y pago de dividendos.

Futuros:

a) Agentes en el interior de la República a través del sistema bancario. El Instituto establece-

rá una red de representantes en las plazas foráneas en las cuales se encuentren establecidas sucursales de agentes de valores. Esto permitirá abonar de inmediato las cuentas de los agentes que depositen valores en dichas plazas, agilizando de esta manera las transacciones bursátiles.

b) Custodia y valuación de Sociedades de Inversión.

El Instituto está preparado para aceptar como clientes a las Sociedades de Inversión, y hacer a la vez el servicio de valuación de sus carteras.

- Sistemas de computación -

El Instituto se apoya en modernos sistemas de computación que efectúan la compensación automática de las operaciones que diariamente llevan a cabo los agentes de valores, personas morales y físicas en la Bolsa Mexicana de Valores.

Entre los informes más importantes que se generan para los clientes, están los siguientes:

1. Reporte de movimientos físicos de bóveda (depósitos, retiros, traspasos y movimientos administrativos).
2. Liquidación de las operaciones de bolsa.

3. Estado de cuenta de valores con movimiento (diario), el cual se genera por los informes anteriores.
4. Estado de posición de valores, donde se enlistan todos los valores depositados por las Casas de Bolsa.
5. Reporte de posibles faltantes que se generarán en caso de no cubrir el cliente con valores al día siguiente.
6. Estado de faltantes ya generados.
7. Estado de movimiento de efectivo, en donde se abonan todos los derechos cobrados por cuenta del cliente durante los días hábiles del mes, a excepción del último día, en el cual se hacen los cargos de comisiones que cobra el Instituto por los servicios que presta.
8. Estado de cuenta mensual, el cual se corta al último día del mes.
9. Recibos de todas las operaciones que se realizan con el Instituto en relación a movimientos físicos de bóveda o movimientos administrativos hechos por el Instituto.
10. Expedición de constancias de tenencias de títulos para efectos de asambleas o, en cualquier momento, a solicitud del cliente.

- Seguridad -

El Instituto cuenta con los más avanzados sistemas de seguridad, pues además de los ya existentes en las bóvedas rentadas al Banco de México, S. A., se ha instalado en todas las áreas donde se manejan títulos, un sistema de circuito cerrado de televisión que permite observar y grabar en forma continua todo lo que sucede en dichas áreas.

En lo que corresponde a la sección de bóveda interior, el Instituto cuenta con 3 áreas de trabajo y con 48 compartimientos especiales, en donde se guardan títulos empaquetados y relacionados cuyo movimiento es mínimo. Dichos compartimientos sólo se abren cuando en las áreas de trabajo no se tienen suficientes títulos para surtir retiros, o cuando se va a efectuar la administración de derechos de valores almacenados en esos compartimientos.

Además de las estrictas medidas de seguridad en cuanto a vigilancia del personal o de las personas que en un momento dado entren a las áreas de manejo de títulos, se instaló en el área de bóveda un sistema de alarmas contra incendio, conectado con el del Banco de México, S. A.

Después de este amplio panorama sobre las características y actividades propias del INDEVAL, es preciso mencionar los requisitos que se tienen que reunir ante este organismo para la custodia de Papel Comercial.

- Requisitos ante el INDEVAL -

Una vez que el emisor obtiene la autorización de la Comisión Nacional de Valores y de la Bolsa Mexicana de Valores, procede a entregar los títulos a la Casa de Bolsa colocadora, la cual endosará en blanco los pagarés y los depositará en el Instituto para el Depósito de Valores, señalando los nombres e importes que deben acreditarse en su caso, a cada uno de los miembros del sindicato colocador.

La documentación que se requiere presentar ante el INDEVAL es la siguiente:

1. Se celebra un contrato entre el INDEVAL y la emisora.
2. Poder notarial especial otorgado al INDEVAL, con dos testimonios, el primero de ellos se debe inscribir en el Registro Público de la Propiedad, el segundo se entrega provisionalmente al INDEVAL, junto con una constancia del Notario de que los trámites de inscripción se están realizando.

De acuerdo con el Artículo 90. fracción I de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, las cláusulas que deberá contener el poder especial que se otorga al Instituto para el Depósito de Valores para emitir títulos de crédito, son las siguientes:

- Primera -

El Instituto para el Depósito de Valores queda facultado para que, en representación de _____ suscriba pagarés hasta por un monto igual a los que de la propia sociedad mantenga depositados, a fin de estar en aptitud de atender las solicitudes de entrega física de dichos documentos que le formulen sus depositantes, y respecto de los que continúen depositados, la presentación para su pago en la fecha de su vencimiento. - A este efecto el Instituto para el Depósito de Valores deberá substituir el o los pagarés depositados que amparen total o parcialmente cada emisión, cuidando que en ningún caso se suscriban más documentos que los que representen el monto total de la emisión de que se trate.

- Segunda -

El presente poder será irrevocable, conforme a lo establecido en la última parte del primer párrafo del Artículo 2596 del Código Civil para el Distrito Federal, mientras el Instituto para el Depósito de Valores mantenga pagarés en depósito, según se desprende de las obligaciones impuestas a _____ en el oficio a través del cual la Comisión Nacional de Valores le comunicó la inscripción de dichos pagarés en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización de su oferta pública.

- Tercera -

El Instituto para el Depósito de Valores ejercerá las facultades que en este acto se le confieren, por conducto de sus representantes legales.

3. La Casa de Bolsa depositará los pagarés en el INDEVAL mínimo dos días antes de la emisión, recibiendo a cambio una constancia, cuya copia deberá entregar a la Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V.
4. Copia de la autorización de la Comisión Nacional de Valores.
5. Características del Papel Comercial:
Debe enviarse la ficha de las emisiones, con sus vencimientos y claves de pizarras, montos, tasa de descuento, etc.
6. Cubrir la cuota al INDEVAL que es del 0.5% al millar anual sobre el monto autorizado.

IV.5 RENOVACIONES Y AMPLIACIONES.

- Renovaciones -

En caso de que la emisora desee renovar la autorización para emitir Papel Comercial, deberá enviar los siguientes documentos:

A la Comisión Nacional de Valores:

1. Solicitud de la Emisora, firmada por el representante debidamente facultado para ello.
2. Constancia expedida por el Secretario del Consejo de Administración de la Sociedad, en el sentido de que los poderes exhibidos a la Comisión Nacional de Valores, no han sido revocados, así como la obligación de informar a este organismo de cualquier revocación o modificación de dichos poderes, o el nombramiento de nuevos apoderados.
3. Estado de situación financiera, estado de resultados y estado de flujo de efectivo sin consolidar presupuestados para un año en forma trimestral, a partir del último trimestre reportado a la Comisión, debidamente firmados por funcionarios con facultades para ello.
4. Bases de la presupuestación.
5. Líneas de crédito de la emisora, aclarando montos autorizados, ejercidos y disponibles.
6. Proyecto de prospecto de colocación (6 ejemplares).
7. Formato del Aviso de Oferta Pública (6 ejemplares).
8. Actualizar, en su caso la información trimestral y anual de carácter legal y financiero, que la emisora debe presentar a la Comisión Nacional de Valores.

9. Actualizar, en su caso el pago de la cuota por concepto de refrendo de inscripción de valores en el Registro Nacional del Ramo y Servicios de Inscripción y Vigilancia que preste este organismo.
10. Pagar la cuota por el registro de Papel Comercial.
11. Convenio modificativo al contrato de colocación celebrado entre la Sociedad Emisora y la Casa de Bolsa correspondiente.

A la Bolsa Mexicana de Valores:

1. Carta firmada por el Secretario del Consejo de Administración en la que haga constar que los poderes para suscripción de los pagarés no han sido revocados.
2. Copia del oficio de autorización de la Comisión Nacional de Valores.
3. Informe detallado de los planes futuros complementando con el Balance General, Estado de Resultados y Estado de Flujo de Efectivo sin consolidar y consolidados, presupuestados para un año en forma trimestral estableciendo las bases que sirvieron para su elaboración y la oportunidad con que serán puestos en práctica.
4. Líneas de crédito contratadas.
5. Copia del contrato de colocación celebrado con

la Casa de Bolsa.

6. Proyecto del prospecto de colocación.

Ante el INDEVAL:

1. La emisora deberá notificar al INDEVAL, toda nueva autorización que le otorgue la Comisión Nacional de Valores, el día hábil siguiente al que le haya sido comunicada.
2. Deben enviarse cuando menos con 5 días de anticipación, las características de la emisión: - montos, tasa de descuento, fecha de iniciación y vencimiento.
3. Pagar la cuota correspondiente.

- Ampliaciones -

Si la emisora desea solicitar una ampliación del monto que se le ha autorizado, deberá cumplir con los siguientes requisitos:

Ante la Comisión Nacional de Valores:

1. Solicitud de la Emisora, firmada por un representante con facultades suficientes.
2. Convenio modificatorio al contrato de colocación celebrado entre la sociedad emisora y la Casa de Bolsa correspondiente.
3. Actualizar la información financiera sin consolidar presupuestada, incluyendo el efecto de la ampliación que se solicita.

4. Constancia suscrita por el Secretario del Consejo de Administración de la emisora, acerca de la vigencia de los poderes cuyas escrituras se hayan entregado a la Comisión Nacional de Valores.
5. Formato del aviso de oferta pública (6 ejemplares) actualizado.
6. Proyecto del prospecto de colocación (6 ejemplares) actualizado.
7. Cubrir la cuota por el registro del Papel Comercial.
8. Actualizar en su caso, el pago de la cuota por concepto de refrendo de inscripción de valores en el Registro Nacional del Ramo y de Servicios de Inspección y Vigilancia que presta este organismo.

Ante la Bolsa Mexicana de Valores:

1. Carta firmada por el Secretario del Consejo de - Administración en la que haga constar que los poderes para la suscripción de los pagarés no han sido revocados.
2. Copia del oficio de autorización de la Comisión Nacional de Valores, que se podrá enviar posteriormente.

3. Estados financieros sin consolidar y consolidados presupuestados, que contemplen las modificaciones originales por el importe de la ampliación.
4. Copia del contrato de colocación celebrado con la Casa de Bolsa.
5. Proyecto del prospecto de colocación.

Ante el INDEVAL:

Estos requisitos serán los mismos que se mencionaron anteriormente para el caso de renovaciones.

V. REPORTO CON PAPEL COMERCIAL

V.1 DEFINICION DE REPORTO.

Esta es una operación que se efectúa siempre mediante la celebración de un contrato en el que el "reportado" entrega al "reportador" una cantidad de títulos-valores, a cambio de un precio convenido más un premio o comisión, con el compromiso de que al vencimiento del contrato el "reportador" le devuelva al "reportado", por el mismo precio convenido, una cantidad igual de títulos-valores de la misma especie y características aún cuando físicamente no sean los mismos.

Aunque esta operación tiene semejanza a un préstamo prendario con garantía de títulos-valores, se diferencia fundamentalmente en que el reportador no recibe los títulos en garantía, sino en propiedad y consecuentemente durante la vigencia del contrato puede disponer de ellos libremente.

Es decir, que en el caso de un préstamo prendario, el acreedor durante la vigencia del préstamo no puede hacer uso en su provecho de los derechos inherentes o derivados de los títulos, en cambio en el reporto, el "reportador" que es quien tiene el carácter de acreedor, puede no sólo hacer uso de tales derechos, sino inclusive venderlos, siempre y cuando considere que podrá adquirir otros de la misma especie, para que al vencimiento pueda reintegrarlos al "reportado".

Cuando una institución celebra esta operación con el carácter

de "reportado", es con el objeto de obtener disponibilidades transitoriamente o en alguna emergencia, pero con la idea de no deshacerse de los valores que entrega al "reportador" en forma definitiva.

Cuando por el contrario, asume el carácter de "reportador" puede darse el caso de que sea solamente el acreedor del reportado, o sea, quien le facilitó los fondos que requería transitoria o emergentemente para resolver sus problemas de disponibilidades, o puede también existir la intención deliberada de adquirir transitoriamente determinados valores.

V.2 ASPECTO LEGAL.

La Ley de Títulos y Operaciones de Crédito, indica en el Artículo 159, que en virtud del reporto, el reportador adquiere - por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito, y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido y contra el reembolso del mismo precio más un premio. El premio queda en beneficio del reportador, salvo pacto en contrario.

El reporto se perfeccionará por la entrega de los títulos y por el endoso cuando sean nominativos.

En el Artículo 260 de la misma Ley, se menciona que el reporto debe constar por escrito, expresándose el nombre completo del reportador y del reportado, la clase de títulos objeto del re-

porto, su vencimiento, el precio y el premio pactados o la manera de calcularlos.

El Artículo 261 expresa que si los títulos atribuyen un derecho de opción que deba ser ejercitado durante la vigencia del reporto, el reportador estará obligado a ejercitarlo por cuenta del reportado; pero este último deberá proveerlo de los fondos suficientes por lo menos dos días antes del vencimiento señalado para el ejercicio del referido derecho opcional.

El Artículo 262 se refiere a que, salvo pacto en contrario, los derechos accesorios de los títulos sean ejercitados por el reportador por cuenta del reportado, o sea que los intereses o dividendos de los títulos, se acrediten al reportado para liquidársele al vencimiento.

Aunque este artículo es un tanto contrario a la esencia del reporto, su intención es admitir esa posibilidad, en caso de que así se presente.

De la misma manera, el Artículo 263 prevé que cuando durante el término del reporto deba ser saldada alguna exhibición sobre los títulos, el reportado deberá proporcionar al reportador los fondos necesarios dos días antes, por lo menos de la fecha en que la exhibición haya de ser pagada. En caso de que el reportado no cumpla con esta obligación, el reportador puede proceder desde luego a liquidar el reporto.

V.3 PLAZO DEL REPORTE.

De acuerdo a lo establecido en el Artículo 265 de la misma Ley de Títulos y Operaciones de Crédito, en ningún caso el reporte se extenderá a más de 45 días. Sin embargo, podrá ser prorrogado una o más veces, bastando al efecto la simple mención de - "prorrogado" en el contrato y suscrita por las partes.

V.4 CIRCULARES EMITIDAS POR LA COMISION NACIONAL DE VALORES QUE REGULAN EL REPORTE DE PAPEL COMERCIAL.

Mediante la circular 10-45 del 23 de septiembre de 1981, emitida por la Comisión Nacional de Valores, se dió a conocer a los agentes de valores la circular 9/81 del Banco de México.

En esta circular se hacía mención tanto de las disposiciones mencionadas sobre reportos, como las relativas a créditos bancarios para financiar adquisiciones de dichos títulos, las que se ajustan al monto máximo de tales créditos.

Como las disposiciones relativas a los créditos ya fueron expuestas en los capítulos anteriores, me referiré únicamente a aquellas que emanan de la operación de reporte.

Como se mencionó anteriormente, en esta circular 10-45 Bis, en su sexta disposición se aclara:

SEXTA.- Las operaciones de reporte sobre Papel Comercial que

celebren los "agentes" se sujetarán a lo siguiente:

- a) Su monto conjunto sumado al importe de operaciones de reporto sobre Certificados de la Tesorería de la Federación y sobre Aceptaciones Bancarias que celebre el "agente" como reportado no podrá exceder en ningún momento de cien veces el capital pagado y reservas de capital del agente que las lleve a cabo;
- b) Sus plazos mínimo y máximo serán respectivamente, de 3 y 45 días, sin que puedan extenderse más allá de la fecha de vencimiento correspondiente a los títulos reportados;
- c) los agentes actuarán siempre como reportados; y
- d) No podrán liquidarse anticipadamente.

V.5 REGISTRO CONTABLE.

Los asientos contables a que da lugar el reporto, cuando la Institución es la "reportada", lo que significa que es la parte que entrega los títulos de su propiedad a cambio de efectivo, serían los siguientes:

Caja y Bancos	\$100,000
Acreeedores por Reporto	\$100,000

Reporto celebrado con esta fecha, sobre el Papel Comercial de

la Cía. "X" de nuestra propiedad, que fueron entregados al -
"reportador" "Y".

Reportos - Títulos y Divisas a recibir	\$135,000
Papel Comercial	\$135,000

Entrega de los títulos objeto del reporto celebrado con esta
fecha, a su valor en libros.

Las comisiones o premios, se registran en las cuentas de cargos
diferidos o de resultados que correspondan, ya sea que se pa-
guen por anticipado o al vencimiento, según sea el caso.

Cuando la Institución tiene el carácter de "reportador" o sea
el de acreedor, los asientos contables que se producen son los
siguientes:

Deudores por Reporto	\$100,000
Caja y Bancos	\$100,000

Reporto celebrado con esta fecha sobre el Papel Comercial de
la Empresa "X", que nos entrega el reportado "Y".

Papel Comercial	\$135,000
Reportos, Títulos y divisas a entregar -	\$135,000

Títulos que nos entrega el reportador "Y" que se registran a
su valor comercial de la fecha de la operación.

Las comisiones o premios cobrados, se registran en las cuentas de créditos diferidos si son anticipados, o en las de resultados correspondientes, si se cobran al vencimiento.

VI. EL PAPEL COMERCIAL EN E.U.

VI.1 EL MERCADO DE DINERO EN ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA.

Con la finalidad de ubicar el mercado de dinero dentro del contexto teórico de la economía de un país, parece conveniente hacer una breve referencia a la relación que guarda dicho mercado con la estructura y desarrollo de las actividades económicas, que son las que justifican su existencia y determinan en buena medida sus características.

En toda economía hay unidades superavitarias y unidades deficitarias. En las primeras, el ingreso es superior al gasto total (en consumo e inversión); en las segundas, el ingreso resulta temporalmente menor al gasto. Por ejemplo, las unidades económicas del sector servicios tienden con mayor frecuencia a ser superavitarias o por lo menos equilibradas en cuanto a medios de pago, puesto que la recuperación del gasto es casi inmediata -los servicios se pagan generalmente cuando se ejecutan.

En cambio, en la industria pesada se requiere durante períodos prolongados, de saldos monetarios para compensar a los factores de la producción, mientras los bienes o mercancías se pagan.

En la gran mayoría de los casos la ejecución de proyectos de inversión plantea situaciones deficitarias, puesto que es obvio que en un período de tiempo determinado los ingresos

corrientes serán insuficientes para financiar el monto de la inversión.

Esta situación hace necesaria la existencia de un mecanismo que intermedie entre unidades superavitarias y deficitarias en medios de pago.

Esa función la desempeña el sistema financiero, el cual le da fluidez al ciclo producción-distribución-consumo, al hacer - correr en forma paralela una corriente de medios de pago, cuyo objetivo es el de movilizar los recursos disponibles al - lugar y en el tiempo en que la corriente real de la economía lo requiera, contribuyendo en esta forma a agilizar el proceso de producción e intercambio de bienes y servicios y en - consecuencia, la generación y distribución de riqueza.

Dentro de este contexto, el concepto "mercado de dinero" incluye todos los medios empleados para financiar la actividad económica; sin embargo, para distinguirlo del mercado de capital, que es otro componente del sistema financiero, el término mercado de dinero se limita al conjunto de personas físicas y morales que ofrecen y demandan capacidad de pago disponible a corto plazo, así como a instituciones, mecanismos e instrumentos asociados a su demanda.

El propósito principal de todo mercado de dinero es el de auxiliar a las unidades económicas en su esfuerzo por aprovechar al máximo posible sus recursos ociosos, manteniendo al

mismo tiempo la liquidez necesaria que les permita hacer frente a fluctuaciones en su flujo de fondos.

En ocasiones en donde se requiere un apoyo adicional de liquidez, los conceptos de negociabilidad como son la rápida transferibilidad y la liquidez en sí que permiten convertir en efectivo y de inmediato un determinado activo. Por esto es por lo que se hace indispensable la existencia de recursos adicionales de dinero a través de un mercado secundario y de algunos otros elementos de apoyo, que permitan que un determinado instrumento sea elegible para su descuento o compra.

Además de estos factores, los mercados de dinero altamente desarrollados se caracterizan por los siguientes elementos:

1. La capacidad de pago disponible que se ofrece y demanda, se compromete a corto plazo.
2. Los fondos se destinan a financiar capital de trabajo o activo circulante.
3. La relación que se establece entre las partes es de acreedor a deudor y el premio que se paga es la tasa de interés.
4. Se requiere que demandantes y oferentes tengan cierto carácter institucional y amplia solvencia, y que sus operaciones generen necesidades transitorias de tesorería en forma más o menos sistemática.

5. El grado de riesgo de las operaciones es mínimo, tanto por la naturaleza de los demandantes - cuanto por el tipo de instrumentos que utilizan.
6. Es posible predecir y conocer el precio a que se pueden vender estos activos, cuyo rendimiento normalmente es moderado.
7. Las transacciones se realizan sobre bases bastante impersonales, y la mayoría se llevan a cabo fuera de las bolsas organizadas.

Por lo que concierne a la estructura del mercado de dinero, sus principales componentes son los siguientes:

1. Existencia de superávit y déficit de medios de pago, derivados de la naturaleza misma de la actividad económica.
2. Oferta de dinero determinada en el sistema bancario y, en lo individual, por la preferencia derivada de la liquidez y de las tasas de inversión e interés.
3. El mecanismo de mercado -oferta y demanda- rige en términos generales para la formación de las tasas de interés.
4. Existencia de una comunidad con elevada capacidad de ahorro y de un sistema bancario ampliamente desarrollado.

5. Política monetaria flexible en materia de tipos de cambio y libre convertibilidad y transferibilidad de los fondos.
6. Sistema dinámico de agentes o corredores, y varios instrumentos que respondan a las necesidades del mercado.

Las fuentes de fondos del mercado de dinero son:

- las instituciones bancarias,
- los fondos excedentes temporales de las empresas,
- los inversionistas institucionales,
- diversas entidades extranjeras, y
- el banco central como fuente residual.

La demanda es ejercida por el gobierno y sus entidades, a través de emisiones de deuda, cuyos fondos se utilizan para cubrir déficit transitorios o estacionales; por empresas privadas que requieren recursos financieros para capital de trabajo o activo circulante; por las instituciones bancarias que ceden parte de su cartera para obtener liquidez; y por los corredores de bolsa que obtienen préstamos para financiar las operaciones de sus clientes, así como para mantener sus propias tenencias de valores.

Las principales operaciones e instrumentos de un mercado de dinero son:

1. Instrumentos gubernamentales (treasury bills, treasury notes, participation certificates, obligaciones de sus diferentes agencias, etc.).
2. Descuentos con el banco central.
3. Federal Funds.
4. Call Money.
5. Otros préstamos interbancarios o a otros participantes en el mercado.
6. Certificados de depósito negociables.
7. Aceptaciones bancarias.
8. Contratos de recompra.
9. Préstamos a Brokers y Dealers.
10. Papel Comercial.

La mayoría de estos instrumentos tienen un importante mercado secundario, otros son elegibles para descuento o compra por el Federal Reserve, y algunos cuentan con un compromiso de recompra implícito del emisor, lo que les da una gran negociabilidad y liquidez.

A continuación sólo describiré características de algunos de éstos para, posteriormente, profundizar sobre el Papel Comercial en sí.

Los préstamos a Brokers se originan en la necesidad de facilitar a los clientes la compra de acciones con margen y se garantizan con las propias acciones dejadas por el cliente -

con el Broker.

Normalmente son préstamos a la vista o a plazos muy cortos, por lo que los bancos los incluyen dentro de los activos disponibles para cubrir necesidades de liquidez. La tasa, es generalmente la de Call Money y está sujeta a variaciones diarias.

Los préstamos a Dealers, generalmente se garantizan con obligaciones o valores del gobierno, y sirven normalmente para financiar inventarios propios de su actividad.

Los antecedentes del certificado de depósito están relacionados con la elevación de las tasas de interés en los últimos años, lo cual llevó a los directores financieros de las empresas a reanalizar sus necesidades de tesorería y consecuentemente, a reducir sus depósitos a la vista al mínimo necesario para las transacciones y a buscar la mejor manera de colocar sus excedentes transitorios de medios de pago en el mercado de dinero.

Esta situación trajo como consecuencia una disminución en el crecimiento de los depósitos a la vista y por lo tanto, de la capacidad de la banca para satisfacer la demanda creciente de créditos, lo cual motivó a las instituciones a buscar la forma de atraer parte de los fondos de las empresas existentes en el mercado de dinero, mediante la creación de un instrumento que pudiera competir con los ya existentes. Así -

fue como surgió el certificado de depósito negociable, que representa una atractiva opción para las empresas, ya que su vencimiento puede ser ajustado a las necesidades de las mismas; además, tiene un fuerte mercado secundario, por lo que en cualquier momento puede ser convertido en dinero antes de su vencimiento.

El Papel Comercial es el instrumento más antiguo del mercado de dinero en Estados Unidos, y es una de las fuentes más - baratas que existen para la captación de recursos. Se distingue de los certificados de depósito bancarios negociables por tener frecuentemente plazos menores a un mes que son los mínimos para los certificados de depósito.

Por otra parte el Papel Comercial es un poco más caro que - los Treasury Bills, puesto que hay un elemento de mayor riesgo, ya que el emisor no es el Gobierno Federal de Estados Unidos; además tiene una menor liquidez ya que el mercado - secundario no se ha desarrollado tanto como el de los valores gubernamentales, pero ha tenido en general tasas más favorables que las Aceptaciones Bancarias.

Los principales emisores de Papel Comercial son: empresas industriales y de servicios, Holdings bancarias, compañías financieras y arrendadoras.

Actualmente hay más de 800 empresas que colocan Papel Comercial en Estados Unidos. En primera instancia existe un núme-

ro limitado de empresas que generan gran volumen , que tienen su propia capacidad de colocación y que por lo tanto van directamente con el público inversionista.

Aquí se encuentran fundamentalmente General Motors Acceptance Corp., la Ford Motors Finance Corporation y otras de igual tamaño. Estos colocadores directos disponen del 60% del mercado , aunque sóloamente representan el 9% de los emisores.

En cambio, hay alrededor de 750 empresas que no lo colocan directamente, sino a través de intermediarios (Dealers) que son fundamentalmente las casas de inversión (investment banks). Estas firmas utilizan la red de distribución de los bancos de inversión y operan por lo general con emisiones que van desde 20 millones hasta varios cientos de millones de dólares. Las compañías financiadoras colocan el 60% del total, le sigue el papel de origen industrial con el 20% del total en circulación.

Todas las emisoras extranjeras que son aproximadamente 80, utilizan el sistema indirecto. El primero de los emisores no estadounidenses que participó en ese mercado fue el Svenska Handelsbanken en 1978.

Actualmente las emisoras extranjeras de Papel Comercial deben haber captado más de 9,000 millones de dólares. Dichos emisores provienen fundamentalmente de Europa Occidental, Japón, Australia y Nueva Zelanda. Hay entre ellos entidades oficia-

les como Electricité de France y Gaz de France que tienen la garantía de la República Francesa; hay instituciones oficiales de Canadá (Export Development Corporation), de Australia (Australian Resources Development Bank) y de Nueva Zelanda - (Development Finance Corporation). Hay un número importante de bancos extranjeros (Banque Nationale de París, Dresdner Bank, Societé Générale). Hay empresas petroleras (Elf Aquitaine, British Petroleum Petrofina) y hay empresas automotrices (Volvo y Renault entre otras). En todo caso puede decirse que es un club más o menos selecto.

Los bancos norteamericanos en un momento dado comenzaron a emitir Papel Comercial básicamente a través de sus grupos de empresas (Holding Companies) y utilizaron los recursos para apoyar sus operaciones bancarias; sin embargo, pronto la Reserva Federal se dió cuenta del uso de este mecanismo y dictaminó que sería susceptible de que se le aplicara el encaje legal. Los bancos actualmente lo utilizan para apoyar operaciones de arrendamiento financiero (leasing), las tarjetas de crédito y otras actividades.

La aceptación del Papel Comercial de una empresa en el mercado representa una ventaja adicional para el emisor, ya que se convierte en un símbolo de su importancia financiera, y permite que un número amplio de inversionistas institucionales se familiarice con los asuntos de esa empresa.

Entre esos inversionistas se encuentran ~~compañías~~ de seguros, fondos de pensiones, fideicomisos y sociedades de inversión.

Existe un número de aproximadamente 4,000 inversionistas de los que alrededor de 1,500 están disponibles en un momento dado para realizar compras de Papel Comercial. Las empresas de carácter no financiero son el principal comprador ya que lo mismo emiten Papel Comercial que lo compran cuando tienen excedentes de liquidez. Estas representan del 30 al 35% del mercado.

En segundo lugar se encuentran los bancos comerciales, particularmente sus departamentos fiduciarios, con una demanda - del 15 al 20%, las compañías de seguros con un porcentaje semejante, y las siguen los fondos de pensiones o fondos mutuos.

En este mercado tan amplio para el Papel Comercial, el inversionista norteamericano es sumamente conservador y el número de posibles inversionistas para adquirir esta clase de emisiones extranjeras es bastante más limitado de lo que parece, si bien se trata de un mercado en expansión.

Los clientes estadounidenses para el Papel Comercial procedente del extranjero, probablemente no excedan de los 200. Se están interesando en este mercado captadores extranjeros como son los bancos centrales de algunos países.

Normalmente el Papel Comercial se vende con un descuento que refleja su rentabilidad al vencimiento y sin garantía específica. Su duración está limitada por la Security and Exchange Commission a 270 días como máximo, aunque generalmente se sitúa en los rangos de 15 a 45 días. Su mercado es fundamentalmente de mayoreo, las denominaciones no son menores de 100,000 dólares y muchas veces son múltiplos de un millón de dólares. Deben utilizarse para financiar capital de trabajo y no inversiones en activo fijo de largo plazo, a pesar de que esto reconoce una excepción a la cual me referiré posteriormente.

Hay dos clases de Papel Comercial: el que se emite como colocación privada y el emitido a través de Dealers.

Las compañías financieras venden su papel al portador directamente a los inversionistas, en denominaciones que van de 100,000 a un millón de dólares; no tiene mercado secundario, pero la compañía emisora usualmente recompra el papel antes de su vencimiento, a solicitud del tenedor.

Los Dealers suscriben el Papel Comercial de varios cientos de empresas, incluyendo compañías financieras pequeñas. Este papel generalmente se emite a tres meses o sus múltiplos, y hoy en día cuenta con un activo mercado secundario. Los bancos no pueden emitir Papel Comercial; sin embargo, a partir de 1969 las subsidiarias y Holdings bancarias empezaron a

emitirlo, tanto a través de su colocación directa como de -
Dealers.

El mercado del Papel Comercial está limitado a empresas con una alta clasificación de crédito, la cual es otorgada a través de un procedimiento de mercado, por Moody's y Standard and Poor. Además, una buena parte de las emisiones, especialmente las primeras de una empresa, tienen alguna forma de garantía bancaria.

Todo esto hizo que el récord del Papel Comercial fuera excelente hasta la quiebra del Penn Central, que afectó este mercado con 82 millones de dólares. Sin embargo, ya se ha recuperado y en los últimos años aumentó en forma dinámica su participación en el mercado de dinero a causa, entre otros aspectos, de su costo relativamente más bajo que el de otros instrumentos.

VI.2 CONDICIONES PARA LA EMISION DE PAPEL COMERCIAL EN E.U.

A continuación explicaré los pasos a seguir para realizar una emisión de Papel Comercial.

- Selección de un intermediario o casa de inversión -

El primer paso, que es primordial, es la selección de la casa de inversión adecuada para asesorar al emisor potencial.

Si hicieramos una lista de quién es el que tiene la supremacía en términos de los intermediarios y operadores de Papel Comercial, diríamos que el número uno es la empresa Goldman Sachs, que tiene aproximadamente el 40% del mercado. En segunda instancia se encuentra la casa de A.G. Becker que tiene alrededor del 20% del mercado. Posteriormente hay un grupo de cuatro empresas que tienen cada una participaciones muy similares en el mercado de alrededor de 10%: Lehman, Salomon, First Boston y Merrill Lynch. Cabe la aclaración de que la participación o importancia en el mercado en alguna medida refleja la antigüedad o la presencia histórica en dicho mercado, o sea que primero fue Goldman Sachs, después A.G. Becker y después Lehman.

Una decisión importante a tomar es si el Papel Comercial será manejado por un sólo operador en exclusiva o por dos operadores. Quizá la mayoría ha optado por tener uno solo. Este sistema desde luego es más fácil de funcionar; evita que el mercado juegue entre dos puntos de venta. Otra parte ha optado por las ventajas que pueda tener la asesoría de dos operadores que compiten para dar el mejor servicio al cliente, conforme a ciertas pautas acordadas; ésta fue el caso de Nacional Financiera que optó por seleccionar a los que consideraba ser los números dos y tres en importancia: A.G. Becker y Lehman. Hay algunas instituciones que por principio, como es el caso de Goldman Sachs, sólo operan en exclusividad.

La selección del operador en todo caso tiene que hacerse en base a determinados criterios:

1. Que tengan la red de distribución más amplia.
2. Que dispongan del personal más calificado. Vale la pena aclarar que el personal de ventas debe conocer bien los diversos instrumentos del mercado de dinero por la interrelación que existe entre dichos instrumentos.
3. También debe darse la condición de que el intermediario o casa de inversión comprometa su capital y esté dispuesto a tomar inventarios en momentos en que los montos ofrecidos no sean absorbidos por el mercado.
4. Hay otro elemento de especial importancia para los emisores extranjeros de reciente acceso al mercado, es el que se les diseñe una buena estrategia de mercado, como corresponde al lanzamiento de cualquier nuevo producto. Esta es una diferencia significativa entre lo que puede ser un servicio al emisor extranjero nuevo o a las grandes empresas establecidas en Estados Unidos.
5. El emisor debe asegurarse que la casa de inversión otorgue comisiones atractivas a sus vendedores, para que promuevan adecuadamente la

colocación del Papel Comercial. El operador - es, en última instancia quien estará telefónicamente en contacto con el emisor y negociará la tasa a la cual se va a colocar el papel al vencimiento de la misma y las denominaciones en las cuales se hará la emisión.

- Vehículo de emisión -

Una de las primeras decisiones que deberán tomarse con la ayuda y el asesoramiento de la casa de inversión es el vehículo que se utilizará para tener acceso al mercado de Papel Comercial.

Si se siente que la empresa es capaz de obtener por su prestigio y posición financiera una valuación alta de las agencias calificadoras, que debe ser A-1 ó P-1, o como mínimo A-2 ó P-2 -lo cual ya limita apreciablemente el mercado-, la empresa puede salir por su propio nombre y sin garantías.

Si existieran dudas sobre la posibilidad de obtener esta calificación elevada, entonces la opción que debería de ejercerse es salir al mercado con un programa de garantía.

Aquí existen básicamente dos opciones:

1. La garantía puede operar a través de un banco comercial que otorga una carta de crédito. El banco comercial hace un análisis del cré-

dito y si decide ampararlo, la calificación se otorga básicamente al banco o entidad que garantiza. Sin embargo, este mecanismo implica que el Papel Comercial deberá tener un rendimiento superior a la tasa de interés de los certificados de depósito que otorga el garante y, por lo tanto el costo de este papel estará de 10 a 50 puntos del 1% sobre el Papel Comercial no garantizado.

Es evidente que el banco además puede preferir otorgar simplemente un préstamo.

Hay algunas instituciones que han acudido a este mecanismo, siendo una de éstas Petrobonos de Brasil, que no tiene esa clase de calificación, por lo que acudió a este mecanismo con un programa de garantía de un banco norteamericano.

2. El otro mecanismo que se ha utilizado y que presenta algunas ventajas en el costo, es a través de un programa manejado por la Compañía de Seguros Actna, que garantiza la emisión. Este mecanismo sólo ha sido usado por nueve emisores, incluyendo a uno no americano, la B.M.W. de la República Federal de Alemania.

- Calificación para colocar Papel Comercial -

Existen tres entidades principales que en Estados Unidos otorgan calificación a instituciones emisoras de Papel Comercial: Standard and Poor's, Moody's y Fitch.

Las dos primeras son las más prestigiadas, tienen muchos años de estar operando en el mercado norteamericano; aunque su tarea es casi pública, son de carácter privado y su función fundamental es otorgar con indicador a los inversionistas sobre la solvencia, liquidez y prestigio de la empresa emisora con el fin de salvaguardar los intereses de los inversionistas.

Estas empresas comenzaron a otorgar calificaciones para los emisores de bonos de largo plazo. Posteriormente intervinieron para clasificar a las que emiten Papel Comercial, y a partir de 1981, a las firmas extranjeras que pretenden colocar este papel en Estados Unidos; de la misma manera que ha sido una nueva experiencia calificar a emisores de bonos extranjeros en el mercado neoyorquino.

La empresa Standard and Poor's otorga sus grados en términos de A-1, A-2, A-3, B, C, D, y la empresa Moody's en términos de P-1, P-2, P-3.

El aspecto de la calificación se ha vuelto cada vez más importante desde que se tuvo la muy mala experiencia de que el ferrocarril Penn Central, que tenía un saldo muy alto de Pa-

pel Comercial, se presentó en quiebra. Esto ocasionó primeramente, que los inversionistas estén muy renuentes en aceptar papel que no sea de las más altas calificaciones y, por otra parte, provocó que las agencias clasificadoras revisaran sus procedimientos de evaluación para ser más estrictas.

El principal objetivo de la graduación es determinar la liquidez del prestatario, es decir, si puede con efectivo al vencimiento.

Si bien normalmente se puede renovar (roll over) el Papel Comercial, esto no siempre es cierto, puede ocurrir una situación de escasez de crédito bancario y que se presente la imposibilidad de las colocaciones previstas. Por tanto, es particularmente importante que la empresa emisora cuente con líneas bancarias de apoyo complementario.

Por ello, al darse la calificación se toma en cuenta que tenga fuentes diversificadas de recursos, adecuados flujos de caja, utilidades, coeficientes de liquidez satisfactorios, eficiente administración y una posición sólida en su sector económico.

En el caso de emisores extranjeros, existe gran interés en conocer el marco general del país en que se desenvuelven. Se examina la información estadística publicada, con énfasis en determinar la relativa capacidad para hacer frente a los pagos externos y la flexibilidad para enfrentarse a diferen-

tes situaciones en los mercados financieros internacionales. Es decir, el criterio de liquidez se extiende al flujo de divisas que recibe el país y a su capacidad para disponer de fuentes alternas de financiamiento en diversos mercados y con varios instrumentos de captación.

Nacional Financiera es la primera entidad Latinoamericana de un país no industrializado, en obtener la calificación más alta que se otorga en Estados Unidos, es decir A-1 y P-1.

Esto significa que entre los inversionistas extranjeros Nacional Financiera está acompañada de entidades públicas como Electricité de France que tiene la garantía de la República Francesa; la Export Kingdom Gas Company de Gran Bretaña, también con la garantía de su gobierno; o de bancos de gran importancia internacional como Societé Générale, Banque Nationale de París, de Francia; el Dresdner Bank, de República Federal de Alemania; el AMRO Bank, de Holanda, etc. Esta clasificación, por otra parte, es un reconocimiento al prestigio de México en los mercados internacionales.

- Requisitos jurídicos-

Como en cualquier emisión financiera en el mercado estadounidense, o en cualquier otro mercado, hay que satisfacer exigencias legales. No obstante que los trámites para la emisión de Papel Comercial no son tan complejos como sucede con otras emisiones. Por ejemplo, las emisiones de bonos implican un

complicado proceso de registro con la Securities and Exchange Commission de Estados Unidos y un amplio prospecto con abundancia de información que no se requiere en el caso de Papel Comercial.

Lo fundamental es que para evitar el complicado proceso de registro debe tratarse de papel cuyo plazo no exceda de 270 días; vaya a manos de inversionistas importantes, que sucede automáticamente por sus altas denominaciones; que sea papel de alta calidad, lo que se asegura por la calificación, y que los recursos vayan a ser utilizados en transacciones corrientes (Exención frente al Securities Act de 1933).

Por otra parte, cuando el emisor es una institución financiera, para salvaguardar también los intereses de los inversionistas frente a la experiencia de situaciones excesivamente riesgosas o por fraudes a sociedades de inversión (como sucedió en Estados Unidos en los años treinta), deben indicar que están sujetas a la regulación de las autoridades financieras de sus países de origen y que tienen una situación financiera sólida.

Estos requerimientos de trámite para instituciones prestigeadas se solventan con datos de sus informes anuales, evitando un proceso de trámite laborioso. Ahora bien, la propia legislación norteamericana da una salida que es particularmente interesante estudiar. Es posible hacer una colocación -

privada (private placement) de Papel Comercial con una lista limitada de inversionistas institucionales destacados. Bajo estas circunstancias es posible hacer emisiones de más de 270 días, de dos a cinco años, las que sí pueden usarse para financiar activos fijos.

Anteriormente hice mención de que un aspecto crucial en la operatividad del Papel Comercial, es que la empresa siempre - tenga liquidez en el momento del vencimiento de los pagarés. Lo normal es que la empresa contrate líneas de crédito de apoyo (back up lines) hasta por el 100% del monto del programa. Si la entidad es una institución financiera, dicho soporte - puede ser mucho menor. Estas son por lo general líneas generales de apoyo, pero el grado de compromiso para tenerlas depende de la naturaleza de la empresa.

Puede ser aconsejable tener un compromiso de apoyo bancario (committed swing line), lo que significa disponer de auxilio temporal de liquidez por pocos días, mientras se renueva el papel o se busca un apoyo más adecuado.

Por otra parte, tiene que contratarse un banco, agente emisor y pagador, que es el que entrega el Papel Comercial al intermediario, recibe el dinero y lo acredita a la cuenta del emisor, y debe transmitir el dinero para redimir el pagaré al - vencimiento.

Este banco agente generalmente es uno de los grandes bancos neoyorquinos. Puede además ser operativamente aconsejable - que el banco agente sea el que otorgue el compromiso de apoyo bancario (swing line).

La Ley Glass-Steagall Act de 1934 prohibió a los bancos comerciales suscribir valores, el Papel Comercial se encontraba - considerado entre ellos. Sin embargo, en 1979 el Federal - Reserve Board de Nueva York dictaminó que el Papel Comercial no debía incluirse en la definición de valores de dicha Ley. Existe en consecuencia, la interrogante de si los bancos comerciales norteamericanos podrán operar y colocar programas de Papel Comercial, quitándole el negocio a las casas de inversión.

VI.3 COLOCACIONES DE PAPEL COMERCIAL MEXICANO EN E.U.

Por primera vez un organismo de país en desarrollo tiene acceso al mercado de Estados Unidos para captar dinero a corto plazo a tasas de interés atractivas y en igualdad de condiciones a las que obtienen instituciones semejantes de naciones - industrializadas. Esto lo logró Nacional Financiera mediante la colocación en ese mercado de Papel Comercial, gracias al prestigio y a su solidez económica al obtener la calificación de primera clase.

El Director General de Nacional Financiera, Jorge Espinosa de los Reyes, dió a conocer en Nueva York que NAFINSA iniciaría un programa de emisión de Papel Comercial en el mercado de Estados Unidos.

El anuncio fué hecho el 1° de abril de 1981, en ocasión de la firma de los documentos para formalizar el programa, ante la presencia del Secretario de Hacienda y Crédito Público, David Ibarra Muñoz, del Director General del Banco de México, Gustavo Romero Kolvek, y de diversas personalidades del medio financiero mexicano e internacional.

El apoyo que brindaron los licenciados David Ibarra Muñoz y Gustavo Romero Kolvek a Nacional Financiera fué decisivo para llevar a cabo este primer programa de Papel Comercial.

Nacional Financiera es la primera institución perteneciente a un país de insuficiente evolución económica que penetra en un mercado tan complejo, con una calificación de primera clase. En efecto, las agencias calificadoras de mayor prestigio en el mercado, como ya mencioné anteriormente, Standard and Poor's Corp. y Moody's Investors Service Inc., le otorgaron unánimemente la máxima calificación (A-1 y P-1).

Esta calificación es muy significativa porque permitirá que la emisión mexicana coexista en el mercado con el Papel Comercial de instituciones norteamericanas de gran prestigio, así como de emisores extranjeros pertenecientes a países que

gozan de alta reputación crediticia internacional, tales como la República Federal de Alemania, Francia, Suiza, Australia, Nueva Zelanda y Canadá, entre otros. Instituciones de primera línea como Electricité de France, Australian Resources Development Bank, Banque Nationale de Paris, Dresdner Bank, Societé Générale y Swiss Bank, Corp., han acudido recientemente a este mercado, en el cual han obtenido también una calificación de primera clase.

Aunque el Papel Comercial es un instrumento del mercado monetario que se utiliza para obtener financiamientos a corto plazo por periodos que pueden llegar hasta 270 días, los que predominan son los de 45 días.

Durante la ceremonia de firma, el licenciado Espinosa de los Reyes explicó que la emisión podría alcanzar en una primera etapa un monto de 200 millones de dólares, que se irían colocando paulatinamente conforme el mercado las fuese absorbiendo, y las necesidades de recursos a corto plazo de Nacional Financiera lo requirieran.

A.G. Becker y Lehman Brothers fueron las dos casas de inversión, elegidas para colocar el Papel Comercial de Nacional Financiera; utilizando para ello sus amplios canales de distribución en los principales centros financieros de Estados Unidos, donde cuentan con sucursales. El Chemical Bank fue seleccionado para la administración de dicho papel.

Según pláticas con el Tesorero General de NAFINSA, Sr. C.P. Luis Contreras Aguirre, en junio de 1982, me informó que para agosto de 1981, ya se habían colocado estos 200 millones de dólares y para octubre se llegaron a colocar emisiones de 300 millones de dólares, que son los que se han mantenido hasta estas fechas.

Los vencimientos del papel que han colocado, se encuentran al rededor de los 30 y 41 días, teniendo una tasa de descuento muy por abajo de la tasa Libor a 3 meses.

En un principio, las empresas que se interesaron en el Papel Comercial mexicano fueron únicamente bancos, pero posteriormente, la confianza del público inversionista fue captada, - logrando así, tener una captación más diversa y bastante amplia.

Otras empresas que también lograron hacer colocaciones de Papel Comercial en este mercado de dinero norteamericano que es tan selecto, fueron:

1. Tubos de Acero de México, S.A., que hizo una emisión de 50 millones de dólares, el 19 de enero de 1982, siendo asesorada por Inversiones Bursátiles Somex.
2. Pliana, S.A. que hizo una emisión de 30 millones de dólares en julio de 1982.

Todo esto muestra que si bien somos un país con limitaciones financieras y un mercado de dinero menos desarrollado y versátil que el norteamericano, no obstante a ello, tenemos empresas y elementos suficientes para llegar a introducirnos y competir en él no en igual número, pero si en calidad.

VII. COLOCACIONES DE PAPEL COMERCIAL

VII.1 COLOCACIONES DE PAPEL COMERCIAL.

No obstante que el número de empresas emisoras en un principio se incrementó rápidamente, posteriormente llegó a un punto en que permaneció estable con pequeños cambios no trascendentes.

Ahora bien, como se ha mencionado en capítulos anteriores, lo que si ha tenido una escalada continua más no acompasada, debido a ligeros descensos en ciertos períodos (1er. semestre 1983), ha sido el monto autorizado en Papel Comercial.

El panorama económico y financiero que se presenta en nuestro país, ha contribuido en gran parte a la inestabilidad en la estructura financiera de las empresas, hecho que repercute directamente en el Mercado de Valores.

Para 1982 de 16 empresas emisoras, se llegó a 50 y de 1,500 millones de pesos a 15,990 millones de monto autorizado.

Durante el primer semestre de 1983, el monto máximo autorizado a las empresas para mantener en circulación, disminuyó con relación al mismo período de 1982 en 1,350 millones de pesos.

Lo anterior se dió como consecuencia de que durante este primer semestre no se dió ninguna nueva inscripción, debido a que el Mercado de Valores no requiere de un alto número de emisoras, sino de empresas que presenten solidez y ofrezcan confianza sobre su situación financiera.

por otra parte en este mismo período, 5 emisoras no renovaron su inscripción de Papel Comercial, siendo éstas: Valores Industriales, S.A., por la poco favorable situación financiera en que se encuentra; Tubacero, S.A. y Hulera el Centenario, S.A., por no haberla requerido y París Londres, S.A. y Super Diesel, S.A., que a fines de dicho período se encontraban tramitando su renovación.

No obstante la disminución del monto autorizado para circular, se observa un importante incremento en el monto emitido o colocado durante el período enero-junio de 1983, con respecto al mismo período de 1982, en por ciento hablamos de un incremento del 43.67%, reflejándose así la importancia que ha adquirido para las empresas este medio de financiamiento. Asimismo, durante este primer semestre, se observó una mayor operatividad y participación del Papel Comercial en el Mercado de Valores, siendo el importe operado 318,537.3 millones de pesos, lo que significó un incremento del 86.71% con respecto al operado de enero a junio de 1982, colocándose de esta manera, al 30 de junio de 1983 en segundo término en función a la operatividad en Bolsa, siendo únicamente superado por los CETES.

Esto nos permite ver que en un período menor a los 3 años de estarse operando con este instrumento, se han logrado el auge y la aceptación que se habían deseado en un principio para el Papel Comercial.

A continuación presento un detalle sobre las empresas emisoras durante el año de 1982 y 1er. semestre de 1983, con sus montos autorizados, colocados, tasas de descuento y rendimiento y agentes colocadores.

De la misma manera, se muestran gráficamente los montos autorizados y emitidos de Papel Comercial comparativamente por los períodos de enero a junio de 1981, 1982 y 1983 (junto con el de octubre a diciembre de 1980).

PAPEL COMERCIAL 1982

(Miles de pesos.)

E M I S O R A	C.N.V. Fecha	Monto Autorizado	Monto en Circulación	Monto Faltante	Monto Amortizado	Tasa de Descuento			Tasa de Rendimiento			Otras Plazo				Total Emisiones	Total Amortizadas	Circulación	Principal Agente Financiero	
						Mínima	Máxima	Precedida	Mínima	Máxima	Precedida	15-30	31-45	46-60	61-75					76-91
Fondidora de Aceros Irapuato, S.A.	28-oct.-82	\$ 150 000	\$ 100 000	\$ 1 300 000	\$ 1 200 000	34.97%	54.88%	47.17%	37.13%	59.81%	49.22%	9	5	2	-	16	15	1	Probusa, S.A. de C.V.	
Alcan Aluminio, S.A. de C.V.	18-nov.-82	\$ 200 000	\$ 200 000	\$ 1 850 000	\$ 1 850 000	33.80%	55.33%	46.06%	34.78%	58.00%	48.10%	5	3	-	1	9	9	-	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
Aurraré, S.A. de C.V.	20-may.-82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 1 500 000	\$ 1 500 000	52.50%	53.72%	53.17%	54.50%	56.50%	55.33%	1	2	-	-	3	3	-	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
Bicicletas de México, S.A.	13-jul.-82	\$ 150 000	\$ 150 000	\$ 795 000	\$ 795 000	34.27%	57.37%	44.76%	35.80%	61.49%	48.76%	7	8	3	-	18	18	4	Acciones Bursátiles Sonex, S.A.	
Grupo Industrial Bimbo, S.A.	21-may.-82	\$ 200 000	\$ 200 000	\$ 450 000	\$ 450 000	42.50%	54.96%	51.33%	44.00%	57.50%	53.80%	5	-	-	-	5	5	-	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
Química Borden, S.A. de C.V.	14-abr.-82	\$ 50 000	\$ 50 000	\$ 350 000	\$ 300 000	43.54%	59.15%	51.84%	46.90%	62.00%	54.67%	4	1	2	-	7	6	1	Operadora de Bolsa, S.A.	
Grupo Industrial Camesa, S.A.	22-oct.-82	\$ 100 000	\$ 30 000	\$ 870 000	\$ 840 000	33.07%	60.31%	45.90%	34.01%	63.50%	47.92%	8	4	-	-	12	11	1	Casa de Bolsa Madero, S.A.	
Industrias CH, S.A.	23-nov.-82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 3 500 000	\$ 3 000 000	34.47%	58.02%	48.40%	36.86%	59.03%	50.45%	13	7	2	-	23	21	2	Acciones Bursátiles Sonex, S.A.	
Celanese Mexicana, S.A.	22-oct.-82	\$ 500 000	\$ 1 000 000	\$ 1 000 000	\$ 1 000 000	33.78%	53.58%	40.56%	36.93%	56.00%	43.51%	1	-	-	2	3	3	-	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
Cervacería Moctezuma, S.A.	23-nov.-82	\$ 200 000	\$ 200 000	\$ 1 600 000	\$ 1 400 000	33.56%	55.73%	42.07%	35.55%	57.02%	49.63%	4	3	1	1	9	8	1	Acciones Bursátiles Sonex, S.A.	
Cigarros la Tabacalera Mexicana, S.A. de C.V.	22-sep.-82	\$ 500 000	\$ 250 000	\$ 4 600 000	\$ 4 350 000	35.60%	56.21%	48.95%	37.81%	58.78%	51.07%	15	7	2	3	27	26	1	Acciones Bursátiles Sonex, S.A.	
Grupo Condumex, S.A. de C.V.	26-oct.-82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 4 175 000	\$ 3 675 000	34.22%	57.89%	47.87%	35.78%	62.19%	50.11%	13	6	4	-	23	22	1	Probusa, S.A. de C.V.	
Cfa. Industrial de San Cristobal, S.A.	18-nov.-82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 3 800 000	\$ 3 300 000	34.67%	57.11%	47.68%	37.40%	58.50%	50.07%	5	3	-	1	9	7	2	Casa de Bolsa Madero, S.A.	
Cidas, S.A.	16-nov.-82	\$ 300 000	\$ 300 000	\$ 1 980 000	\$ 1 880 000	34.88%	58.50%	49.31%	38.25%	61.50%	51.43%	14	4	1	-	20	17	3	Casa de Bolsa Madero, S.A.	
Eaton Manufacturera, S.A.	31-mar.-82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 4 200 000	\$ 3 700 000	32.94%	58.51%	45.86%	35.04%	59.50%	48.14%	11	11	1	1	26	22	4	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
EPH, S.A. de C.V.	25-oct.-82	\$ 200 000	\$ 200 000	\$ 1 200 000	\$ 1 000 000	33.89%	56.98%	47.55%	37.01%	62.53%	51.10%	-	3	1	-	2	6	5	Operadora de Bolsa, S.A.	
Cfa. Hulera Euzkadi, S.A.	18-nov.-82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 1 200 000	\$ 1 200 000	34.29%	57.45%	46.95%	37.54%	62.00%	50.32%	2	-	2	-	2	6	-	Casa de Bolsa Madero, S.A.	
Holding Flasa, S.A. de C.V.	25-oct.-82	\$ 300 000	\$ 258 000	\$ 1 708 000	\$ 1 450 000	36.77%	57.23%	49.01%	38.50%	59.87%	51.29%	7	7	1	-	15	13	2	Operadora de Bolsa, S.A.	
Grupo Industrial Sallitio, S.A.	18-nov.-82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 2 250 000	\$ 1 750 000	32.85%	54.50%	46.01%	35.75%	59.48%	49.26%	4	3	1	-	12	11	1	Casa de Bolsa Madero, S.A.	
Química Hooker, S.A.	14-abr.-82	\$ 200 000	\$ 200 000	\$ 1 080 000	\$ 850 000	44.41%	55.78%	50.90%	46.00%	59.50%	53.08%	5	2	-	-	7	6	1	Operadora de Bolsa, S.A.	
Hulera El Centenario, S.A.	19-feb.-82	\$ 300 000	\$ 250 000	\$ 3 675 000	\$ 2 825 000	35.20%	55.11%	47.22%	36.26%	57.01%	49.02%	9	2	-	-	11	10	1	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
Industrias H-24, S.A.	24-jun.-82	\$ 40 000	\$ 40 000	\$ 400 000	\$ 360 000	37.26%	57.26%	48.51%	39.80%	59.24%	50.62%	6	2	-	-	2	10	9	1	Operadora de Bolsa, S.A.
Industrias Resistol, S.A.	22-nov.-82	\$ 500 000	\$ 1 600 000	\$ 1 500 000	\$ 1 500 000	34.08%	57.14%	44.53%	36.50%	60.00%	46.75%	5	3	2	-	11	11	1	Casa de Bolsa Carlos Trouzet, S.A.	
Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.	28-may.-82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 4 000 000	\$ 3 500 000	38.29%	53.42%	48.50%	39.02%	56.00%	50.73%	6	1	-	1	8	7	1	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
El Puerto de Liverpool, S.A.	16-feb.-82	\$ 500 000	\$ 300 000	\$ 4 450 000	\$ 4 150 000	32.97%	58.50%	46.56%	33.90%	61.50%	48.55%	14	10	2	-	26	25	1	Casa de Bolsa Madero, S.A.	

EMISORA	C.R.V. Fecha	Monto Autorizado	Monto en Circulación	Monto Emtido	Monto Aportizado	Tasa de Descuento			Tasa de Rendimiento			Otras Plazo				Total Emisiones	Total Aportizadas	Circulación	Principal Agente Financiero	
						México	México	Precedido	México	México	Precedido	15-30	31-45	46-60	61-75					76-91
26.- Fca. de Papel Loreto y Paha Pobre, S.A.	30-jun.82	\$ 100 000		\$ 350 000	\$ 350 000	32.68%	58.41%	46.75%	35.59%	61.50%	49.33%	3	2	-	-	2	7	7	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
27.- Industrias Luisin, S.A.	22-ene.82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 3 000 000	\$ 2 500 000	34.28%	54.42%	46.21%	37.53%	57.01%	48.94%	7	5	-	-	12	11	1	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
28.- Industrias Marín, S.A.	30-nov.82	\$ 100 000	\$ 100 000	\$ 1 200 000	\$ 1 100 000	34.00%	55.16%	44.97%	35.09%	58.00%	46.85%	4	2	1	-	2	9	9	Operadora de Bolsa, S.A.	
29.- Morosa, S.A.	24-jun.82	\$ 300 000		\$ 2 100 000	\$ 2 100 000	33.95%	57.21%	47.58%	37.14%	60.00%	50.13%	7	8	-	-	2	19	17	Operadora de Bolsa, S.A.	
30.- Industrias Nacobre, S.A. de C.V.	24-jun.82	\$ 500 000	\$ 440 000	\$ 4 140 000	\$ 3 700 000	33.49%	60.42%	48.85%	36.55%	65.00%	51.50%	10	4	-	-	3	17	16	Comerces Casa de Bolsa, S.A.	
31.- Nalgroex, S.A. de C.V.	23-nov.82	\$ 100 000	\$ 100 000	\$ 900 000	\$ 800 000	34.45%	56.80%	49.15%	37.75%	56.76%	51.46%	11	5	3	1	-	20	19	Prubursa, S.A. de C.V.	
32.- Negroex, S.A. de C.V.	26-oct.82	\$ 250 000	\$ 180 000	\$ 2 085 000	\$ 1 905 000	34.45%	58.01%	48.07%	36.46%	60.04%	47.89%	3	4	-	2	-	9	7	Casa de Bolsa Cremit, S.A.	
33.- El Palacio de Hierro, S.A.	20-mar.82	\$ 200 000	\$ 200 000	\$ 900 000	\$ 700 000	44.00%	59.51%	53.94%	45.67%	59.50%	53.38%	1	5	2	-	-	8	8	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
34.- Pueta Londres, S.A.	18-jun.82	\$ 200 000		\$ 900 000	\$ 800 000	33.32%	54.42%	39.55%	34.77%	57.10%	41.30%	1	1	-	-	1	3	3	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
35.- Quílica Perwallt, S.A.	16-jun.82	\$ 100 000		\$ 300 000	\$ 300 000	33.78%	54.72%	47.56%	36.83%	57.06%	50.36%	14	8	1	-	5	28	25	Operadora de Bolsa, S.A.	
36.- Grupo Pliana, S.A.	26-oct.82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 4 500 000	\$ 4 000 000	33.63%	60.54%	46.16%	35.75%	65.50%	46.67%	1	1	-	-	-	2	1	Comerces Casa de Bolsa, S.A.	
37.- Ponderosa Industrial, S.A.	24-mar.82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 520 000	\$ 20 000	46.53%	55.20%	50.90%	49.00%	56.50%	52.75%	1	-	-	-	-	1	1	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.	
38.- Industrias Purina, S.A. de C.V.	20-mar.82	\$ 400 000		\$ 100 000	\$ 100 000	53.50%	53.50%	53.50%	56.00%	56.00%	56.00%	-	1	-	-	1	2	2	Casa de Bolsa Madero, S.A.	
39.- Sunborn Hermanos, S.A.	26-nov.82	\$ 200 000		\$ 150 000	\$ 150 000	34.17%	35.10%	34.66%	36.25%	38.39%	37.35%	5	5	3	-	-	13	13	Prubursa, S.A. de C.V.	
40.- Sociedad Electroeléctrica, S. A.	18-feb.82	\$ 100 000		\$ 620 000	\$ 620 000	35.53%	57.39%	48.80%	37.28%	63.02%	51.34%	16	6	4	-	-	26	26	Prubursa, S.A. de C.V.	
41.- Grupo Sídes, S.A.	25-nov.82	\$ 400 000		\$ 2 950 000	\$ 2 950 000	34.63%	57.00%	47.22%	36.75%	59.64%	49.07%	6	4	2	-	1	13	12	Operadora de Bolsa, S.A.	
42.- Industrias Spkro, S.A. de C.V.	24-jun.82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 3 200 000	\$ 4 700 000	34.77%	55.89%	47.66%	36.35%	59.00%	49.95%	3	5	-	-	-	8	7	Acciones y Aseoría Burditt, S.A.	
43.- Super Diesel, S.A.	02-jun.82	\$ 50 000	\$ 20 000	\$ 160 000	\$ 140 000	41.26%	57.84%	47.38%	37.64%	61.90%	49.62%	1	-	-	1	3	5	4	Operadora de Bolsa, S.A.	
44.- Tubos de Acero de México, S.A.	14-nov.82	\$ 500 000	\$ 500 000	\$ 2 500 000	\$ 2 000 000	35.25%	60.37%	49.30%	38.70%	66.25%	54.98%	10	2	-	-	-	12	11	Operadora de Bolsa, S.A.	
45.- IF de México, S.A.	16-nov.82	\$ 200 000	\$ 200 000	\$ 1 250 000	\$ 1 050 000	43.85%	57.21%	52.87%	45.00%	59.87%	55.13%	2	3	2	1	1	9	9	Acciones Burditt, S.A.	
46.- Transmisiones y Equipos Mecánicos, S.A.	21-mar.82	\$ 500 000		\$ 1 300 000	\$ 1 300 000	34.45%	58.47%	42.64%	36.55%	61.99%	45.23%	1	3	-	-	-	4	4	Acciones Burditt, S.A.	
47.- Tubacero, S.A.	27-abr.82	\$ 300 000		\$ 1 200 000	\$ 1 200 000	46.51%	56.30%	52.96%	48.55%	59.17%	55.62%	15	3	3	-	4	25	23	Comerces Casa de Bolsa, S.A.	
48.- Empresas Villarréal, S.A.	06-oct.82	\$ 400 000	\$ 400 000	\$ 4 025 000	\$ 3 625 000	34.04%	56.91%	46.88%	37.24%	59.50%	49.01%	14	11	3	-	-	28	26	2	Casa de Bolsa Madero, S.A.
49.- Valeros Industriales, S.A.	17-feb.82	\$ 500 000	\$ 100 000	\$ 1 150 000	\$ 3 050 000	33.53%	60.31%	45.84%	34.30%	63.50%	43.24%	1	1	-	-	1	3	3	Casa de Bolsa Rempol, S.A.	
50.- Vitro, S.A. (*)	10-dic.81	\$ 200 000		\$ 600 000	\$ 600 000	34.79%	56.69%	48.42%	38.14%	58.50%	51.46%	312	190	54	9	48	613	566	47	

(*) \$15 990 000 \$9 418 000 \$96 723 000 \$87 305 000

(*) Esta cifra se ve afectada por las emisiones que no renovaron su inscripción, disminuyendo a \$ 15 790 000 000.00

(*) Emisora que no Renovó.

EMISORA	Fecha	Monto Autorizado	Monto Emitido	Monto Amortizado	Monto en Circulación	EMISIONES			Tasa de Descuento			Tasa de Rendimiento			Días Plazo					Principal Agente Financiero
						Total	Total	Total	Mínima	Máxima	Promedio	Mínima	Máxima	Promedio	15-30	31-45	46-60	61-75	76-91	
						Emitidas	Amortizaciones	Circulación												
25.- Industrias CH, S.A.	23-nov-82	\$ 500 000	\$ 3 000 000	\$ 2 500 000	\$ 500 000	12	10	2	55.47%	62.50%	59.50%	57.97%	65.69%	62.54%	11	1	-	-	-	Acciones Bursátiles Sonex, S.A.
26.- Industrias H-24, S.A. de C.V.	24-jun-82	\$ 40 000	\$ 160 000	\$ 120 000	\$ 40 000	4	3	1	59.38%	62.97%	60.81%	62.25%	66.21%	64.46%	3	-	1	-	-	Operadora de Bolsa, S.A.
27.- Industrias Luisfari, S.A.	17-feb-83	\$ 500 000	\$ 3 000 000	\$ 2 500 000	\$ 500 000	7	6	1	56.23%	66.55%	57.98%	56.00%	64.00%	60.71%	4	3	-	-	-	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.
28.- Industrias Marfín, S.A.	30-nov-82	\$ 100 000	\$ 500 000	\$ 400 000	\$ 100 000	5	4	1	59.38%	61.58%	60.45%	63.00%	65.83%	64.24%	1	4	-	-	-	Operadora de Bolsa, S.A.
29.- Industrias Macobrex, S.A. de C.V.	24-jun-82	\$ 500 000	\$ 2 030 000	\$ 2 030 000	-	15	15	-	58.25%	63.85%	62.51%	61.75%	65.75%	64.79%	13	2	-	-	-	Operadora de Bolsa, S.A.
30.- Industrias Megronex, S.A. de C.V.	26-sep-82	\$ 250 000	\$ 1 060 000	\$ 990 000	\$ 70 000	8	7	1	57.66%	61.84%	59.66%	60.37%	65.08%	62.61%	8	-	-	-	-	Probusa, S.A. de C.V.
31.- Industrias Purina, S.A. de C.V.	24-jun-83	\$ 400 000	\$ 800 000	\$ 800 000	-	4	4	-	58.95%	61.11%	60.08%	62.00%	64.50%	63.25%	3	1	-	-	-	Probusa, S.A. de C.V.
32.- Industrias Resistol, S.A.	22-nov-82	\$ 500 000	\$ 1 000 000	\$ 650 000	\$ 350 000	5	3	2	55.50%	59.59%	58.42%	58.00%	63.25%	61.81%	1	4	-	-	-	Suena Centro de Inversiones, S.A. de C.V.
33.- Industrias Synkro, S.A. de C.V.	24-jun-82	\$ 500 000	\$ 2 000 000	\$ 1 500 000	\$ 500 000	4	3	1	59.38%	62.97%	60.81%	62.25%	66.21%	64.46%	3	-	1	-	-	Operadora de Bolsa, S.A.
34.- Kimberly Clark de México, S.A. de C.V.	01-jun-83	\$ 500 000	\$ 2 500 000	\$ 2 000 000	\$ 500 000	5	4	1	56.51%	59.41%	58.46%	59.50%	62.50%	61.25%	3	2	-	-	-	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.
35.- Moresa, S.A.	24-jun-82	\$ 300 000	\$ 200 000	-	\$ 200 000	1	-	1	60.21%	60.21%	60.21%	64.78%	64.78%	64.78%	-	1	-	-	-	Probusa, S.A. de C.V.
36.- Nalcoex, S.A. de C.V.	23-nov-82	\$ 100 000	\$ 600 000	\$ 500 000	\$ 100 000	6	5	1	56.87%	61.42%	59.34%	59.50%	64.50%	62.29%	5	1	-	-	-	Comerex Casa de Bolsa, S.A.
37.- Paris Londres, S.A. (*)	16-jun-82	\$ 200 000	\$ 100 000	\$ 100 000	-	2	2	-	59.50%	60.50%	60.00%	62.39%	64.28%	63.33%	1	1	-	-	-	Técnica Bursátil, S.A.
38.- Ponderosa Industrial, S.A.	14-jun-83	\$ 500 000	\$ 3 400 000	\$ 3 000 000	\$ 400 000	7	6	1	55.50%	61.34%	59.47%	58.00%	64.50%	62.25%	6	1	-	-	-	Comerex Casa de Bolsa, S.A.
39.- Ouféica Borden, S.A. de C.V.	16-may-83	\$ 50 000	\$ 250 000	\$ 200 000	\$ 50 000	5	4	1	59.95%	62.37%	60.84%	63.00%	67.50%	65.64%	1	2	1	1	-	Operadora de Bolsa, S.A.
40.- Ouféica Hooker, S.A.	16-may-83	\$ 200 000	\$ 1 200 000	\$ 1 000 000	\$ 200 000	6	5	1	59.95%	61.58%	60.65%	63.00%	65.50%	64.18%	1	5	-	-	-	Operadora de Bolsa, S.A.
41.- Ouféica Penwalt, S.A.	16-jun-83	\$ 100 000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Casa de Bolsa Banamex, S.A. de C.V.
42.- Sanborn Minos, S.A.	26-nov-82	\$ 200 000	\$ 480 000	\$ 400 000	\$ 80 000	3	2	1	59.47%	60.18%	59.92%	63.25%	65.00%	64.17%	1	2	-	-	-	Casa de Bolsa Madero, S.A.
43.- Sociedad Electronacónica, S.A.	22-sep-83	\$ 100 000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Probusa, S.A. de C.V.
44.- Super Diesel, S.A. (*)	02-jul-82	\$ 50 000	\$ 60 000	\$ 60 000	-	3	-	-	56.90	61.00%	58.97%	59.25%	64.04%	61.80%	3	-	-	-	-	Acciones y Asesoría Bursátil, S.A.
45.- I.F. de México, S.A.	16-nov-82	\$ 200 000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Operadora de Bolsa, S.A.
46.- Transmisiones y Equipos Mecánicos, S.A.	26-may-83	\$ 500 000	\$ 600 000	\$ 600 000	-	5	5	-	57.77%	61.65%	59.68%	60.49%	64.78%	62.61%	5	-	-	-	-	Acciones Bursátiles Sonex, S.A.
47.- Tubacero, S.A. (*)	27-abr-82	\$ 300 000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Operadora de Bolsa, S.A.
48.- Tubos de Acero de México, S.A.	04-nov-82	\$ 500 000	\$ 1 000 000	\$ 500 000	\$ 500 000	2	1	1	59.15%	59.69%	59.52%	60.55%	70.50%	70.07%	-	-	-	-	2	Operadora de Bolsa, S.A.
49.- Valores Industriales, S.A. (*)	17-feb-82	\$ 500 000	\$ 100 000	\$ 100 000	-	2	2	-	56.24%	58.05%	57.14%	59.00%	61.00%	60.00%	2	-	-	-	-	Casa de Bolsa Madero, S.A.
		(*)\$15 790 000	\$50 501 000	\$41 073 000	\$9 428 000	282	217	45							164	84	7	2	5	

(*) Esta cifra se ve afectada por las empresas que no renovaron su inscripción siendo el monto total autorizado al 30 de junio de 1983 de \$ 14'440,000,000.00.

(*) Empresas que no renovaron su inscripción de Papel Comercial.

PAPEL COMERCIAL

<u>C o n c e p t o</u>	<u>1980</u> <u>al 31 de Dic.</u>	<u>1981</u> <u>Ene.-Jun.-</u>	<u>1982</u> <u>Ene.-Jun.-</u>	<u>1983</u> <u>Ene.-Jun.-</u>
Monto Autorizado	\$ 1 500	\$ 2 900	\$ 15 780	\$ 14 440
Monto Emitido	\$ 1 170	\$ 4 575	\$ 35 150	\$ 50 501
Tasa de Rendimiento:				
Mínima	24.37%	28.43%	33.90%	56.00%
Máxima	26.50%	31.27%	61.99%	70.58%
Promedio	25.44%	29.99%	45.15%	63.24%

(Cifras en Millones de Pesos)

MONTO AUTORIZADO

16 000 -	<u>1982</u>	- 16 000
14 000 -	<u>1983</u>	- 14 000
12 000 -		- 12 000
10 000 -		- 10 000
8 000 -		- 8 000
6 000 -		- 6 000
4 000 -		- 4 000
2 000 -	<u>1981</u>	- 2 000

Al 1er. Semestre de cada año

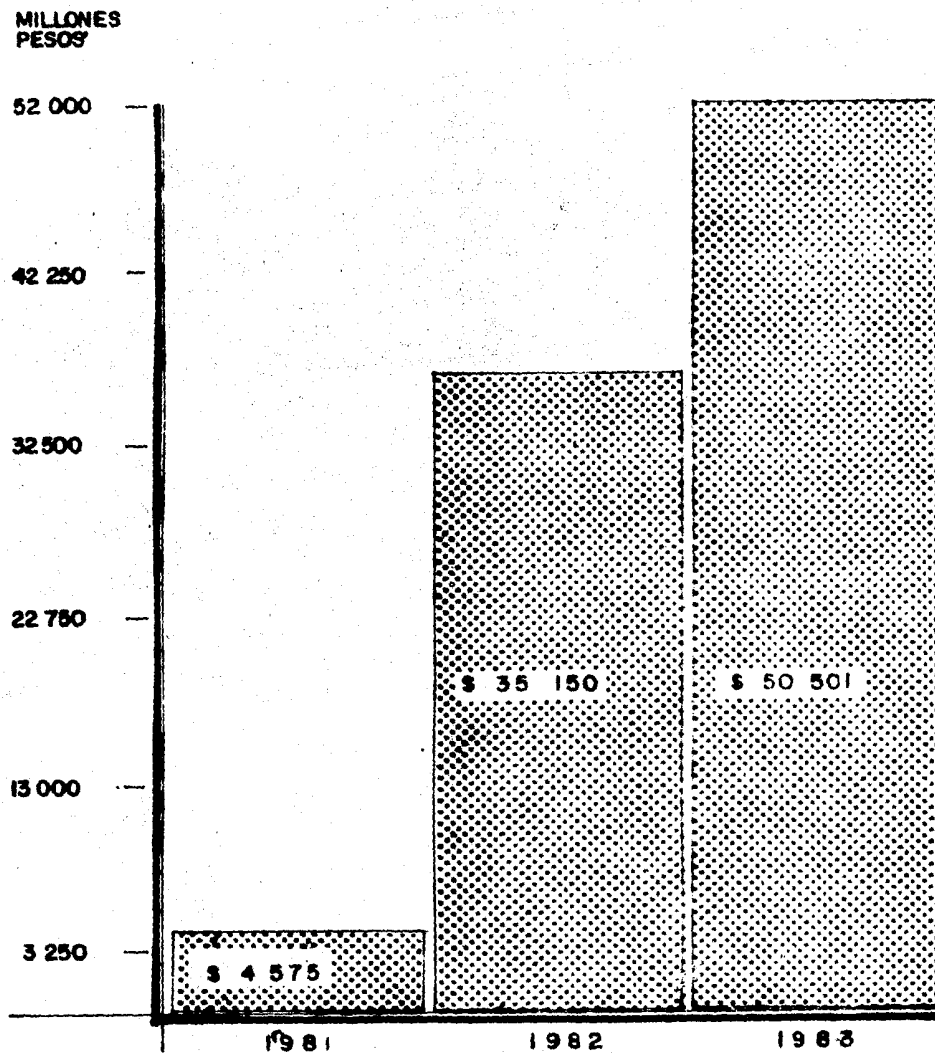
(Cifras en Millones de Pesos)

No obstante la disminución del monto autorizado para circular al 30 de junio de 1983, con respecto al 30 de junio de 1982, el monto emitido de enero a junio del presente año se incrementó notablemente.

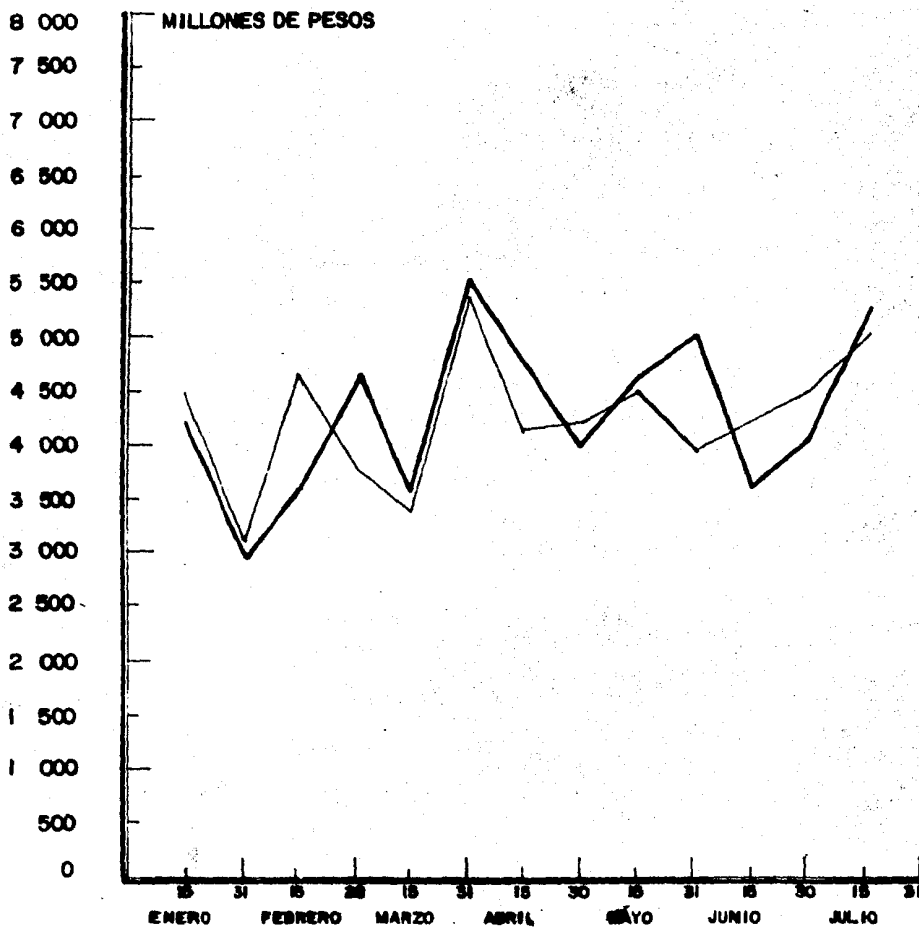
PAPEL COMERCIAL

<u>Concepto</u>	1980 al 31 de Dic.	1981 Ene.-Jun.-	1982 Ene.-Jun.-	1983 Ene.-Jun.-
Monto en Circulación	\$ 1 170	\$ 2 760	\$ 11 575	\$ 9 428
Monto Amortizado	-	\$ 1 815	\$ 23 575	\$ 41 073
Número de Emisoras	16	23	50	44
Número de Emisiones				
Emitidas	19	79	256	262
Número de Emisiones				
en Circulación	19	46	71	45
Número de Emisiones				
Amortizadas	-	33	185	217



(Cifras en Millones de Pesos)



MONTO EMITIDO ACUMULADO DE ENERO A JUNIO POR LOS AÑOS DE 1981, 1982 y 1983.



**MONTOS EMITIDOS Y AMORTIZADOS
DURANTE EL 1er. SEMESTRE DE 1983.**

MONTO AMORTIZADO 
MONTO EMITIDO 

GRAFICA 5

VIII. PERSPECTIVAS DEL PAPEL COMERCIAL

VIII.1 VALORES SUSTITUTOS DEL PAPEL COMERCIAL.

El Papel Comercial ha tenido gran aceptación desde sus inicios de operación. Se podría decir que desde un principio mostró una fuerte escalada, para colocarse rápidamente en un nivel competitivo junto con los otros medios de financiamiento a corto plazo.

Estos instrumentos de captación o valores sustitutos son los CETES y las Aceptaciones Bancarias principalmente.

A continuación daré una breve visión sobre cada uno de dichos instrumentos.

Los CETES fueron introducidos al mercado financiero a partir de enero de 1978, desempeñando una triple función, suavizan las fluctuaciones de los flujos de caja de la Tesorería de la Federación, moderan las fluctuaciones de la liquidez en manos del público y, lo más importante, permiten al Banco de México expandir el mercado financiero no bancario y efectuar operaciones de mercado abierto (OMA).

Durante los años 60 la política monetaria utilizaba el encaje legal principalmente para controlar la oferta monetaria doméstica, instrumento de gran importancia cuando no existían las OMA. También se utilizó para financiar parcialmente el déficit del sector público (DSP).

Sin embargo, en la década de los 70's las presiones de un DSP mayor restaron efectividad al encaje legal en su papel de regulador de la oferta monetaria y se convirtió en una herramienta para aumentar el financiamiento interno del DSP. Los depósitos obligatorios del encaje legal no crecieron en la misma magnitud que el DSP.

Aun cuando el encaje legal tiene un papel muy importante durante el desarrollo de un mercado financiero, es un instrumento que está más limitado que el de las OMA.

Toda la captación de los CETES está a disposición de las autoridades para utilizarlo ya sea en el financiamiento del DSP o como control de la oferta monetaria, mientras que a través del encaje legal, sólo un 40.9% de la captación bancaria en moneda nacional está disponible a las autoridades.

Además como los CETES son instrumentos no bancarios, se tiene un mayor control sobre sus tasas de rendimiento y sobre el monto de las emisiones, que el control que se tiene sobre la captación bancaria.

La amortización del DSP (déficit del sector público) por medio de CETES, tiene sin embargo un costo mayor, ya que los pagos de interés son más altos que los pagos sobre depósitos obligatorios y encaje legal.

Los recursos que se tienen a través de este instrumento no son

suficientes para cubrir las necesidades de financiamiento por lo que los CETES pueden ayudar a resolver parte de este problema.

Si la introducción de los CETES desplaza a otros valores, el tamaño del mercado financiero permanece igual y lo único que sucede es que el público transfiere recursos a las autoridades en lugar de invertirlos en valores bancarios que se canalizan a la inversión privada.

Para expandir el mercado financiero y evitar la reducción del financiamiento al sector privado, es necesario que exista o que se cree un exceso de demanda de valores, pero esto depende del nivel de las tasas de interés y de la elasticidad de la demanda de los mismos.

En México las autoridades fijan las tasas de interés y permiten al mercado determinar la cantidad de dinero.

Para determinar la tasa de rendimiento de los CETES hay que tomar en cuenta las de los valores sustitutos, en este caso los certificados de depósito a plazo de 3 meses.

La diferencia entre el rendimiento de los CETES y los certificados de depósito no viene dada porque uno sea más riesgoso que otro, ni porque tengan diferente plazo de vencimiento.

Los CETES son instrumentos líquidos y tienen un mercado secundario por lo que es de esperarse que bajo condiciones de equi-

librio de mercado, los certificados de depósito tengan una -
tasa de interés mayor que la de los CETES porque es menor su
grado de liquidez, no obstante sucede lo contrario. A partir
de octubre de 1978 se observa que los CETES tienen una mayor
tasa de rendimiento, que se puede explicar por el hecho de que
las autoridades quieren aumentar su participación dentro del
mercado financiero.

No sólo las tasas de rendimiento de los CETES son mayores que
las de los certificados de depósito, sino que también las pri-
meras tienen un retraso en sus cambios respecto a las segundas.

Otro factor en la determinación de la tasa de rendimiento de
los CETES son los rendimientos de las acciones.

Durante 1978 y hasta mayo de 1979 el índice bursátil tuvo un
crecimiento sin precedentes, pero se ha mantenido en un nivel
muy inestable mientras que las tasas de rendimiento de los -
valores se han incrementado.

El índice bursátil influye mínimamente en la determinación de
las tasas de rendimiento de los CETES.

Las tasas de interés en México siguen la misma tendencia que
las de Estados Unidos y de Londres aunque con un pequeño re-
traso ya que las autoridades determinan las tasas de interés
en base a las que prevalecen en el extranjero para mantener
los flujos externos en un nivel que permita el crecimiento de

la economía sin causar demasiadas presiones inflacionarias y sin perjudicar la inversión nacional. De aquí se concluye que los cambios en la tasa de rendimiento de los CETES están determinados por los cambios que se observen en el rendimiento de los instrumentos en el extranjero.

Por último podemos hablar de la forma en que el encaje legal influye en la determinación de las tasas de rendimiento de los CETES.

El Banco de México paga cierto interés por los depósitos obligados que están dados por el costo promedio porcentual (CPP) más un ajuste.

El CPP está dado por los costos de captación, o sea por los intereses pagados en los pasivos bancarios que están determinados por las autoridades y relacionados estrechamente con las tasas activas del mercado financiero. De lo que resulta que las tasas de interés en Estados Unidos determinan en forma directa las de los CETES y de los certificados de depósito y a través de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros las de los depósitos obligatorios en el Banco de México.

Las Aceptaciones Bancarias son letras de cambio emitidas por empresas medianas y pequeñas a su propia orden y aceptadas por bancos múltiples, con base en créditos que éstos conceden a aquéllas.

Las Aceptaciones Bancarias quedan endosadas en blanco en poder de la Institución aceptante (para facilitar la colocación que ésta hace de ellas) y no causan intereses, sino que su rendimiento está dado por su colocación o enajenación a descuento.

Las disposiciones vigentes del Banco de México sobre la materia son:

El pasivo en moneda nacional derivado de aceptaciones domésticas, se considera exceptuado en tanto no exceda del 20% del capital neto del Banco aceptante.

Para su colocación primaria los Bancos interesados abrirían créditos en cuenta corriente a las Casas de Bolsa, para que éstas con cargo a esos recursos estén en condiciones de tomar en firme las aceptaciones emitidas. Con el producto de esa colocación se entregaría a las empresas emisoras de las aceptaciones el importe de los créditos a su favor.

Posteriormente, las Casas de Bolsa procederían a colocar entre el público inversionista las aceptaciones aplicando el producto así obtenido al liquidar el crédito bancario a su cargo.

Las Casas de Bolsa también están autorizadas para destinar los referidos créditos bancarios en cuenta corriente, al financiamiento de las recompras de aceptaciones que efectuaran en el mercado secundario.

Los financiamientos de que se trata, serían concedidos por la Banca con cargo a recursos del "cajón libre".

Asimismo, habría de permitirse a las Casas de Bolsa realizar con sus clientes operaciones de reporto sobre aceptaciones, para que estén en condiciones de ofrecer al inversionista una forma conveniente de inversión de sus recursos con rendimiento cierto y plazos relativamente cortos. En estas operaciones las Casas de Bolsa actuarían exclusivamente como reportadas.

Ante la dificultad material para cotizar simultáneamente todas las emisiones de aceptaciones, se considera que las mismas no podrán operarse a través de la Bolsa, sino fuera de ella.

Para el trámite de las operaciones, el número de aceptantes, la frecuencia de las emisiones, su gran volumen, el elevado número de titulares de las aceptaciones y la multitud de transacciones que habrían de efectuarse en el mercado secundario para que éste sea líquido y eficiente, aconsejan que las aceptaciones no sean manejadas físicamente sino que se mantengan depositadas en las instituciones aceptantes quienes producirían constancias de depósito, que se entregarían al INDEVAL para que éste acredite dichos valores a la cuenta que llevaría a las Casas de Bolsa colocadoras. Los trasposos entre Casas de Bolsa se efectuarían por simples cargos y abonos que el INDEVAL haría a las cuentas de los respectivos cedentes y adquirentes.

Por su parte las Casas de Bolsa llevarían cuentas a sus clien-

tes, a los que se les darían comprobantes de sus tenencias en lugar de las aceptaciones mismas. Los traspasos entre clientes de una misma Casa de Bolsa no darían lugar a movimientos en los cuentas del INDEVAL sino exclusivamente en las de la Casa depositaria de las aceptaciones respectivas.

Para facilitar el traspaso de las aceptaciones, cada Banco aceptante de las mismas les da un número progresivo de identificación.

Se considera adecuado que la fecha valor de las transferencias derivadas de operaciones en el mercado secundario sea el día hábil inmediato siguiente al de la concentración respectiva, de tal manera de dar tiempo suficiente para efectuar la compensación y liquidación de las operaciones.

La compensación de las operaciones diarias la llevaría a cabo el INDEVAL con base en la información que cada Casa de Bolsa cedente y adquirente de aceptaciones entregara diariamente a dicho Instituto indicándole respecto de cada operación, los nombres de las Casas de Bolsa adquirente y cedente, el número de identificación de la aceptación objeto de la transacción y el precio a que se hubiere realizado ésta.

Con estos elementos el INDEVAL procedería a hacer la compensación, enviando el resultado de la misma a la Bolsa, para efectos de que ésta se encargue de hacer la liquidación de efectivo el día hábil inmediato siguiente, contra entrega de los compro

bantes de abono respectivos que al efecto proporcionará el INDEVAL.

Por lo que respecta al régimen fiscal, las transmisiones de aceptaciones efectuadas por personas físicas, quedan sujetas a una retención y entero equivalente al 20% del monto total de la operación. Tal retención debe efectuarla el adquirente.

Al hacer la redención de la aceptación a favor de personas físicas, la Institución de crédito aceptante debe retener el 21% de los rendimientos pagados sin deducción alguna, retención que tiene el carácter de pago definitivo (los residentes en el país pueden optar por la retención del 15% que tiene el carácter de pago provisional).

Las retenciones señaladas no son aplicables para las personas morales, quienes simplemente deben acumular el ingreso obtenido.

En estas condiciones el mercado de Aceptaciones Bancarias resulta poco atractivo para las personas físicas, por lo que se estima que funcionará básicamente entre personas morales.

El impuesto al valor agregado no se causa ni en la enajenación ni en la redención de las aceptaciones.

Para que las Aceptaciones Bancarias puedan ser objeto de intermediación en el mercado y de oferta pública, es menester que se inscriban en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

De conformidad con lo previsto por el artículo 15 de la Ley del Mercado de Valores, se considera que el registro debe hacerse a solicitud del Banco de México indicando el nombre del aceptante y el monto máximo al que podría ascender la circulación de aceptaciones de ese mismo suscriptor.

Este registro se hace una sólo vez por cada aceptante quedando a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros vigilar que no se excedan los montos autorizados. En caso de que se excediera algún monto autorizado, el Banco de México promovería que no se registraran nuevas aceptaciones del banco infractor.

VIII.2 ESTUDIO COMPARATIVO CON OTROS MEDIOS DE FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO.

En el punto anterior he mencionado únicamente a los CETES y las Aceptaciones Bancarias, debido a que son los instrumentos financieros que se encuentran en un nivel competitivo con el Papel Comercial, lo que no quiere decir que no existan otros instrumentos que en determinado momento son preferidos por los inversionistas por encima del Papel Comercial.

Durante el año de 1982 la emisión de CETES superó fuertemente en todos los meses a la de Papel Comercial y Aceptaciones Bancarias, sin causar por ello una baja en la captación de éstos.

Por lo que respecta a las tasas de rendimiento por valor duran

te 1982 el Papel Comercial estuvo por encima de los CETES y las Aceptaciones Bancarias hasta el mes de octubre en que los CETES a 91 días lo superaron.

Durante el primer semestre de 1983, es conveniente mencionar el manejo, que de algunos elementos que intervienen en el Mercado de Dinero, efectúan los CETES, las Aceptaciones Bancarias y el Papel Comercial, ya que se observa que durante este período, las tasas de rendimiento más altas fueron otorgadas por el Papel Comercial, los plazos más cortos fueron ofrecidos por las Aceptaciones Bancarias y el mayor monto emitido se lo adjudicaron los CETES.

Por lo que respecta a las tasas de descuento y rendimiento, manejadas tanto en Papel Comercial como en otros valores, se han elevado, esto como consecuencia lógica del aumento generalizado que durante este primer semestre se registró en las tasas de interés. Dicha tendencia obligó a que disminuyeran los plazos a que son colocadas las emisiones de Papel Comercial, ofreciéndose así, al inversionista, un mejor rendimiento en el corto plazo.

A continuación presento tablas comparativas de estos instrumentos de captación, al igual que gráficas representativas de lo mencionado anteriormente.

CONFORMIMIENTO DE PAPEL COMERCIAL, ACEPTACIONES BANCARIAS

Y CETES DURANTE 1982

(000,000 \$)

M E S	PAPEL COMERCIAL				ACEPTACIONES BANCARIAS				C E T E S			
	Monto Emitido	Promedio Días Plazo	Promedio Desc.	Tasas Rend.	Monto Emitido	Promedio Días Plazo	Promedio Desc.	Tasas Rend.	Monto Emitido	Plazo Días	Promedio Desc.	Tasas Rend.
Enero	3,635.0	61	33.91%	35.98%	666.8	42	34.05%	35.46%	38,700.0	91	31.49%	34.20%
Febrero	5,410.0	58	35.16%	37.27%	969.8	38	34.93%	36.27%	36,500.0	91	33.01%	36.03%
Marzo	4,525.0	47	35.73%	37.48%	994.2	52	35.04%	36.91%	97,500.0	91	32.39%	35.28%
Abril	6,725.0	53	37.43%	39.61%	4,004.8	36	36.97%	38.39%	34,500.0	91	34.40%	37.69%
Mayo	6,490.0	38	47.86%	50.41%	12,425.0	38	44.29%	46.46%	17,000.0	91	38.64%	42.83%
Junio	8,365.0	28	55.21%	57.69%	11,410.6	28	53.37%	55.68%	42,500.0	91	44.88%	50.59%
Julio	9,880.0	31	54.43%	57.11%	13,391.2	32	52.88%	55.05%	88,500.0	91	46.89%	53.07%
Agosto	10,950.0	31	55.62%	58.42%	19,140.3	26	54.12%	56.32%	22,000.0	91	48.95%	55.86%
Septiembre	13,675.0	27	52.50%	54.65%	15,241.0	29	50.04%	52.14%	5,000.0	28	51.20%	53.20%
									128,500.0	91 y	44.82%	50.67%
Octubre	8,345.0	28	44.60%	46.20%	6,248.2	29	39.75%	41.06%	56,000.0	28	35.22%	36.23%
									84,500.0	91 y	38.78%	43.01%
Noviembre	10,745.0	33	45.89%	47.91%	11,680.0	26	40.86%	42.10%	34,500.0	28	37.83%	38.98%
									89,000.0	91 y	45.70%	51.68%
Diciembre	7,978.0	33	52.90%	55.80%	11,703.8	23	49.23%	50.83%	76,000.0	28	47.29%	49.10%
									144,000.0	91 y	50.49%	57.86%
	96,723.0				107,875.7				992,700.0			

Tasa de Rendimiento Máxima durante el año.

VALOR	TASA	IDENTIFICACION
Papel Comercial	68.25%	TINSA 82-003
Aceptaciones Bancarias	57.67%	Banco Latino, S.A.
Cetes 91 días	58.79%	Emisión 50-82/17-III-83
Cetes 28 días	53.32%	Emisión 35-82/30-IX -82

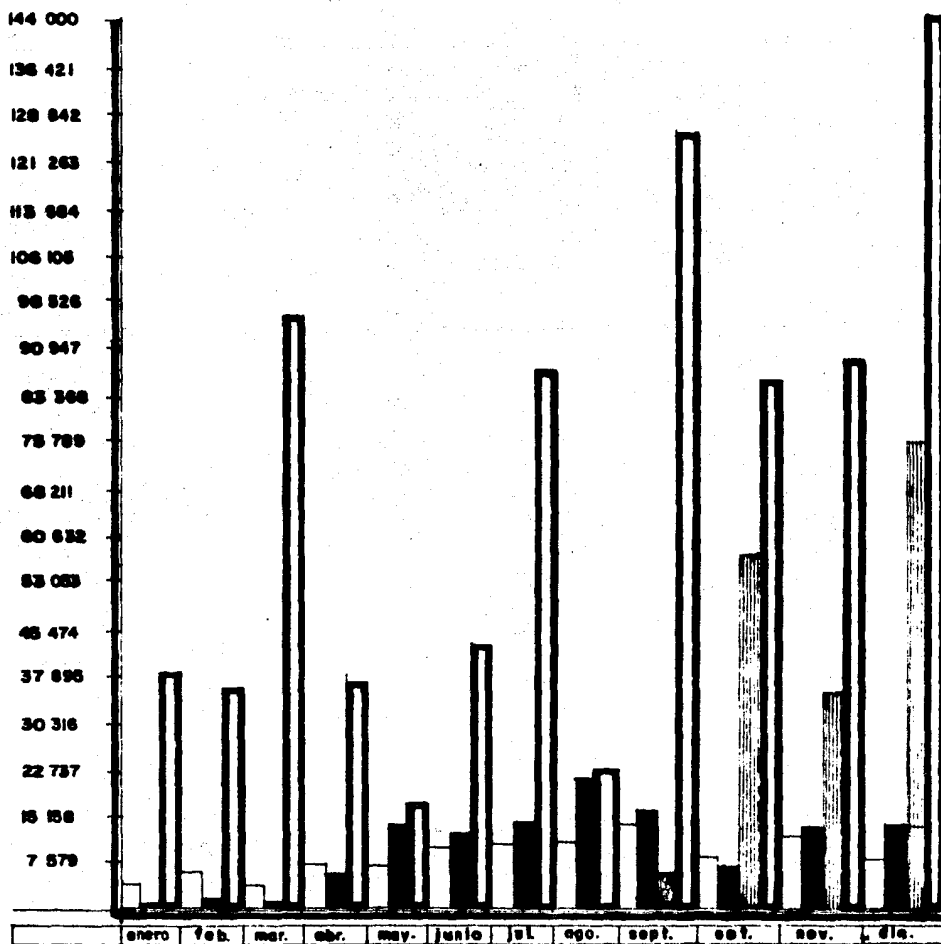
COMPORTAMIENTO DE PAPEL COMERCIAL, ACEPTACIONES BANCARIAS Y CETES EN 1983

(Cifras en Millones de \$)

Mes	PAPEL COMERCIAL				ACEPTACIONES BANCARIAS				CETES			
	Monto Emitido	Promedio Días Plazo	Promedio Desc.	Tasas Rend.	Monto Emitido	Promedio Días Plazo	Promedio Desc.	Tasas Rend.	Monto Emitido	Plazo Días.	Promedio Desc.	Tasas Rend.
Enero	7 138.0	30	57.39%	60.31%	9 690.8	26	54.31%	56.61%	69 000	28	51.69%	53.86%
Febrero	8 288.0	31	58.45%	61.54%	7 493.0	29	55.32%	58.46%	129 000	91	51.99%	59.86%
Marzo	9 051.0	30	60.57%	63.80%	14 454.7	25	58.00%	60.77%	52 500	28	54.51%	56.92%
Abril	8 778.0	30	61.52%	64.82%	12 770.8	27	58.93%	61.61%	192 000	91	53.24%	61.50%
Mayo	9 538.0	35	60.98%	64.79%	8 984.4	28	57.85%	60.52%	52 500	28	58.46%	61.25%
Junio	7 708.0	34	60.49%	64.21%	15 866.3	27	57.35%	59.93%	181 500	91	55.67%	64.81%
									23 000	28	57.04%	59.69%
									143 000	91	54.38%	63.05%
									59 500	28	57.46%	60.19%
									177 500	91	54.62%	63.39%
									71 500	28	56.57%	59.17%
									254 500	91	54.13%	62.70%

Tasa de Rendimiento Máxima durante el Semestre:

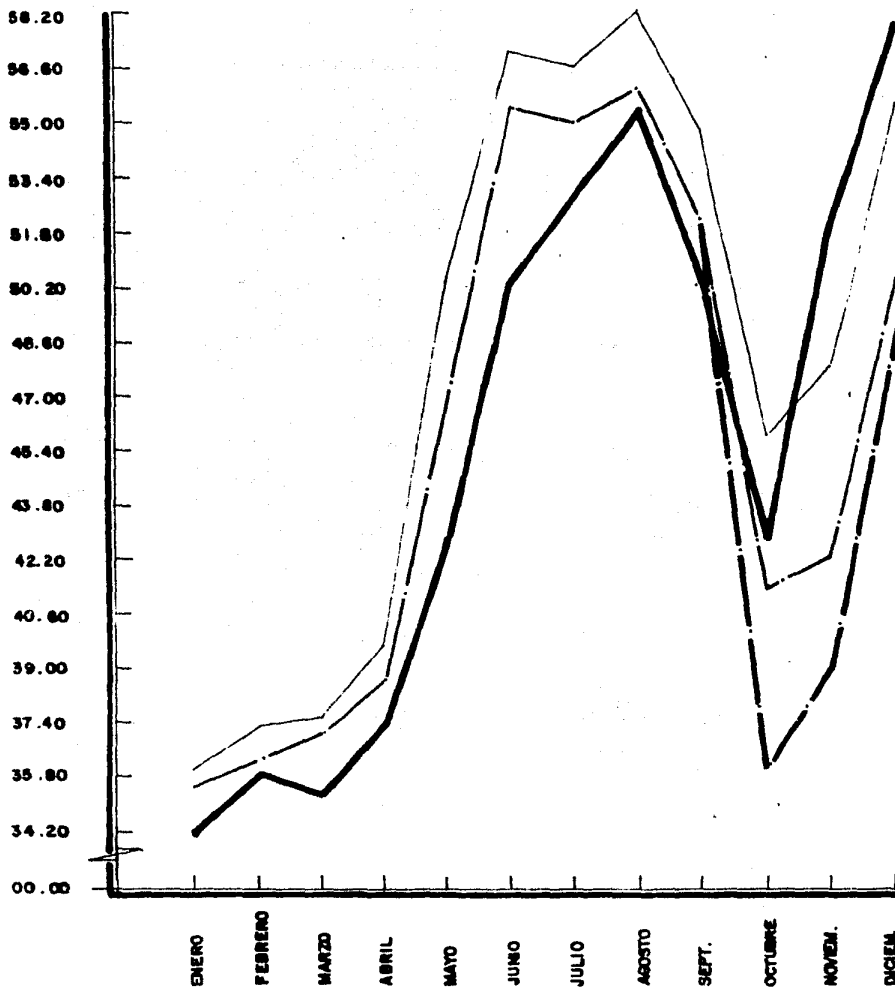
Valor	Tasa	Identificación
Papel Comercial	70.58%	TAMSA 83-001
Aceptaciones Bancarias	65.50%	UNIBANCO, S.A.
Cetes 91 días	65.76%	EMISION 13-83/28-IV-83
Cetes 28 días	62.87%	EMISION 13-83/30-VI-83







**MONTO EMITIDO POR VALOR
DURANTE 1982**



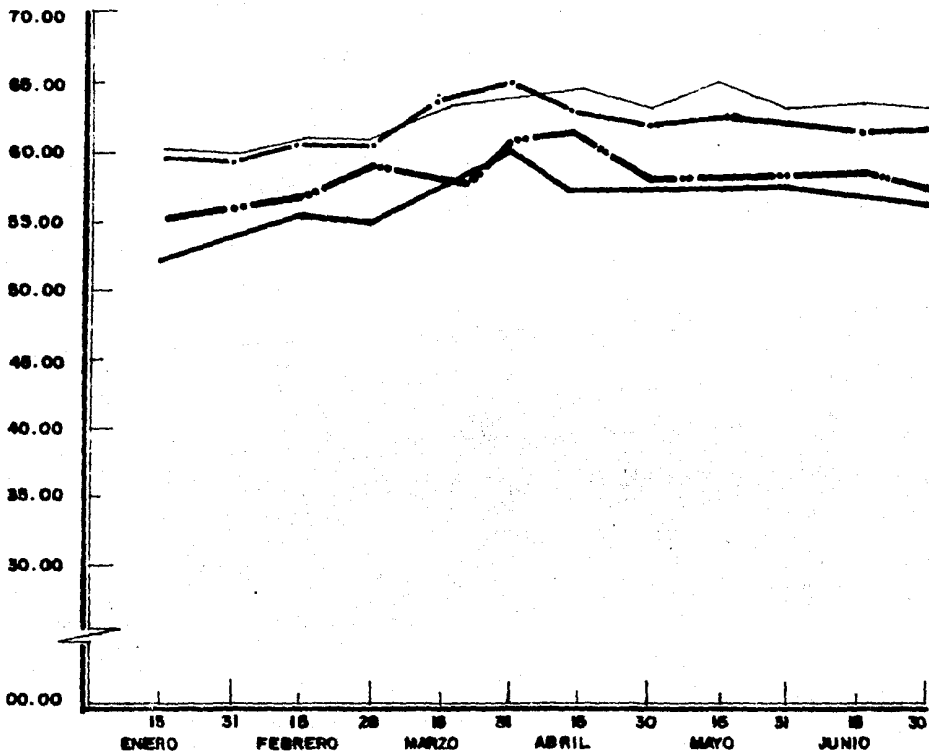
PAPEL COMERCIAL
ACEPTACIONES BANCARIAS
CETES A 91 DÍAS
CETES A 28 DÍAS



**PROMEDIO DE TASAS DE RENDIMIENTO
POR VALOR DURANTE 1982**

PAPEL COMERCIAL 
 ACEPTACIONES 
 CETES (91 DIAS) 
 CETES (28 DIAS) 

GRAFICA 7



PROMEDIO DE TASAS DE RENDIMIENTO POR VALOR DURANTE EL 1er. SEM. DE 1983.

PAPEL COMERCIAL —————
 ACEPTACIONES —•••••
 CETES (91 DIAS) —•••••
 CETES (28 DIAS) —————

CONCLUSIONES

Podemos decir que el mercado de dinero en la actualidad ha tenido gran auge por lo que se refiere a la aceptación del público, debido al marco socioeconómico que lo rodea.

Los tesoreros y administradores de tesorería de las empresas se vuelven cada día más conscientes del costo del dinero, y por otro lado, las Casas de Bolsa se han dado cuenta de que la promoción de las actividades del mercado de dinero resulta más fácil y redituable porque se trata de un mercado menos explotado y no directamente relacionado con la Bolsa.

Las Casas de Bolsa son las entidades autorizadas para fungir como intermediarios en la colocación del Papel Comercial, lo que significa que ponen en contacto a la emisora y al inversionista que desea adquirir este instrumento dentro de un mercado perfectamente organizado mediante leyes y sistemas.

Además de realizar una función de intermediación, las Casas de Bolsa también desempeñan una labor de asesoramiento, ya que orientan a las empresas emisoras en la presentación de documentación ante las autoridades del Mercado, para que se les autorice la emisión de Papel Comercial. De la misma manera guían al inversionista informándole sobre los diversos instrumentos, sus rendimientos y ventajas.

Ante la facilidad de esta promoción, se han apoyado las actividades del mercado de dinero, tanto en instrumentos como en operaciones.

Los Certificados de Tesorería, CETES, tuvieron en un principio un mercado relativamente pequeño de operaciones, moviéndose en una forma mucho más limitada a sus posibilidades.

A partir del momento en que se comenzaron a difundir un poco más el manejo de tesorerías en las empresas, surgieron operaciones más sofisticadas y las Casas de Bolsa comenzaron por su parte a incrementar sus posiciones.

La baja rentabilidad de las operaciones bursátiles, facilitó la promoción por parte de las Casas de Bolsa, y al mismo tiempo que se consolidó el mercado de CETES, se iniciaron en octubre de 1980 las operaciones con Papel Comercial, mismas que aproximadamente un año después comenzaron a cobrar importancia.

En cuanto al Papel Comercial, el mercado se ha desarrollado ante la falta de liquidez bancaria y por las necesidades de las empresas de financiar sus capitales de trabajo e inventarios, ya que el Papel Comercial representa un crédito mucho más barato que el bancario.

En el caso de las Aceptaciones Bancarias, para las empresas pequeñas y medianas, su costo sería 3 ó 4% más alto que el del Papel Comercial que de todas maneras representa un ahorro considerable comparándolo con el costo del crédito bancario.

Otro factor que contribuyó positivamente al desarrollo del Papel Comercial fue que las autoridades que en un principio establecieron un máximo de circulación de 1,250 millones de -

pesos, han permitido su incremento hasta los 10,000 millones de pesos; mientras que el monto máximo a emitir por emisora - puede ser de hasta 500 millones de pesos.

El desarrollo alcanzado por el mercado de dinero se demuestra por la necesidad que ya existe de efectuarse una evaluación - cualitativa de las empresas.

Cuando el monto máximo de emisión era de 100 millones de pesos, todas las empresas inscritas podían cubrir este monto, pero - al haberse incrementado a 500 millones, se ha vuelto indispensable efectuar una valuación de la situación financiera de las empresas.

La introducción del Papel Comercial dentro de este sistema, en un principio mostró la posible apertura de las funciones del mercado, al servir como alternativa tanto de financiamiento - como de inversión.

El Papel Comercial es un pagaré no garantizado, con vencimiento fijo, es decir que el emisor se compromete a pagar al inversionista una cantidad fija en fecha futura sin comprometer activos específicos. Constituye un instrumento de financiamiento e inversión a corto plazo emitido por empresas y adquirido casi exclusivamente por personas morales.

Los plazos de emisión de Papel Comercial varían de acuerdo a las necesidades de financiamiento a corto plazo de las empre-

sas. Actualmente se ha fijado un rango entre 15 y 91 días.

No obstante que sus tasas de rendimiento y descuento son libres, por lo general éstas están un punto porcentual por encima de la tasa de descuento primaria de los CETES, debido a que el Papel Comercial no tiene el respaldo del Gobierno Federal como éstos, ni tiene su liquidez, porque aunque existe un mercado secundario para él, no está tan desarrollado como el de los valores gubernamentales.

Su precio está en función a la tasa de descuento y los días a vencimiento de los títulos.

Las emisiones tienen un monto límite, no pudiendo ser éste menor a 50 millones, ni mayor a 500 millones de pesos.

Si la emisión vence a los 15 ó 29 días, el monto máximo de emisión será de 100 millones de pesos.

El rendimiento de los títulos se da por el diferencial entre su precio de compra bajo la par y su valor nominal. Los precios de compra y venta se determinan libremente en el mercado en base a las tasas de descuento vigentes y los días a vencimiento de los títulos. Las tasas de descuento se ven afectadas por los movimientos de las tasas de interés en los mercados domésticos e internacionales, oferta y demanda de los títulos, el prestigio y solidez de la empresa emisora, entre otros factores.

El hecho de que las Casas de Bolsa puedan efectuar operaciones de reporto con Papel Comercial muestra claramente dos planteamientos básicos:

- la importancia que se le está dando al Papel Comercial, al agilizar su operación permitiendo que las Casas de Bolsa le den mayor movimiento mediante este tipo de operaciones, y
- las Casas de Bolsa como pieza primordial en la determinación del desarrollo y efectividad del mercado de Papel Comercial.

El reporto es una operación que se efectúa siempre mediante la celebración de un contrato en el que el reportado entrega al reportador una cantidad de títulos-valores, a cambio de un precio convenido más un premio o comisión, con el compromiso de que al vencimiento del contrato el reportador le devuelva al reportado, por el mismo precio convenido, una cantidad igual de títulos-valores de la misma especie y características aún cuando físicamente no sean los mismos.

Por lo que se refiere al éxito o fracaso de este nuevo instrumento de captación, dependerá del análisis que realicen tanto oferentes como demandantes del Papel Comercial, sobre su eficacia y sin olvidar que el marco económico no tenga variaciones tan fuertes que afecten su desarrollo.

Las ventajas que ofrece este instrumento son muchas, entre las que se pueden mencionar las siguientes:

- abarata el costo del crédito a corto plazo. El costo del dinero obtenido vía emisión de Papel Comercial es aproximadamente 10 puntos menor que el costo de cualquier préstamo bancario no subsidiado en peso.
- ofrece flexibilidad a la empresa emisora. La empresa obtiene recursos para financiar su capital de trabajo avisando con sólo 5 días de anticipación a la Casa de Bolsa.
- favorece la imagen financiera de la emisora y que en muchas ocasiones ayuda a empresas que están en sus toques máximos de endeudamiento bancario, proporcionándoles una fuente alternativa de recursos.
- para el inversionista la ventaja es que ofrece una alternativa de inversión a corto plazo con un mejor rendimiento que el tradicional, ya que ofrece alrededor de 2 puntos más que los CETES.

El Papel Comercial forma el mercado de dinero y favorece al mismo tiempo a la intermediación bursátil.

Con la incorporación del Papel Comercial al mercado bursátil organizado, se propicia que en el futuro, las empresas que obtienen recursos para el corto plazo mediante el Papel Comercial

se decidan a utilizar el procedimiento regulado.

Por último, otra característica del Papel Comercial es que a través de la oferta y demanda de este instrumento, se establece un indicativo del costo del dinero a corto plazo para las empresas triple A, que son las de mayor importancia en el país.

Nuevamente ubicándonos en el mercado de dinero, puede decirse que en una comunidad mantiene estrecha relación con su situación económica interna y sus relaciones con el exterior, así como con su sistema político y social, y que su desarrollo requiere la presencia de un eficiente sistema bancario. Los bancos son los mayores negociantes de fondos a corto plazo y el principal elemento de enlace entre las unidades superavitarias y deficitarias. Ciertos movimientos de mercado pueden ser agrandados o amortiguados por el sistema bancario. Sin embargo la sola existencia de un sistema bancario organizado no es suficiente para que el mercado de dinero esté en posibilidad de atender adecuadamente las necesidades de la economía y lograr un amplio desarrollo.

La disponibilidad de instrumentos apropiados para negociar, es otra condición esencial para la evolución de un mercado monetario, ya que tiene que hacer una oferta adecuada y continua de activos a corto plazo, los cuales deben ser de alta calidad y negociables sin gasto excesivo.

Desarrollar otros segmentos no bancarios del mercado financie-

ro, sin duda acelerará el crecimiento sobre bases más sólidas de la actividad económica y traerá como resultado un mayor volumen de transacciones en beneficio de todos los agentes participantes en el proceso de intermediación.

Las Casas de Bolsa al tener un papel tan importante dentro de este mercado, como ya se mencionó anteriormente, se encuentran obligadas a responder al país con calidad tanto operativa como de elementos humanos y con la eficiencia y agilidad que requiere la buena marcha del mercado de dinero. Su presencia es indispensable para la existencia de un fuerte mercado secundario que proporcione la liquidez necesaria y estimule la competencia. Sin la existencia de estos agentes, no puede afirmarse que un mercado monetario esté desarrollado.

0

BIBLIOGRAFIA

ENTREVISTAS.

Sr. C.P. Luis Contreras Aguirre
Tesorero General
Nacional Financiera, S.A.

Lic. Raúl Ochoa M.
Departamento de Información Técnica
Nacional Financiera, S.A.

Lic. Aurora Gallegos S.
Gerencia de Administración de Valores
Instituto para el Depósito de Valores.

Sr. C.P. Mario Rodríguez L.
Gerente de Mercado de Dinero
Casa de Bolsa Banamex.

Lic. Martha Jiménez
Auxiliar Especial de la Dirección de Intermediarios
Comisión Nacional de Valores.

Lic. Joaquín Cano
Jefe del Departamento de Nuevas Emisiones
Comisión Nacional de Valores.

LIBROS Y BOLETINES

Keynes, John Maynard. Teoría General de la Ocupación,
el Interés y el Dinero. 1966

The Lorenz Curve as a General Tool of Economic Analysis
in the Economic Record. Septiembre 1964.

Business Week. Why a Rush into Commercial paper. Julio 1978.

Evelyn M. Hurley. The Commercial Paper Market. Federal Reserve Bulletin. Junio 1977.

John P. Judd. Competition Between the Commercial Paper Market and Commercial Banks. Federal Reserve Bank of San Francisco. Economic Review. Invierno 1979.

Salem George M. Bank Loan Demand Competition From Commercial Paper Increasing. Banking Industry Comment. Reynold Securities. Julio 1977.

Selden Richard T. Trends and Cycles in the Commercial Paper Market. Occasional paper 85, National Bureau of Economic Research. 1963.

Frederick C. Shadrack Jr. Demand and Supply in the Commercial Paper Market. Journal of Finance. Septiembre 1970.

James C. Van Horne. Financial Managment and Policy. Fourth Edition. 1977.

J. Fred Weston, Eugene F. Brigham. Managerial Finance. Fifth Edition. 1975

Anuario Financiero y Bursátil. Bolsa Mexicana de Valores. 1979.

Anuario Financiero y Bursátil. Bolsa Mexicana de Valores. 1980.

Anuario Financiero y Bursátil. Bolsa Mexicana de Valores. 1981.

Anuario Financiero y Bursátil. Bolsa Mexicana de Valores.
1982.

Anuario Financiero y Bursátil. Bolsa Mexicana de Valores.
1983.

Hacia un Mejor y Más Eficiente Mercado de Dinero. Boletín
No. 81-8. Asociación Mexicana de Casas de Bolsa. 1981.

Boletín Estadístico 1er. Trimestre 1981. Comisión Nacional
de Valores.

Boletín Estadístico 2º Trimestre 1981. Comisión Nacional de
Valores.

Boletín Estadístico 3er. Trimestre 1981. Comisión Nacional
de Valores.

Boletín Estadístico 4º Trimestre 1981. Comisión Nacional de
Valores.

Ley del Impuesto sobre la Renta 1983.

Ley del Impuesto al Valor Agregado 1983.

Ley del Mercado de Valores 1978.

Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito 1974.

Viabilidad del Papel Comercial en México. Asociación Mexicana
de Casas de Bolsa. Verano 1981.

Papel Comercial. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
Agosto de 1980.

Manual de Papel Comercial. Asociación Mexicana de Casas de Bolsa. Verano 1982.

Resumen Anual de Papel Comercial 1982. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. Gerencia de Estudios Financieros y Económicos.

Instructivo para el Sistema de Aceptaciones Bancarias. Instituto para el Depósito de Valores. 1981. Coordinación General de Informática.

Resumen Semestral de Papel Comercial 1983. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. Gerencia de Estudios Financieros y Económicos.

Circulares emitidas por la Comisión Nacional de Valores.

Circulares emitidas por el Banco de México, S.A.

PERIODICOS Y REVISTAS

El Mercado de Dinero. Javier Vega Mazo. Boletín El Mercado de Valores Núm. 30 julio 28 de 1980.

Se Autoriza la Emisión de Papel Comercial. Boletín El Mercado de Valores Núm. 35. septiembre 1º de 1980.

El Desarrollo Económico en los Próximos Años. Horacio Flores de la Peña. Boletín El Mercado de Valores Núm. 42. octubre 20 de 1980.

Se Vigoriza el Mercado de Valores. Boletín El Mercado de Valores Núm. 52. diciembre 29 de 1980.

Nacional Financiera Coloca Papel Comercial en Estados Unidos.
Boletín El Mercado de Valores Núm. 15. abril 13 de 1981.

Política Financiera de México. Boletín El Mercado de Valores
Núm. 19. mayo 11 de 1981.

Estímulos a Inversionistas Mexicanos. Boletín El Mercado de
Valores Núm. 4. enero 25 de 1982.

El Mercado de Dinero: Mito, Realidad y Práctica. Marcia
Stigum. Boletín Financiero y Minero de México. septiembre 11
de 1981.

Los Cetes, Medida para Reducir el Dinero de la Circulación.
Boletín Financiero y Minero de México. septiembre 30 de 1981.

Operaciones de Reporto con Papel Comercial. Circulares del
Banco de México. Boletín Financiero y Minero de México.
octubre 2 de 1981.

Los Cetes y el Mercado. Diane Stewart. Boletín Financiero
y Minero de México. octubre 2 de 1981.

El Mercado de Dinero, Fuente Importante de Ingresos. Benja-
mín Martín del Campo. Boletín Financiero y Minero de México.
noviembre 27 de 1981.

Las Aceptaciones Bancarias, Fuente de Recursos para las Peque-
ñas y Medianas Empresas. María del Carmen Cortés. Boletín
Financiero y Minero de México. diciembre 4 de 1981.

Sombrio Panorama para los Inversionistas en E.U. Boletín
Financiero y Minero de México. enero 5 de 1982.

Perspectivas del Papel Comercial. Centro de Actualización en Dirección Ejecutiva. Boletín Financiero y Minero de México. enero 15 de 1982.

Ventajas de las Aceptaciones Bancarias para Emisores y Colocadores. Boletín Financiero y Minero de México. enero 22 de 1982.

El Mercado Internacional de Dinero. Boletín Financiero y Minero de México. enero 29 de 1982.

Las Casas de Bolsa Pequeñas Deberán Fusionarse para Continuar en el Mercado. Sociedad Bursátil Mexicana. Boletín Financiero y Minero de México. enero 29 de 1982.

Inflan los Cetes el Dinero en Circulación. Rafael Espinoza L. Boletín Financiero y Minero de México. febrero 1º de 1982.

Muchos Beneficios Aporta el Mercado de Valores al Público. José Madariaga. Boletín Financiero y Minero de México. marzo 25 de 1982.