



184  
2 ej.

UNIVERSIDAD NACIONAL  
AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

" UN CASO DE REESTRUCTURACION  
FINANCIERA EN MEXICO "



SEMINARIO DE INVESTIGACION ADMINISTRATIVA

QUE EN OPCION AL GRADO DE  
LICENCIADO EN ADMINISTRACION

P R E S E N T A

FRANCISCO JAVIER MONTOYA LOPEZ

Director del Seminario: L. A. E. HECTOR ORTIZ REYES  
MEXICO, D. F.

1992

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN



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 está 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.

INDICE

	PAG.
<b>I N T R O D U C C I O N</b>	<b>1</b>
<b>I. METODOLOGIA APLICADA</b>	<b>3</b>
1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	
2. OBJETIVO	
3. HIPOTESIS	
4. ESPACIO MUESTRAL	
5. MARCO TEORICO	
<b>II. ANTECEDENTES GENERALES DEL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES</b>	<b>7</b>
1. EL EUROMERCADO	7
A. DEFINICION	
B. ORIGEN Y EVOLUCION	
C. TAMAÑO Y COBERTURA	
D. CARACTERISTICAS	
2. EMPRESTITOS INTERNACIONALES	31
A. GENERALIDADES	
B. MODALIDADES DE LOS EMPRESTITOS BANCARIOS	
C. EVALUACION CREDITICIA DE LOS CLIENTES	
3. CREDITOS SINDICADOS EN EUROMONEDAS	38
A. GENERALIDADES	
B. PARTICIPANTES BANCARIOS	
C. CARACTERISTICAS	
D. DOCUMENTACION	
4. BONOS INTERNACIONALES.	54
A. GENERALIDADES.	
B. PRINCIPALES CLASES DE BONOS	
C. BONOS INTERNACIONALES	
D. SWAPS	

III.	EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.	76
1.	MARCO GLOBAL	76
2.	INSTITUCIONES OFICIALES	76
	A. MULTILATERALES	
	B. BILATERALES	
3.	INSTITUCIONES BANCARIAS	81
4.	SISTEMA FINANCIERO MEXICANO FRENTE AL RETO INTERNACIONAL.	86
IV.	EL PANORAMA DE LA CRISIS DE PAGOS	88
1.	INTRODUCCION	88
2.	LOS ORIGENES DE LA CRISIS ECONOMICA MEXICANA.	89
	A. LA ERA DEL DESARROLLO ESTABILIZADOR: 1954-1970	
	B. LA ESTRATEGIA DEL DESARROLLO COMPARTIDO: 1970 - 1976	
	C. EL GOBIERNO DE LOPEZ PORTILLO, 1976-1982: DEL "BOOM" A LA CRISIS.	
V.	MECANISMOS DE REESTRUCTURACION	99
1.	OTRO PUNTO DE VISTA	99
2.	MECANISMOS DE DESEMPENDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO.	112
	A. EL FIDEICOMISO PARA LA COBERTURA DE RIESGOS CAMBIARIOS (FICORCA)	112
	A.1 PROPOSITO	
	A.2 PROGRAMAS	
	A.3 SISTEMAS	
	A.4 DESCRIPCION DE SISTEMAS	
	A.5 REPLANTAMIENTO	
	A.6 MARCO LEGAL	
	A.7 MARCO CONTABLE	
	A.8 MARCO FISCAL	

B.	MECANISMOS DE CONVERSION DEUDA POR CAPITAL (SWAPS)	126
	B.1 AUTORIZACION PARA OPERARSE EN MEXICO.	
	B.2 CRITERIOS	
	B.3 MECANISMOS OPERATIVOS	
	B.4 EVOLUCION Y CONSIDERACIONES	
	C. NEGOCIACIONES DIRECTAS	
VI.	EFFECTOS DE LA REESTRUCTURACION FINANCIERA EN UNA EMPRESA COTIZADA EN BOLSA.	156
	1. LIMITACIONES Y ADVERTENCIAS.	156
	2. REESTRUCTURACION DE FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S.A. DE C.V.	157
	A. SITUACION FINANCIERA Y OPERATIVA DEL GRUPO ANTES DEL PROCESO.	
	A.1 VISA	
	A.2 GCEMOC	
	A.3 FENSA	
	B. IMPACTO DEL ENTORNO	
	C. INICIO DEL PROCESO	
	D. PROCESO DE REESTRUCTURACION	
	E. RESULTADO DEL PROCESO	
	F. SITUACION FINANCIERA Y OPERATIVA POSTERIOR AL PROCESO	
	G. ESTRUCTURA Y PRODUCTOS	
	H. SITUACION FINANCIERA Y APERTURA COMERCIAL	
VII.	CONCLUSION	207
VIII.	BIBLIOGRAFIA	211

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

En un plazo relativamente breve las finanzas internacionales han sufrido una profunda transformación. A principios de la década de los ochentas, el mercado, las instituciones y los instrumentos han pasado por un proceso acelerado de cambio, la interdependencia de las naciones, se empezó a confirmar. Las decisiones financieras de los países poderosos económicamente, repercuten inmediatamente en diversos aspectos del mercado, en variadas ocasiones con efectos trascendentales en los esfuerzos de desarrollo de otras naciones.

A fines de la década de los setentas y a principios de los ochentas, empezamos a percatarnos del impacto que las estrategias financieras que años atrás dejaron en la economía mexicana y a los distintos grupos que componen a la sociedad. Las disposiciones fiscales que permitieron la deducibilidad de intereses pagados, originados de pérdidas cambiarias de la base gravable del impuesto sobre la renta de las empresas desde 1974 y la percepción del sector público y privado del efecto riqueza generado por el optimismo de las tendencias a la alza del precio del petróleo en el período de 1979 a 1981, llevó a las empresas a incrementar su acervo deseado de capital. El financiamiento para crecer se restringió para la iniciativa privada por el desplazamiento que practicó el sector público sobre los recursos del mercado financiero interno, así la escasez de recursos internos, fomentaron que las empresas privadas e incluso el sector público se estuvieran financiando mediante endeudamiento externo.

El desequilibrio de las finanzas internacionales, repercutió aceleradamente en las condiciones internas del país, llevándonos a la crisis de 1982 y enfrentando a las empresas del sector privado a un fuerte problema de flujo de caja, imposibilitándolas en la generación de ingresos para cubrir el servicio de la misma.

El presente trabajo describe las condiciones que fueron forjando la senda histórica de los mercados internacionales, especialmente el euromercado, así como del escenario que la economía mexicana ha vivido desde hace algunas décadas, para terminar en las instancias que llevaron al sector privado a asistir al financiamiento con deuda externa y la necesaria reestructuración financiera, para rehabilitar a las empresas.

Es así como se presentan los mecanismos que se han utilizado para el endeudamiento del sector privado como es el fideicomiso para cobertura de riesgos cambiarios (FICORCA), los instrumentos de conversión de deuda por capital (SWAPS) y las negociaciones directas.

Los temas relativos a las finanzas internacionales se han incluido en este documento, derivado de que las condiciones del mercado no tienen fronteras, por eso tanto el entorno mundial y el de la economía mexicana se unifican para poder comprender el desarrollo de las variables económicas que impactan a las empresas de nuestro país, ubicándolas bajo condiciones financieras y operativas que son variables de un sector productivo a otro, bajo este concepto se ha pretendido que el lector contemple ambos aspectos, para una mejor comprensión.

El caso presentado tiene como finalidad, dar mayor formalidad al documento, cabe mencionar que tiene limitaciones, originadas por la escasa información que se refiera específicamente a la "Reestructuración Financiera". Por esta razón sólo se analizan los antecedentes y el panorama posterior al proceso de reestructuración de la compañía "Fomento Económico Mexicano".

El documento aquí integrado no busca descubrir nada nuevo, en cambio refleja un intento por reunir los tópicos fundamentales para familiarizarse con los acontecimientos de las finanzas internacionales que en un plazo inmediato o mediano que repercuten en cada participante de las economías regionales y locales, así como integrar los principales elementos que giran en la reestructuración financiera.

# ***I. METODOLOGIA APLICADA***

## I. METODOLOGIA APLICADA

### 1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En la década de los ochentas nos percatamos del impacto que la economía mexicana ha estado experimentando, especialmente podemos citar la influencia de la devaluación del peso con respecto al dólar, como medida de esto el gobierno ha implantado planes económicos, destacando en los últimos años el Pacto de Solidaridad Económica (PSE) y el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE).

La empresa como unidad económica del desarrollo se vió afectada por medidas de recesión y estabilidad de precios de sus productos y servicios, para tratar de contrarrestar la inflación, ésta a su vez ha deteriorado la situación financiera de las empresas domiciliadas en nuestro país, sobre todo en aquellas que sostenían pasivos en dólares.

Así las empresas con deudas en monedas extranjeras vieron incrementar sus pasivos por eventos de la devaluación del peso mexicano, dejándolas en graves posiciones financieras. A varias de estas entidades les ha llevado a reestructurar sus deudas como una alternativa de solución, buscando el saneamiento financiero.

Debido a las características que cada proceso de reestructuración requiere, se desarrollan en forma paralela a los diversos instrumentos que compiten con los financiamientos bancarios tradicionales en costos de intermediación, agilidad y flexibilidad, para proporcionar soporte técnico y administrativo a las operaciones de compra, fusión y venta de empresas, la próspera y talentosa función de la Ingeniería Financiera, que ha contribuido al financiamiento de proyectos de inversión para reestructurar empresas y grupos.

### 2. OBJETIVO

En el creciente mercado de fusiones y adquisiciones entran en juego las fuerzas libres del mercado, lo que origina conflictos entre los grupos inversionistas que compiten por el control de empresas más atractivas y además luchan con sus administradores, que en muchos casos actúan de manera no siempre eficiente.

Las empresas, mexicanas han tenido que recurrir a la toma de decisiones de corto plazo bajo un entorno que todavía a inicios de este sexenio era impredecible. Aquellas que mantenían altos índices de endeudamiento forzosamente han buscado su reordenamiento financiero, en algunas ocasiones en el mercado local y otras con mayores requerimientos y oportunidades han tenido que extender sus operaciones en escenarios internacionales. Estas empresas coinciden en una característica básica, cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, razón por la cual el propósito de esta tesis es el siguiente:

**"CONOCER LA ESTRATEGIA DE LA REESTRUCTURACION FINANCIERA EN UNA EMPRESA COTIZADA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES, DEL RAMO DE ALIMENTACION, TABACO Y BEBIDA CON EL FIN DE ANALIZAR SI FINALMENTE SE LOGRA EL SANEAMIENTO FINANCIERO DE LA ENTIDAD".**

### 3. HIPOTESIS

Pueden considerarse una multitud de criterios y variables para el presente estudio, tanto de índole operativa como financiera; por ejemplo el costo de capital de la empresa, ya que es uno de los insumos indispensables de las entidades, define la estructura financiera e influye en las decisiones administrativas de los directivos de las mismas.

Para efectos prácticos, se pretende comprobar en el presente trabajo la siguiente hipótesis:

**"SI UNA EMPRESA COTIZADA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES DEL RAMO DE ALIMENTACION, TABACO Y BEBIDA TIENE PROBLEMAS DE ENDEUDAMIENTO ENTONCES LA ESTRATEGIA DE UNA REESTRUCTURACION FINANCIERA LA SANARA"**

### 4. ESPACIO MUESTRAL

Tomando como punto básico diciembre de 1988, las entidades que se distinguieron por reestructurarse a nivel de empresa, pasivos o que se mantuvieron bajo control de precios, se pueden observar en el siguiente cuadro, que relaciona el nombre de la emisora con su situación particular:

**ENTIDADES BAJO REESTRUCTURACION Y/O CONTROL DE PRECIOS  
EN LA B.M.V. <sup>2/</sup>**

	<b>EMISORA</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>PASIVOS</b>	<b>CONTROL PRECIOS</b>
1	ALFA* A		X	
2	GCERMOC*		X	
3	CAMESA*A		X	
4	AUTLAN*A		X	
5	TAMSA*		X	
6	VISA*		X	
7	CEMEX*A	X		
8	TEXEL*CP	X		
9	APASCO*		X	
10	ALUM*	X		
11	CIFRA*A, *B			X
12	BIMBO *1			X
13	KIMBER*A			X

De esta muestra de empresas, se reestructuraron a diciembre de 1988 el 54%, las que solo reestructuraron pasivos el 23% y las que se mantuvieron bajo control de precios fueron el 23%.

Para efectos de esta tesis se presenta el caso de una reestructuración a nivel de empresa, que reestructuró pasivos. Esta entidad se ha elegido en particular, porque en dicho proceso se involucraron dos empresas: Valores Industriales, S. A. y Grupo Cermoc, S. A., resultando de tal estrategia Fomento Económico Mexicano, S. A.

## 5. MARCO TEORICO

La ausencia de este trabajo se basa específicamente en la investigación documental, lo expuesto aquí representa la tarea de recopilación de varias revistas, periódicos, libros e informes financieros.

El capítulo relacionado con los antecedentes generales del mercado internacional de capitales, se orienta a familiarizar al lector sobre el origen y la evolución del euromercado, a efecto de reconocer la importancia que éste tiene debido a su cobertura globalizadora.

<sup>2/</sup> Adaptado del artículo "La Rentabilidad del Peso", presentado en la revista; Capital: mercados financieros, diciembre de 1988.

Asimismo los principales aspectos relacionados con los empréstitos internacionales, los créditos sindicados en euromonedas y las principales clases de bonos internacionales, a efecto de que se conozcan los principales aspectos que giran alrededor de las reestructuraciones financieras y sus fuentes de financiamiento en el entorno mundial.

El tercer capítulo describe al sistema financiero internacional como organismo rector de las bancas centrales en todo el mundo.

El panorama de la crisis de pagos se aborda en un capítulo, describiéndose en breve el origen de la crisis económica mexicana desde la era del desarrollo estabilizador (1954-1970), la estrategia del desarrollo compartido (1970-1976), hasta el periodo de (1976-1982), a partir del cual se concreta la crisis que aún a principios de esta década de los noventas se pretende superar.

Los mecanismos a que recurrió el sector privado para reestructurar su deuda externa se tratan en el capítulo quinto, destacando el fideicomiso para la cobertura de riesgos cambiarios (FICORCA), la conversión de deuda por capital (SWAPS) y las negociaciones directas que practicó dicho sector.

Podría pensarse que la estructura teórica presentada no tiene conexión alguna, sin embargo, partiendo del método deductivo observamos que la situación financiera internacional y la evolución del euromercado, pasa a repercutir en el entorno nacional de nuestra economía y en última instancia impacta a las finanzas de las empresas, de ahí que se relaciona con los mecanismos de reestructuración.

Todo lo anterior, pretende proporcionar los elementos básicos para la comprensión del por qué participaron organismos financieros internacionales y entidades nacionales para que se creara Fomento Económico Mexicano, S. A.

Así, tanto la variable del endeudamiento, como de la reestructuración financiera se unifican en el análisis financiero de la empresa antes citada, con el fin de validar la hipótesis expuesta.

**II. ANTECEDENTES GENERALES  
DEL MERCADO  
INTERNACIONAL DE CAPITALES**

## II. ANTECEDENTES GENERALES DEL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

Hablar del mundo actual, es hablar de un constante cambio, que se aprecia claramente en diversos aspectos del mercado financiero internacional. El concepto de globalización del mercado es una verdad aceptada.

El desarrollo de instrumentos e instituciones financieras que operan en diversas localidades del planeta, son reflejo de la evolución de mercados domésticos, llamados mercados internacionales de capital.

El Euromercado es característico de la evolución financiera que a continuación se expone brevemente.

### 1. EL EUROMERCADO

#### A. DEFINICION

El euromercado es un sistema financiero integrado por una red internacional de bancos, sucursales, subsidiarias y afiliadas, que cubren prácticamente el planeta. En éste se operan depósitos y empréstitos en divisas estables y de libre convertibilidad como son; el dólar, yen, marco, florín, la libra esterlina y dólar canadiense principalmente.

Como no es de sorprender el dólar estadounidense representa la mayoría de las transacciones que se operan en el euromercado, sin embargo dichos dólares son operados fuera de los Estados Unidos de América, característica del mercado que lo hace distinto; ya que una euromoneda es aquella que se negocia fuera de su país local, de ahí su nombre "Euromercado", aunque podría pensarse que sólo se refiere a monedas europeas y no es así.

Cabe mencionar que el euromercado a pesar de estar estrechamente ligado al mercado de las divisas, no pertenece a la banca tradicional de divisas. El euromercado se puede definir como sigue:

- 1/ Este capítulo se basa en el libro de Vázquez Seijas, Alicia "Mercados Internacionales de Capital", UAM-A, México 1989.

"Es aquél cuyas operaciones, abarcan todos los depósitos y empréstitos realizados por los bancos en monedas no locales al país donde están ubicados."

## B. ORIGEN Y EVOLUCION

El euromercado empieza a desarrollarse en Europa y con dólares a partir de la Segunda Guerra Mundial, cuando la República Popular China, la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas y Checoslovaquia principalmente, deciden depositar sus dólares en bancos domiciliados fuera de Estados Unidos, por razones obvias, como medida preventiva para evitar que sus cuentas fueran bloqueadas a raíz de los conflictos políticos.

Principalmente se hicieron las transferencias a instituciones domiciliadas en París y Londres, ya que en 1948 Estados Unidos bloqueó 20 millones en oro propiedad de Checoslovaquia y que estaban depositados en el banco de la Reserva Federal de Estados Unidos ubicado en Nueva York es así como, un banco propiedad de la U.R.S.S. "Commercial de L' Europe Du Nord" empezó a realizar estas operaciones.

En ese mismo año (1948) el Secretario de Estado de E.U.A. proyectó una ayuda financiera destinada a la reconstrucción de las economías euro peas que se encontraban golpeadas por la aún reciente Segunda Guerra Mundial, es así como entre 1948 a 1951, se transfirieron 130 000 mdd. a Europa provenientes de E.U.A.

Cabe mencionar que desde 1944 los Estados Unidos de América establecieron un control cambiario muy estricto para proteger las escasas divisas con que se contaban, con el llamado acuerdo de "Bretton Woods" que creó el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, que establecía un sistema de paridades fijas donde el dólar se expresaba en relación al oro, y a su vez el resto de las monedas en relación al dólar. Así el dólar se fortaleció no sólo con este Acuerdo, sino también porque su planta productiva estaba intacta posicionándose como el oferente más sólido.

La expansión norteamericana tomó mayor fuerza debido a que los países europeos con el afán de atraer inversión extranjera ofrecieron incentivos fiscales, atrayendo empresas transnacionales, creándose corporaciones norteamericanas, que sustentaron el desarrollo posterior del euromercado.

Es reconocido que la crisis de la libra esterlina de 1957 favoreció la consolidación del euromercado, debido a que los dólares se empezaban a otorgar en créditos fuera de los E.U.A., ya que en los países europeos se colocaban empréstitos en dólares. Las autoridades monetarias del Reino Unido en éste mismo año, ante su débil balanza de pagos implantó controles a las transacciones operadas con bancos y residentes del país, cosa que no fue aplicable a transacciones efectuadas por bancos no residentes en monedas diferentes a la libra esterlina.

Los bancos británicos y los extranjeros residentes en el Reino Unido, sustituyeron la libra con el dólar, para financiar las necesidades de sus clientes no residentes, dando mayor paso a que el comercio mundial se operara con dólares, esta situación le permitía el Reino Unido, ya que le favorecía el que su país, sobre todo la ciudad de Londres permaneciera como un centro financiero internacional de importancia.

Para 1958 la mayoría de las monedas europeas retornan al sistema de convertibilidad para transacciones corrientes. Este hecho dió paso a que los bancos compraran y vendieran dólares libremente, además ya se habían consolidado las operaciones de aceptación de depósitos y empréstitos en dólares que operaban con tasas distintas a las domésticas, es así como el euromercado adquiere un carácter verdaderamente internacional.

A principios de la década de los 60's, el euromercado en Londres contaba con depósitos con plazos menores a un mes, esta década se caracteriza por restricciones impuestas en E.U.A., para proteger su balanza de pagos, procurando evitar fuga de capitales, por lo que se implantan medidas de política monetaria, restrictivas, tal es el caso de la creación del impuesto de igualación de interés (Interest Equalization Tax) para desestimar a los residentes en E.U.A., de comprar valores emitidos por prestatarios extranjeros, éste hecho cerró al mercado de New York para emisiones extranjeras y fue determinante para la creación de eurobonos.

En 1965, aún con el problema de balanza de pagos E.U.A., implanta un programa para restringir voluntariamente el crédito al exterior (Voluntary Foreign Credit Restraint Program Guidelines). Posteriormente se convirtió en obligatorio en 1968 y pierde vigencia en 1970. El programa no fue aplicable a empréstitos operados por bancos residentes en E.U.A., a sus sucursales y filiales en el exterior.

Durante esta época se practicó una expansión comercial activa tanto las corporaciones transnacionales, como los bancos abrieron subsidiarias y filiales, principalmente entidades de E.U.A., belgas,

italianas, alemanas, holandesas y japonesas. Con esto también se incluía la expansión en las operaciones del euromercado y las respectivas monedas de cada nación.

Cuando se convirtió en obligatoria la restricción a los créditos bancarios en el exterior, las nuevas inversiones de las corporaciones estadounidenses, tuvieron que recurrir a obtener fondos fuera de E.U.A., y en su mayoría fueron cubiertos por fondos del euromercado, así los bancos estadounidenses fuera de su país mantuvieron su cartera de clientes en el exterior a través de sus subsidiarias en Londres y posteriormente en la serie de Centros Financieros de Ultramar. 2/

En 1969 E.U.A., estableció la norma "Q" que consistía en establecer topes a las tasas de interés que los bancos podían pagar, por diferentes plazos a los depositantes, pero estas tasas con el afán de abatir la inflación creciente de E.U.A., colocaron a los bancos residentes en E.U.A., por debajo a los del euromercado, dando ánimo a que el euromercado libre de restricciones captara enormes fondos en dólares, incluso los bancos norteamericanos comenzaron a obtener dólares de sus propias subsidiarias en Londres, evadiendo así los topes del mercado nacional estadounidense, como respuesta a esto la reserva federal introdujo en septiembre de 1969 un encaje del 10% como requisito a los incrementos netos de los préstamos obtenidos por los bancos de sus sucursales en el exterior, y en el otorgamiento de créditos por las sucursales de bancos estadounidenses en el exterior a los residentes en E.U.A.

A pesar de que E.U.A., implantó una serie de instrumentos de política monetaria y de control de crédito, siguió deteriorándose su balanza de pagos, cuestionándose cada vez más la paridad dólar-oro.

Mientras en el mismo 1969, Singapur a través de sus autoridades monetarias creó las unidades monetarias asiáticas (Asian Currency Units) que se refieren a unidades contables autorizadas en los bancos para poder operar en moneda extranjera y con no residentes; quedando implantada la versión asiática del euromercado, que movilizó recursos para financiar proyectos en la región, en Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea del Sur, además de ofrecer alternativas de inversión para capitales generados en el área. Este mercado resultó muy favorable, ya que sirvió de eslabón de los centros del euromercado en Europa, con los del cercano oriente y el pacífico; sus operaciones son interbancarias y su tasa de interés es la SIBOR, que guarda estrecha relación con la LIBOR. 1/

2/ Como son Nassau, Antillas Holandesas, Islas Cayman y Panamá que tienen el mismo horario de New York.

1/ Toma como base la LIBOR del día anterior en Londres.

En 1970 se crean las unidades bancarias de ultramar (Off-Shore Banking Units), en Bahrain, integrando al cercano oriente al circuito global del euromercado.

No todos los centros financieros efectúan depósitos y arreglan empréstitos, a éstos se les conoce como "Centros Financieros de Estafeta" o "Estacionamiento de Fondos", que por consideraciones fiscales, conviene su registro en dicho centro, como son los centros de Ultramar; las Islas Seychelles y Cayman. Una característica de estos centros es que se localizan en países pequeños (islas) donde la legislación fiscal es favorable, para atraer negocios bancarios extranjeros, rompiendo la relación que guarda el tamaño del país en proporción a su economía y necesidades de financiamiento, y que en cambio ocupa personal local e incrementa el consumo que favorece al país anfitrión.

En 1971, se dá un cambio trascendental para el sistema monetario internacional; la ruptura de la convertibilidad dólar-oro, evento que marcó el desenlace del deterioro que sufrió casi una década la balanza de pagos de E.U.A.

En 1973 se adopta el sistema cambiario de flotación de monedas, rompiendo el esquema monetario acordado en Bretton Woods en 1948, acabando con la supuesta estabilidad de los tipos de cambio.

El nuevo sistema de paridades flotantes, creó crisis en el euromercado por el incremento de operaciones en el mercado de divisas con mayor volatilidad. Un hecho que recalca esta crisis es la quiebra del banco I.D. Herstatt, que tenía depósitos por más de mil millones de marcos alemanes, con lo que tuvo grandes pérdidas por sus operaciones cambiarias. Otro banco que quebró fue el Franklin National Bank (1974).

Los bancos del euromercado fueron sujetos de incertidumbre en relación a su solvencia; las operaciones interbancarias se volvieron selectivas así el nombre y solidez de los bancos marcaron niveles en las tasas interbancarias, así surgió un tema de discusión en el euromercado que consiste en saber qué institución actuará como prestamista de última instancia (Lender of Last Resort), que funciona para rescatar en su momento a instituciones financieras con problemas.

También en sus primeros años de la década de los 70's se caracterizó por el reciclaje de petrodólares  $\pm$ /, en aquél entonces el precio del petróleo se elevó de \$4 a \$12 dólares por barril, esta situación generó flujos de dólares en gran volumen como excedentes financieros para países exportadores de petróleo; y déficit para los importadores, éstos últimos requerían financiamientos derivados de las cuentas corrientes de sus balanzas de pagos.

Los países exportadores tenían excedentes financieros demasiado grandes en relación a la capacidad de absorción de sus economías, por lo que una parte sustancial de los excedentes se invirtió en el exterior. El reciclaje se presentó nuevamente en el año 1979.

Se habla que no tenían capacidad de absorber los excedentes financieros, porque entre otras razones, la mayoría de los países exportadores de petróleo no tenían la infraestructura necesaria para llevar a cabo el reciclaje de los excedentes derivados del mercado petrolero, ni tampoco contaban con el personal capacitado para efectuar las operaciones bancarias. Por ello el reciclaje se efectuó primordialmente por medio de los bancos comerciales occidentales.

En el cuadro 1, podemos observar como los saldos positivos en cuenta corriente de los países exportadores de petróleo (PEP), en conjunto muestran los periodos de excedentes financieros; en 1974, 1979 y 1980 principalmente, por lo que la década de los 70's fue de acumulación, para estos países.

El cuadro 2 nos muestra el despliegue de los fondos de los PEP, nótese como los excedentes financieros se invirtieron principalmente en depósitos bancarios, acciones, bienes raíces y títulos gubernamentales de E.U.A., con una tendencia muy clara en invertir en depósitos bancarios a corto plazo y en bancos de E.U.A., Reino Unido y Alemania principalmente.

Los bancos de los países receptores de los excedentes contaron con gran cantidad de recursos que requerían ser colocados, es así como ésta excesiva liquidez canalizó empréstitos realizados por la banca comercial internacional; el destino de los fondos se colocó en los ahora conocidos como los grandes deudores latinoamericanos, y es con los créditos sindicados con que se operaron en gran escala los reciclajes.

$\pm$ / Así se conocen a los excedentes financieros de los países exportadores de petróleo, que se invierten nuevamente.

**C U A D R O 1**

**SALDO AGREGADO EN CUENTA CORRIENTE DE LOS PEP 4/  
(billones de dólares)**

AÑO	SALDOS EN CUENTA CORRIENTE
1973	\$ 6
1974	67
1975	32
1976	36
1977	25
1978	( 3 )
1979	59
1980	110
1981	49
1982	( 15 )
1983	( 15 )

4/ A los PEP los define el Banco de Inglaterra a: Bahrain, Bruneo, -  
Oman, Trinidad y Tobago, además de los que constituyen la OPEP; -  
Arabia Saudita, Argelia, Ecuador, Emiratos Arabes Unidos, Gabón, In  
donesia, Irán, Irák, Libia, Nigeria, Qatar y Venezuela.

CUADRO 2

DESPLIEGUE IDENTIFICADO DE LOS FONDOS DE LOS PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO  
( EN BILLONES DE DOLARES )

ESTRUCTURA DEL PORTAFOLIO	F L U J O S										N I V E L E S		
	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1973	1979	1983
DEPOSITOS BANCARIOS	28.6	9.9	12.0	17.9	7.3	40.6	44.3	2.5	(12.3)	(11.3)	9.0	131.3	140.5
TITULOS GUBERNAMENTALES:													
-CERTIFICADOS DEL TESORO (REINO UNIDO)	2.7	(.9)	(1.1)	(.3)	.1	0 -	(.1)	(.1)	0 -	0 -	.7	.4	.1
-CERTIFICADOS DEL TESORO (E.U.A)	5.3	.4	(1.0)	(.9)	(.9)	3.3	1.4	(.4)	.4	(1.2)	.4	6.6	6.8
-TITULOS GUBERNAMENTALES DE LARGO PLAZO (E.U.A)	.2	2.0	4.2	4.3	(1.5)	(1.2)	8.2	10.9	6.9	(5.5)	.1	7.5	28.0
-TITULOS GUBERNAMENTALES DE LARGO PLAZO (REINO UNIDO)	.9	.4	.2	.3	(.5)	.2	2.1	.9	.1	.2	0 -	1.7	3.4
-SECTOR PUBLICO ALEMANIA FEDERAL (ALEMANIA FEDERAL)	.1	.6	.4	.3	(.4)	0 -	6.8	6.3	1.4	(.3)	0 -	1.5	11.5
TOTAL	9.2	2.5	2.7	.5	(3.2)	2.3	18.4	17.6	8.8	(6.8)	1.2	17.7	49.8
RESERVAS DISTINTAS A DIVISAS:													
-ORO	.1	(.1)	.1	0 -	.2	0 -	.1	0 -	(.1)	0 -	1.4	1.7	1.7
-DEC	0 -	0 -	0 -	.1	.2	.8	.2	.5	.3	(.6)	.4	1.4	1.7
-POSICION DE RESERVA EN EL FMI	1.9	2.8	1.2	.2	(.7)	(1.8)	1.3	1.5	.8	4.4	.4	4.0	12.0
-BONOS DEL BANCO MUNDIAL	.4	2.3	.4	.1	0 -	.2	.1	.1	1.1	.5	0 -	3.4	5.4
TOTAL	2.4	5.0	1.7	.4	(.3)	(.8)	1.7	2.1	2.1	4.3	2.2	10.5	20.8
-ACCIONES, BIENES RAICES Y OTRAS INVERSIONES	7.0	13.7	14.4	11.0	7.8	3.7	20.1	25.0	5.6	(2.7)	1.2	58.0	110.6
-COLOCACIONES EN PAISES EN DESARROLLO	4.9	6.5	6.4	7.0	6.2	8.7	6.3	7.2	3.9	1.2	0 -	39.7	58.3
TOTAL	52.1	37.6	37.2	36.8	17.8	54.5	90.8	54.4	8.1	(15.3)	13.6	257.2	380.0

FUENTE: BANCO DE INGLATERRA "Oil Exporters" Surpluses and their Deployment " Quarterly Bull, Marzo 1985, pag 71.  
PRESENTADO POR VAZQUEZ SEIJAS, ALICIA. Ob. Cit. pag 54.

En 1979 cuando se elevan de nuevo en saldos positivos las balanzas de pago de los países exportadores de petróleo, como efecto de una alza en su precio. En esta ocasión el reciclaje no era tan fácil como en 1974, debido a que los países en donde se habían colocado empréstitos, se encontraban con niveles de endeudamiento externo alto, además las tasas de interés internacionales iban en aumento, así los nuevos créditos se empezaron a otorgar en un contexto de alto endeudamiento. El cuadro 3, nos ejemplifica la tendencia alcista de las tasas internacionales.

Es así como el excesivo otorgamiento de empréstitos por parte de la banca transnacional, originados principalmente por el reciclaje de petrodólares y las constantes demandas de fondos por países en desarrollo, trajeron como consecuencia pocos años después una crisis de pagos.

La década de los 80's se caracteriza por alto endeudamiento de países en desarrollo y el posicionamiento de los excedentes financieros japoneses, en el entorno financiero mundial.

Entre los eventos más importantes de la crisis que provocó la anterior década destacan:

- La reestructuración de la deuda de Polonia en 1981, asunto que involucra en mayor grado a los bancos europeos.
- A raíz de la guerra de las Malvinas, se congelan los saldos de Argentina en bancos Ingleses.
- Quiebra del banco Ambrosiano.
- Dificultades financieras de varias empresas en Alemania y E.U.A.
- Rescate del banco norteamericano Continental Illinois.
- Crisis de pagos de México de 1982, esta situación se extendió a los deudores latinoamericanos y al igual que en Alemania y E.U.A., varias empresas mexicanas reciben el impacto de la devaluación del peso, aumentándose sus pasivos por cuentas de cobertura cambiaria. Además las economías de los principales países deudores empezaron a registrar altos índices de inflación (1983).

CUADRO 3

TASAS DE INTERÉS : LIBOR Y PREFERENCIAL  
(PROMEDIOS ANUALES)

ANO	LIBOR	PRIME
1970	8.91	7.91
1971	7.11	5.72
1972	6.00	5.25
1973	9.40	8.02
1974	10.84	10.80
1975	7.75	7.86
1976	6.12	6.84
1977	6.29	6.82
1978	9.08	9.06
1979	11.90	12.67
1980	13.91	15.27
1981	16.69	18.87
1982	13.60	14.86
1983	9.92	10.79
1984	11.29	12.04
1985	8.64	9.93
1986	6.80	8.33
1987	7.30	7.99

FUENTE : FMI; INTERNACIONAL FINANCIAL STATISTICS,  
YEARBOOK , VARIOS NUMEROS

- El desequilibrio provocado por el alto endeudamiento de países en desarrollo y la falta de fondos en éstos para una "recuperación" ha llevado a la banca mundial a estudiar casos de reducción en los cargos por servicio y monto de la deuda, integrado por programas de ajuste y reformas estructurales en los países deudores, principalmente a países considerados en el plan Baker, a saber: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Costa de Marfil, Ecuador, Jamaica, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia, como supuesto apoyo al problema del endeudamiento organismos bilaterales, el Fondo Monetario Internacional y organismos multilaterales han desembolsado flujos de capital comprendidos en paquetes de financiamiento como se indica en el Cuadro 4, durante el período de 1986 a 1988. 2/

Nótese que México ha sido el país que ha recibido los montos más altos de los flujos de financiamiento con un 37.7% de la totalidad de los flujos del plan Baker en el período de 1986 a 1988, del 49.2% de los fondos concedidos a México el 49% fueron desembolsados por bancos y el resto por el Sector Público Multilateral, organismos bilaterales y por el Fondo Monetario Internacional.

Por otro lado, a mediados de la década de los 80's aparece Japón con excedentes financieros que han hecho de esta nación un país inversionista en potencia, derivado de su posición superavitaria de la cuenta corriente de su balanza de pagos.

El cuadro 5 muestra el saldo de cuenta corriente de Japón en el período 1984 a 1987, dichos excedentes financieros despertaron interés similar al que causó el reciclaje de los petrodólares en la década anterior.

La colación de los excedentes financieros japoneses, se realizaron en forma distinta a los petrodólares, el exceso de fondos en el reciclaje del yen, se hizo bajo un marco liberal, este proceso se enfatizó a partir de 1984, con el fin de integrarse a los centros financieros de los principales países industriales, por lo cual el proceso de liberación implicó desmantelar controles y restricciones, para facilitar el ingreso de instituciones financieras en el Japón.

2/ Revista; Capital: Mercado de Capitales. "Cline y el exitoso fracaso Baker"; abril, 1989.

**CUADRO 4**  
**FLUJOS DE CAPITAL DEL PLAN BAKER 1986 - 1988**  
**(MILLONES DE DOLARES)**

	BANCOS *	SECTOR PUBLICO			TOTAL	TOTAL
		MULTILATERAL	BILATERAL	FMI		
ARGENTINA	2,607	1,680	716	844	3,240	5,847
BOLIVIA	0	555	230	111	896	896
BRASIL	4,000	1,556	(385)	(2,032)	(861)	3,139
CHILE	215	1,132	87	(3)	1,216	1,431
COLOMBIA	1,957	952	286	0	1,238	3,195
COSTA RICA	0	134	(17)	(146)	(29)	(29)
COSTA DE MARFIL	0	502	357	(226)	633	633
ECUADOR	0	858	264	(39)	1,083	1,083
JAMAICA	0	154	110	(327)	(63)	(63)
MEXICO	5,472	2,190	2,301	1,166	5,857	11,129
MARRUECOS	0	949	553	(495)	1,007	1,007
NIGERIA	0	1,009	704	0	1,713	1,713
PERU	0	314	180	(52)	442	442
FILIPINAS	525	355	928	(185)	1,098	1,623
URUGUAY	0	174	(9)	(113)	52	52
VENEZUELA	0	145	(215)	0	(70)	(70)
YUGOSLAVIA	0	(59)	(280)	(1,171)	(1,510)	(1,510)
<b>TOTAL</b>	<b>14,776</b>	<b>12,600</b>	<b>5,810</b>	<b>(2,668)</b>	<b>15,742</b>	<b>30,518</b>

\* Desembolsos comprendidos en paquetes de financiamiento.

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1988;  
 FMI; International Financial Statistics, enero de 1989.

Publicada en: Capital, Mercado de Capitales. "Clíne y el Exitoso Fracaso Baker"  
 Abril de 1989.

**C U A D R O 5**

**JAPON: SALDO EN CUENTA CORRIENTE**

**1984 - 1987**

**(billones de dólares)**

<b>AÑO</b>	<b>\$</b>
<b>1984</b>	<b>35</b>
<b>1985</b>	<b>49</b>
<b>1986</b>	<b>86</b>
<b>1987</b>	<b>78</b>

Además de desarrollar su infraestructura de servicios financieros para manejar él mismo sus inversiones, Japón colocó sus excedentes en un portafolio que dió mayor importancia al mercado de bonos y acciones, a los empréstitos ligados al comercio exterior y a invertir en compañías de E.U.A., Asia Oriental y en menor grado de América Latina.

La tendencia japonesa de invertir en bonos ha impulsado el mercado de dichos instrumentos, en el exterior ha estado invirtiendo en bonos emitidos por el Tesoro de E.U.A., y en su mercado local se han emitido bonos por prestatarios extranjeros, como son los bonos "Samurai", denominados en yenes y los "Shogún" denominados en moneda extranjera.

El mercado japonés es acudido principalmente por corporaciones de E.U.A., Canadá y Australia, organismos multilaterales destacando el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Entre las principales diferencias que se dieron del reciclaje del yen en relación al petrodólar se encuentran:

- Los fondos invertidos en petrodólares tendieron a depósitos de corto plazo, mientras que los excedentes financieros japoneses lo hicieron en bonos y valores, con mayor liquidez y bursatilidad.

- Las operaciones de colocación, en el caso de petrodólares se hicieron en países de desarrollo, en el reciclaje del yen se hizo en países industriales, en desarrollo de comercio internacional y en inversión directa a corporaciones.

- Los intermediarios bancarios en el reciclaje de petrodólares lo llevó a cabo la banca comercial occidental, en el caso de los excedentes japoneses, lo hicieron instituciones japonesas, de hecho éstas se ubican en las principales posiciones del sistema bancario mundial tal como lo muestra el Cuadro 6.

Es así como la década de los 80's por un lado consolidó la posición financiera de Japón y determinó el alto endeudamiento de los países en desarrollo, en dicho entorno el euromercado ha participado muy dinámicamente desde la década de los 70's, con innovaciones financieras incorporadas a las nuevas tecnologías de comunicación y de procedimiento de información, a través de la transferencia electrónica de información, lo cual le permite dar servicio de naturaleza mundial al mercado entre los distintos centros funcionando las 24 horas del día.

**C U A D R O 6**

**LOS 10 BANCOS MAS GRANDES DEL MUNDO 6/**

( 1986 )

(Miles de Millones de Dólares)

Nombre y País de Origen	Activos Totales
1. DAI-ICHI KANGYO BANK (JAPON)	240.74
2. FUJI BANK (JAPON)	213.47
3. SUMITOMO BANK (JAPON)	206.12
4. MITSUBISHI BANK (JAPON)	204.79
5. SANWA BANK (JAPON)	192.29
6. CITICORP (E.U.A.)	191.35
7. INDUSTRIAL BANK OF JAPON (JAPON)	161.61
8. CREDIT AGRICOLE (FRANCIA)	154.40
9. BANK NATIONALE DE PARIS (FRANCIA)	141.87
10. TOKAI BANK (JAPON)	138.45

**LOS 10 BANCOS MAS GRANDES DEL MUNDO 7/**

( 1989 )

(Miles de Millones de Dólares)

Nombre y País de Origen	Activos Totales
1. DAI-ICHI KANGYO BANK (JAPON)	413.21
2. SUMITOMO BANK (JAPON)	407.22
3. FUJI BANK (JAPON)	397.63
4. MITSUBISHI BANK (JAPON)	380.86
5. SANWA BANK (JAPON)	373.40
6. INDUSTRIAL BANK OF JAPAN (JAPON)	292.15
7. NORINCHUKIN BANK (JAPON)	244.90
8. CREDIT AGRICOLE (FRANCIA)	242.58
9. TOKAI BANK (JAPON)	238.78
10. BANQUE NATIONALE DE PARIS (FRANCIA)	232.02

- 6/ Presentado por Vázquez Seijas, "Mercados Internacionales de Capital", UAM-A, México 1989. Alicia, pag. 70.  
 7/ Revista Fortune; julio 30 de 1990., página 108.

### C. TAMAÑO Y COBERTURA

Como se mencionó el euromercado en sus comienzos sólo se localizaba en Londres y posteriormente se expandió a otros países europeos con centros financieros importantes y sucesivamente se expandió a otros continentes.

Una forma para explicar su cobertura puede ser, a través de los centros financieros que componen un circuito como es, el europeo propiamente integrado por el Reino Unido, Francia, Luxemburgo, Bélgica, Países Bajos, Suiza, Suecia, Alemania e Italia.

Por el lado del Continente Asiático, está integrado principalmente por Japón, Singapur, Indonesia, Malasia, Hong Kong, Filipinas y Corea del Sur.

En el mercado de ultramar se encuentra Panamá, Islas Caimán, Islas Seychelles y Bahámas. En América se encuentran E.U.A., y Canadá.

Aunque varios centros como Panamá y Bahámas, son del continente americano se consideran centros de ultramar.

Como podemos ver y en base a lo anterior, se desprende la naturaleza de la cobertura planetaria del mercado, dado los distintos centros que operan prácticamente las 24 horas del día, por las diferencias de horarios, así las posiciones de cierre en un mercado, se transmiten a las aperturas de otros mercados, de ahí la influencia e interdependencia del comportamiento de una plaza con las restantes.

Entre los organismos que han publicado estadísticas del euromercado se encuentran; el Banco de Pagos Internacionales con información sobre flujos bancarios internacionales. También el Banco de Inglaterra desarrolla información sobre los activos y pasivos externos de las instituciones bancarias domiciliadas en Reino Unido, así como la estructura de vencimientos en moneda extranjera de estos bancos. Otra fuente de información sobre el euromercado son las utilizadas por estudios desarrollados por el Morgan Guaranty Trust, y publicados en su revista World Financial Markets. En general todas estas fuentes coinciden en las tendencias y las tasas de crecimiento anuales, tal como se muestra en el cuadro 7.

**C U A D R O    7**  
**TAMAÑO DEL EUROMERCADO**  
**(Billones de Dólares)**

Año	Tamaño Bruto	Tamaño Neto
1970	111.3	65
1975	456.6	250
1980	1524.0	705
1985	3339.0	1676

El tamaño bruto del mercado se determina, sumando pasivos en moneda extranjera e incluyendo depósitos interbancarios de los bancos en los principales países europeos, Canadá, Japón, Bahámas y Singapur.

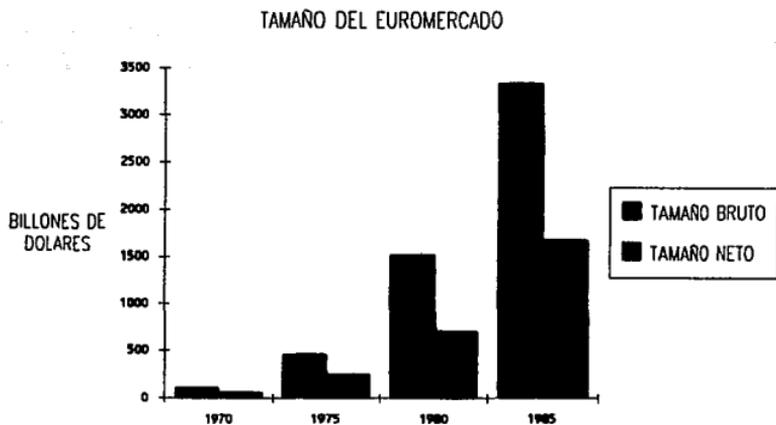
El tamaño neto representa los pasivos brutos en moneda extranjera ajustados para excluir los depósitos interbancarios en la misma plaza bancaria.

El gran crecimiento del euromercado, lo ha consolidado como el mercado de capitales y de dinero internacional por excelencia, si graficamos el cuadro 7 obtendríamos la siguiente representación. ( Gráfica 1 )

De esta gráfica podemos inferir como en el primer quinquenio de los 80's el euromercado crece notablemente, sobre todo en operaciones interbancarias, estas operaciones son una característica del euromercado.

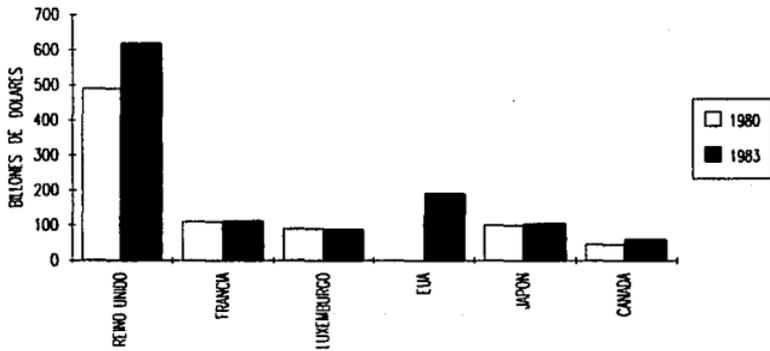
En las siguientes gráficas se muestra a los principales participantes del euromercado, divididos por su actuación en los diferentes centros financieros; Europeos y Asiáticos.( Gráfica 2 y 3 )

GRAFICA 1



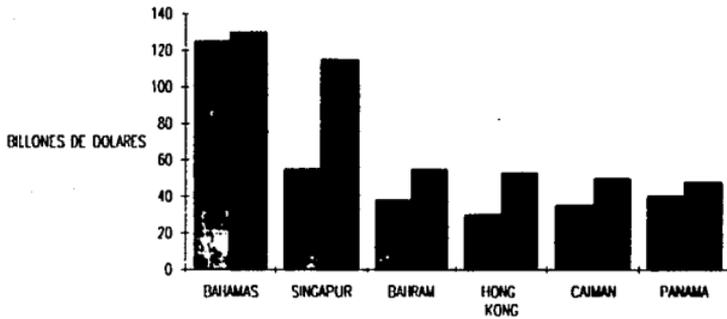
GRAFICA 2

PARTICIPACION EN EL EUROMERCADO - CENTROS EUROPEOS



GRAFICA 3

PARTICIPACION EN EL EUOMERCADO - CENTROS DE ULTRAMAR



Podemos deducir como el Reino Unido es el centro financiero internacional más importante del euromercado en el continente europeo y Bahámas el de mayor participación en ultramar. Recordemos que para fines de la década de los 80's estas posiciones han variado, ya que Japón entre 1984 y 1987 adquirió gran auge en participación en los centros financieros internacionales.

#### **D. CARACTERISTICAS**

Las operaciones del euromercado se dice que son de mayoreo porque el límite mínimo de depósito es de 100 000 dólares. No se manejan cuentas de cheques, todos los periodos devengan intereses a plazos de un día, una semana o un mes. Sus costos de operación son menores por su volumen de captación bancaria.

#### **DE CORTO PLAZO**

Esto se debe a factores como diferencias entre tasas de interés de los diferentes instrumentos financieros y por las expectativas originadas por las paridades cambiarias de las principales monedas. La mayor parte de los depósitos son menores a seis meses, sin embargo realizan empréstitos de mediano plazo por la transformación de los vencimientos, es decir que las tasas son revisables cada tres o seis meses a efecto de adecuar dichas tasas a lo que cobran los prestatarios en relación con las que tienen que pagar a sus depositantes.

#### **INTERBANCARIO**

Es la principal característica ya que la mayoría de las operaciones se llevan a cabo entre bancos, estas operaciones son de por lo menos un millón de dólares, efectuadas en primera instancia por teléfono o télex y posteriormente por escrito, aunque con menor frecuencia también se llevan a cabo por corredores especializados que trabajan en forma individual.

Las operaciones interbancarias oscilan en plazo, entre una noche y hasta seis meses, predominando las de corto plazo aunque las operaciones se hacen en varias monedas, predominan las transacciones con dólares estadounidenses.

Las transacciones interbancarias se llevan en una o varias plazas bancarias localizadas en uno o varios países.

La diferencia entre la tasa de demanda (bid) y la tasa de oferta (offered), es pequeña por lo general de 1/8 de punto decimal, estas tasas pueden cambiar de un banco a otro debido a su prestigio crediticio y reflejadas en el tamaño de sus líneas de crédito.

Entre el mercado interbancario y el mercado nacional para una moneda determinada se guarda una relación estrecha, las cotizaciones en el interbancario se mueven de acuerdo a los lineamientos en las tasas de interés del mercado de dinero, y a falta de controles de cambio, los fondos se intercambian libremente entre ambos.

#### **TASAS DE INTERES**

El mercado tiene sus propias tasas de interés, que guardan estrecha relación con las prevalecientes en los mercados nacionales.

El ejemplo clásico es el del dólar estadounidense; las tasas de interés que rigen en E.U.A., en un momento dado, para diversos instrumentos financieros tienen una influencia directa sobre la tasa de interés que se pagará en el mercado del dólar en Londres, con instrumentos similares; esto se debe a que sin importar el mercado geográfico en ambos casos se trata de la misma moneda en instrumentos similares, es decir conservan niveles de competitividad internacional.

El tenedor de saldos en dólares, siempre podrá invertirlos en E.U.A., debido a esto, la tasa es similar y opera la misma moneda sin que por lo tanto exista un riesgo cambiario.

La tasa de interés característica del euromercado es la LIBOR (London Interbank Offered Rate), tasa interbancaria en Londres que representa el promedio de las cotizaciones de los bancos más importantes en Londres a las 11:00 a.m. hora local, y se expresa en tres o cuatro decimales.

La indicativa del dólar en Asia es la "Tasa Interbancaria Ofrecida en "Singapur" (SIBOR), que guarda una relación estrecha a la LIBOR de un día anterior.

Es así como en el ámbito financiero internacional se utiliza la tasa LIBOR a seis meses para depósitos en dólares y la tasa preferencial del mercado nacional de E.U.A. (PRIME).

Aunque ambas son en dólares son diferentes debido a que la LIBOR es interbancaria y la PRIME es una tasa activa, es decir que los bancos otorgan a sus clientes preferenciales. Esta incluye elementos de provisión para las utilidades y gastos bancarios; además a los clientes que se les aplican mantienen saldos compensatorios lo cual encarece el costo de los créditos. En base al cuadro 3 se elaboró la siguiente gráfica que muestra la tendencia de la tasa LIBOR y la PRIME.

#### **SIN CONTROL CENTRAL**

El que una moneda esté depositada fuera de su país de origen significa que el depósito queda fuera del ámbito de control y supervisión de las autoridades monetarias nacionales correspondientes.

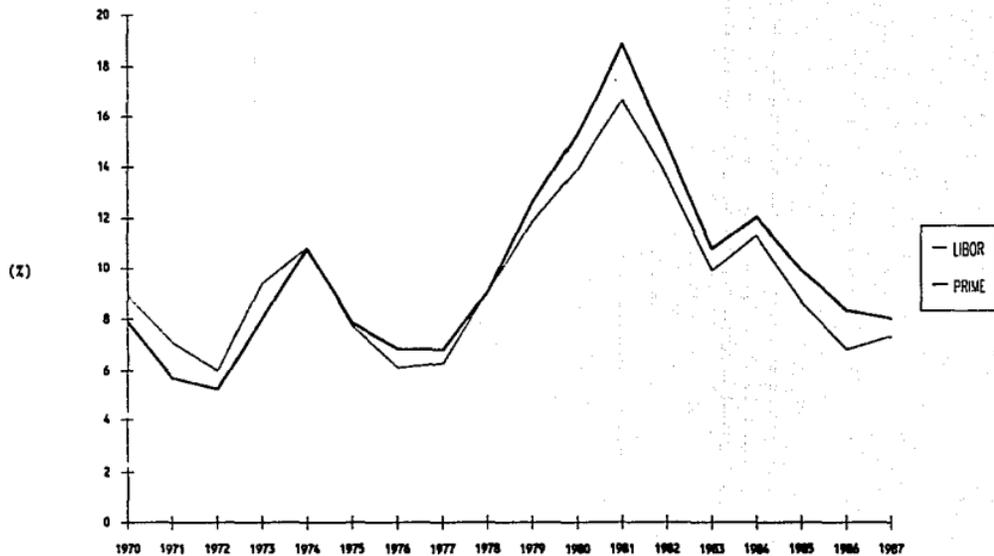
El control que las autoridades monetarias ejercen sobre las operaciones bancarias repercute sobre los costos de operación de los bancos, principalmente a los intereses que se pueden pagar sobre los depósitos a plazos o las reservas o encajes legales, que los bancos están obligados a mantener contra distintos tipos de depósitos.

Los eurobancos carentes de estas regulaciones pueden ofrecer tasas más atractivas además de que operan al mayoreo sus costos de captación con operaciones que son menores.

Las actividades de los bancos extranjeros en moneda nacional y con los residentes del país están sujetos a toda la supervisión y normatividad vigentes, lo cual no se aplica a las transacciones que los bancos del mercado europeo hacen con no residentes en moneda distinta a la del país, pero el banco central del país anfitrión no tiene ninguna responsabilidad en cuanto a la solvencia de los eurobancos dentro del ámbito de su responsabilidad.

GRAFICA 4

TASAS DE INTERES LIBOR Y PREFERENCIAL



## **VERSATIL E INNOVADOR**

El euromercado ha asimilado e incorporado las nuevas tecnologías de telemática, computadores, transferencia de fondos, etc., al entorno inflacionario, el incremento a la volatilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio, entre otras.

Entre las innovaciones financieras del euromercado se pueden mencionar los créditos sindicados a nivel internacional, financiamiento mediante la emisión de valores para proporcionar mayor liquidez a los portafolios, desarrollo del mercado de bonos de tasa variable (Floating Rate Note o F.R.N.), los servicios de emisión de pagarés (Note Issuance Facilities), realizados por instituciones financieras agrupadas para otorgar financiamiento de largo plazo, por medio de emisiones de corto plazo bajo diversas modalidades (aceptaciones bancarias, pagarés, etc.) y en distintas monedas. Estas emisiones adquieren mayor auge, a partir de la crisis de 1983. Los servicios de suscripción revolvente (Revolving Under Writing Facilities o RUF), son compromisos predeterminados por los bancos suscriptores, respaldando emisión de títulos a corto plazo, del emisor de que se trate. Los Swaps o intercambio de intereses o de divisas.

## **2. EMPRESTITOS INTERNACIONALES**

### **A. GENERALIDADES**

El concepto de empréstito internacional, abarca cualquier forma de financiamiento realizado en una moneda extranjera para el prestamista, prestatario o para ámbos.

Los empréstitos internacionales pueden clasificarse en dos categorías de origen bancario y los no bancarios, en el cuadro 8 se esquematizan las modalidades generales de éstos.

A continuación se comentan los empréstitos bancarios en forma general, los créditos sindicados se expondrán con mayor detenimiento en el siguiente apartado y lo relacionado a los bonos internacionales de igual forma.

**C U A D R O 8**

**MODALIDADES DE LOS EMPRESTITOS INTERNACIONALES**

**(Por su Naturaleza)**

---

<b>Bancarios</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Créditos de Proveedores</li><li>•Financiamiento de Proyectos</li><li>•Créditos Directos</li><li>•Créditos Sindicados</li></ul>
<b>No Bancarios</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Bonos Internacionales</li><li>•Bonos Extranjeros</li><li>•Eurobonos</li></ul>

---

## **B. MODALIDADES DE LOS EMPRESTITOS BANCARIOS**

### **CREDITOS DE PROVEEDORES**

Los otorgan generalmente los vendedores a los compradores, forman parte de los créditos al comercio exterior, típicamente son de corto plazo, autoliquidables y la garantía la constituye la transacción que se está financiando, comunmente son financiamientos a exportaciones e importaciones.

### **FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS**

Requiere de la aceptación y evaluación por parte del banco que lo otorgará para tener bases reales de que dicho proyecto generará los recursos suficientes para cubrir las deudas contraídas. Incluso los desembolsos sucesivos están condicionados a la presentación de evidencias que garanticen el avance del proyecto.

Se les da preferencia a aquellos que representan un negocio orientado al comercio exterior, debido a que, así garantizan la obtención de divisas necesarias para el pago del empréstito.

### **CREDITOS DIRECTOS**

Están constituidos por empréstitos y líneas de crédito otorgadas por los bancos comerciales a sus clientes ya sea corporativos o gubernamentales. Se les conoce así derivado de que un solo banco otorga el crédito a un solo cliente.

### **CREDITOS SIMDICADOS**

Son créditos otorgados por varios bancos, a través de una operación única de crédito, para un solo cliente o prestatario, pudiendo ser los bancos de uno o varios países, incluyendo el correspondiente al prestatario.

En el cuadro 9 se esquematizan las modalidades de los empréstitos bancarios por el origen y participantes de la transacción.

**C U A D R O    9**

**EMPRESTITOS BANCARIOS POR ORIGEN DE FONDOS Y PARTICIPANTES**

---

**Bancos que participan**

Uno solo: Crédito Directo  
Un Solo Cliente y un Contrato de Crédito.

Varios: Crédito Sindicado  
Un Solo Cliente o Prestatario, Una Operación de Crédito en un Solo Contrato.

**Origen Geográfico de los Fondos**

Mercados Nacionales: Si el prestatario es extranjero, el crédito internacional.

Euromercado: Créditos en euromonedas

---

### C. EVALUACION CREDITICIA DE LOS CLIENTES

Para toda operación de crédito, sea de cualquier ámbito, lo primero que debe evaluar la institución prestamista, es la capacidad de pago presente y futura del prestatario, para que cumpla oportunamente con las obligaciones contra-actuales ya sea de pago de comisiones, intereses y amortizaciones en las cantidades y momentos convenidos en la negociación del crédito respectivo.

El otorgamiento de créditos por la banca transnacional considera el grado de solvencia o riesgo asociado a un país, a sus corporaciones, organismos multilaterales, gobierno soberanos y las diversas dependencias o empresas pertenecientes a los mismos. Esta estrategia de diversificación de la cartera internacional requiere que periódicamente un comité de crédito establezca los límites de financiamiento que la institución financiera está dispuesta a otorgar, tanto por regiones como por países. Estos límites de financiamiento son conocidos como "Country Limits" y las variables que considera son:

1. La importancia que el país tenga para el banco
2. El monto del capital del banco
3. La calificación del riesgo

Los riesgos pueden ser clasificados de la siguiente forma:

1. Riesgo corporativo
2. Riesgo gubernamental
3. Riesgo soberano
4. Riesgo país

A continuación se da una breve explicación de los mismos.

- **Riesgo Corporativo.**- En primer lugar se toman en cuenta consideraciones de tipo estrictamente comercial que forman parte de todos los análisis de crédito, sin importar si son nacionales o internacionales. Este riesgo comercial se determina en función al análisis de sus estados financieros, situación del mercado industrial al que pertenece y sus perspectivas de mediano y largo plazo, y por todos aquellos indicadores que en razón de la solidez y eficiencia operativa de la corporación.

- **Riesgo Gubernamental.**- La banca transnacional le ha atribuido a las entidades gubernamentales una mayor solvencia que a las empresas nacionales de carácter privado. Su razonamiento se basa, en que un país aunque este en bancarrota, no entra en un proceso legal de liquidación, como lo haría una empresa privada; así los valores de recuperación son distintos. Sin embargo, si un país se niega rotundamente al pago de su deuda, las pérdidas pueden ser mayores que en el riesgo corporativo, ya que en caso de quiebra, los acreedores tienen la posibilidad de recuperar parte de la misma por los bienes que son objeto del proceso de liquidación.

Cabe mencionar que en muchos casos los gobiernos garantizan, subsidian o asumen parte de las deudas del sector privado, con la finalidad de no deteriorar la imagen crediticia del país en el exterior, cuando en determinado sector se enfrenta en serias dificultades para el pago de la misma.

- **Riesgo Soberano.**- Este se refiere al concepto ampliamente utilizado en el derecho público internacional, se refiere a todos los problemas vinculados con la posibilidad de entablar juicio, dictar sentencia y ejecución contra una soberanía, cuando ésta incurre en incumplimiento con sus acreedores externos.

Cuando un banco transnacional decide sobre la composición y avance deseado de su cartera internacional, considera éste riesgo para iniciar sus operaciones, en caso de que no sea su cliente la entidad soberana.

- **Riesgo País.**- Tiene dos componentes fundamentales; el político y el económico, que se basan en un análisis cuantitativo y cualitativo para llegar a saber si ¿querrá y podrá pagar el gobierno?

El componente político considera aspectos como los siguientes:

- La posible negativa de pagar la deuda contraída con el exterior por cualquier motivo.
- La confianza que la banca transnacional tenga en las acciones tomadas por las autoridades; para asegurar la continuidad en el servicio de la deuda, es común la firma del acuerdo de implantación de programas de ajuste económico, para países con problemas en su balanza de pagos celebrados ante el Fondo Monetario Internacional.
- Grado de oposición al régimen, como muestra de estabilidad política.

- Mecanismos institucionales existentes para la transmisión del poder.
- Estudio de varios indicadores relacionados con la estabilidad y el consenso social.

El componente económico del riesgo país considera los siguientes aspectos:

- Si el país tendrá en el futuro divisas disponibles en cantidad suficiente, es decir analizar su balanza de pagos en relación a:
- Cinco años antes y después de la fecha de preparación del estudio, preparando las proyecciones respectivas.
- Estructura y crecimiento de las exportaciones, ya que constituyen la fuente principal para obtener divisas. Observar si es monoexportador o exportador diversificado.
- El perfil de los productos y precios de su mercado de exportación.
- La estructura de exportaciones y el perfil de la demanda que hace el mercado internacional.
- Las corrientes de capitales para refinanciar las obligaciones contraídas.
- El grado de libertad de las autoridades cuantificado por el cociente de las reservas y las importaciones.
- Un análisis de la deuda externa ya contraída tanto del sector privado como público y los servicios que se derivan de la misma como es:
- Cantidades anuales asignadas a pagos de intereses y amortizaciones
- Porcentajes de la deuda privada y pública con el exterior, así como su estructura de plazos y el perfil de las amortizaciones.
- El cociente de la deuda y la exportación de bienes y servicios, que determinan el porcentaje que se asigna para el pago de la deuda de recursos originados del mercado de exportación.
- La presencia de las compañías internacionales en relación a otros países, ya que al estar éstas domiciliadas en dicho país son muestra de que éste es sujeto de negocios.

### 3. CREDITOS SINDICADOS EN EUROMONEDAS

#### A. GENERALIDADES

El concepto de crédito sindicado, en lo que se refiere a la agrupación de bancos que otorgan financiamiento a un solo cliente, no es nada nuevo. Desde la edad media se practicaba este tipo de operación mercantil varias casas bancarias se unían para financiar un solo proyecto distribuyéndose el riesgo.

Lo novedoso es la refinación de las técnicas utilizadas, la magnitud de las transacciones y la importancia que han adquirido al canalizar recursos en países en desarrollo (Este término considera a los gobiernos federales, repúblicas o reinos), que los han aplicado para financiar desde proyectos de inversión aislados hasta el mantenimiento de políticas económicas que han derivado tipos de cambio sobrevaluados a expensas del endeudamiento externo.

El mercado de los créditos sindicados está constituido por la oferta de bancos transnacionales, de la demanda la representan grupos empresariales, compañías transnacionales, gobiernos de países en desarrollo y de Europa oriental.

Este tipo de empréstitos constituyen una fórmula idónea para aquellos prestatarios con necesidades de obtener grandes cantidades de recursos financieros en un período de tiempo relativamente breve. Estas necesidades exceden la capacidad que un banco individual tiene para atenderlas, y que sin embargo la agrupación de varios bancos en un solo crédito superan dicho obstáculo al aportar recursos y compartir riesgos y ganancias.

Como los créditos sindicados son de mediano plazo (Entre tres y siete años) se financian con captación de corto plazo, se diseñó un mecanismo que ha permitido la transformación de los vencimientos, consiste en fijar una tasa de interés revisable periódicamente cada tres o seis meses, a efecto de adecuar el precio del empréstito con el costo de los fondos para la institución bancaria.

Es así como los países en desarrollo han encontrado una fuente de recursos desde la década de los 70's a la cual han acudido con mayor frecuencia y con necesidades de financiamiento más fuertes tal como lo muestra el cuadro 10.

C U A D R O 10

CREDITOS BANCARIOS EN EUROMONEDAS EN PAISES EN DESARROLLO

ANUNCIADOS PUBLICAMENTE

(Millones de Dólares)

AÑO	TOTAL ANUAL DEL MERCADO §/	A PAISES EN DESARROLLO	PARTICIPACION EN EL MERCADO ( % )
1970	4 730	446	9.4
1971	3 963	1 286	32.5
1972	6 796	2 414	35.5
1973	21 851	7 288	33.4
1974	29 263	7 318	25.0
1975	20 992	11 098	52.9
1976	28 849	15 017	52.1
1977	41 637	20 852	50.1
1978	70 169	37 290	53.1
1979	82 812	47 944	57.9
1980	77 392	35 054	45.3
1981	133 379	45 264	33.9
1982	85 015	41 519	48.8
1983	74 212	32 937	44.4

§/ Incluye créditos a países industriales, economías centralmente planificadas y organismos internacionales.

Fuente: Adaptado de "Mercados Internacionales de Capital", Alicia - Vázquez Seijas, editado por U.A.M.- A, Pág. 150.

La mención de que son anunciados públicamente, se refiere a que son difundidos en la prensa financiera internacional.

Como se ha tratado de demostrar los créditos financiados han sido muy importantes para la actividad financiera internacional por el enorme volumen de capitales que se han canalizado, gracias a la agrupación de bancos con poder económico que rebasan fronteras.

A continuación se presenta la forma en que se agrupan y el papel que desempeñan los bancos al otorgar este tipo de créditos.

## **B. PARTICIPANTES BANCARIOS**

El grupo de bancos que integran el sindicato y que constituyen una estructura en la cual pueden ejercer alguna de las siguientes categorías son:

1. Administradores del crédito (Managers).
2. Coadministradores (Comanagers).
3. Participantes (Participants).
4. Agente (Agent)

**Administradores del Crédito.** Son los bancos que han obtenido el mandato del prestatario para llevar a cabo la sindicación. El mandato muestra la culminación del proceso de sindicación del prestatario y dichos bancos, a fin de llegar a un acuerdo de los términos y condiciones del crédito.

Estos se reúnen para decidir consideraciones de la estrategia del crédito como son:

- Decidir con que porción del crédito se quedará cada uno en sus respectivas carteras, y en consecuencia qué porción del mismo se venderá.
- Si habrá o no coadministradores y el monto mínimo que tendrá que aportar para poder participar en la operación.

- Atender eventualidades y preparar la documentación necesaria para firmar el crédito.

En operaciones grandes y complejas aparece otra categoría, los administradores principales (Lead Manager), esta categoría es superior que los bancos administradores debido a que absorben una porción mayor de crédito.

Esta función es atractiva no solo por lo cuantioso que representa en sí la operación, sino también por las comisiones que se cobran por revisarlas, ya que al ser intermediarios deben satisfacer los intereses tanto del prestatario como del resto de los bancos que participan.

Es necesario que los bancos que representan esta función tengan el prestigio suficiente en el mercado, para que puedan vender el crédito al prestatario y a la vez que no sea en un precio tal para poder venderlo al resto de los participantes. Además deben de ser de un tamaño que permita en última instancia absorber porciones del mismo, superiores a las que habían planeado.

**Coadministradores.** Se comprometen a adquirir porciones al crédito inferiores a la adquirida por los administradores, pero superior a la del resto de los bancos participantes. Comúnmente disfrutan de una comisión por su participación y tienen un lugar preferente después de los administradores, en la publicidad de los créditos.

**Participantes.-** Generalmente son bancos de menor tamaño de cobertura regional que tienen relaciones mercantiles y de corresponsalia, entre otras con los administradores de la sindicación. Compran porciones pequeñas del crédito, en algunos casos reciben una comisión como parte de los diversos incentivos que pueden obtener como los siguientes:

- Obtener una porción del crédito en condiciones y términos muy atractivos.

- Incluir en su cartera una cierta cantidad de créditos internacionales.

- El prestigio que puede adquirir, al aparecer en la publicación de un crédito sindicado junto con los bancos más grandes del mundo.

- Obtener experiencia internacional y oportunidad de diversificar su cartera a expensas del respaldo de los bancos más grandes y prestigiados, a cambio de un riesgo muy moderado.

- Negociar con las cláusulas y restricciones legales adecuadas al caso con cierta protección jurídica que proporcionan los administradores y que en forma individual difícilmente le sería posible llevar a cabo.

**Agente.** En todas las operaciones existe uno, su principal función es llevar el control del crédito y actuar a nombre de todos los participantes. Se encarga de cobrarle al prestatario intereses y amortizaciones conforme al contrato del crédito y distribuirlas a cada uno de los participantes según la porción que tenga. Recibe una compensación especial "Comisión de Gente" que de igual forma que las otras comisiones corre a cuenta del prestatario y se expresa anualmente.

Esta categoría la puede ejercer uno de los administradores o puede no serlo. Debe mantener un estrecho contacto con el prestatario con objeto de obtener información económica y financiera relevante y actualizada, a fin de mantener informados oportunamente a los bancos participantes de posibles cambios importantes.

La mayoría de los créditos se anuncian en la prensa financiera internacional para hacerlos públicos. Lo que se anuncia es la portada también conocida como lápida, en ella se presentan los participantes y sus categorías, así como la moneda y el monto del crédito.

La sindicación se puede llevar a cabo bajo el compromiso de los mejores esfuerzos de los administradores o de un compromiso en firme:

- Sobre la base de los mejores esfuerzos de los administradores (Best Efforts Basis), consiste en que los administradores en la medida de sus posibilidades tratarán de obtener el monto total del crédito, sin que exista un compromiso formal que los obligue, en todo caso entregarán el monto que logran conseguir en el mercado.

- Sobre la base de un compromiso en firme (Firm Commitment), consiste en que los administradores se obligan a entregar al prestatario la cantidad originalmente acordada, es decir que si los administradores no pueden vender el crédito tendrán que aportar ellos la totalidad del mismo.

Quando se finaliza el proceso de invitación para participar en el crédito y si los administradores se encuentran que han obtenido un monto superior al requerido se dice que es una sindicación SOBRESUSCRITA, y se consulta al prestatario para saber si desea modificar el monto requerido. En el caso contrario cuando la sindicación no logra completar el monto, se dice que se trata de una sindicación INFRASUSCRITA o SUBSUSCRITA.

### **C. CARACTERISTICAS**

Las características que a continuación se comentan se refieren principalmente a los créditos otorgados a los deudores soberanos.

#### **Para sus Fines Generales**

Los empréstitos no están vinculados al financiamiento de un proyecto específico, el prestatario está en libertad de darles la aplicación que juzgue conveniente. En caso contrario los créditos otorgados por instituciones financieras oficiales, como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, que la mayoría de los créditos financian proyectos específicos y que son vigilados periódicamente por los otorgantes, que condicionan los sucesivos desembolsos a los avances del proyecto.

Los créditos sindicados tienen como origen el euromercado, se han destinado para financiar proyectos productivos, balanzas de pagos, como medios para evitar medidas correctivas, para mantener una moneda sobrevaluada y financiar fugas de capital. La carencia de vigilancia por parte del otorgante han hecho que los créditos sindicados en euromonedas sean muy atractivos para los deudores soberanos.

#### **Mega-Empréstitos**

El otorgamiento de créditos de montos cuantiosos por aportaciones de varios bancos, es una característica muy distintiva de los créditos sindicados, que a través de una sola operación que se negocia con varios bancos de una sola vez.

## **Riesgo Multibancario**

Lógicamente al agruparse para reunir el monto del crédito, también se distribuye el riesgo reduciéndose así el costo implícito en el mismo. En caso de incumplimiento por parte del prestatario, los bancos participantes pueden ejercer mayor presión al ser originarios de diversos países.

## **Ausencia de Garantías o Aavales**

Se respaldan por el buen nombre y honorabilidad del prestatario (Full Faith and Credit), es decir no se garantizan por ningún tipo de activo como podrían ser bienes, recursos naturales, oro del Banco Central, etc. Cuando se presentan dificultades para el pago no es posible embargar o ejecutar actos similares a fin de recuperar el valor de los créditos, y en cambio es costumbre que se recurra a la negociación de soluciones entre ambas partes.

## **Tasas de Interés Variables**

Son revisables cada tres o seis meses, a efecto de reflejar los costos del dinero en el mercado cambiario, debido a las variaciones de tasas que los bancos pagan a los depositantes, es decir los bancos tienen que comprar depósitos continuamente a diferentes plazos, durante la vigencia del crédito sindicado.

## **Rapidez en los Trámites**

El lapso que se da entre la obtención del mandato y la firma del crédito oscila entre seis y ocho semanas, para prestatarios ya conocidos en mercados internacionales. Esta rapidez se deriva de dos aspectos primordiales:

1. De la calidad de los funcionarios que administran los créditos del euromercado.
2. Del alto grado de desarrollo tecnológico en los sistemas de comunicación aplicados en los mercados financieros.

La sinergia lograda por ambos factores, permite una comunicación con medios de calidad, que proporcionan información privilegiada que dota a los funcionarios y a los prestatarios bases relevantes para la negociación de los créditos. Quizá esta cualidad compensa el costo del crédito, si consideramos otra fuente de financiamiento como es del Banco Mundial, que para otorgar financiamiento a un proyecto específico que tarda de uno a dos años desde que se inician las

negociaciones hasta el desembolso de los fondos. De igual forma si los fondos se originan en la banca transnacional tardaría menos que en los casos del financiamiento por organismos financieros multilaterales (Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo), pero más tiempo que un crédito sindicado. Es así como las opciones disponibles para que los deudores soberanos, principalmente obtengan recursos financieros del exterior, que en la mayoría de los casos están sujetos a diversos aspectos de condicionalidad y que proporcionan pequeñas cantidades relativas a un largo proceso para el desembolso de los recursos.

Lo anterior nos da una pausa para comprender la popularidad de los créditos sindicados entre los deudores soberanos, que les permitió acceso a cantidades muy fuertes de recursos, en breve tiempo y sin condiciones extremas.

#### **Sobre Tasa**

El precio que el prestatario paga por el crédito sindicado se formula como una sobre tasa (Spread), adicional a la tasa que se haya acordado como tasa de referencia en el contrato del crédito.

La tasa de interés de referencia más común es la LIBOR y la preferencial de E.U.A.

El término sobre tasa se refiere a que, en cada período de intereses, se pagará la tasa de interés (%) que, prive en dicho momento más un margen que es la sobre tasa convenida. Los contratos de crédito especifican los nombres de los bancos que servirán de referencia para que se formule un promedio de las tasas de dichas instituciones, para determinar la base aplicable para el pago de intereses.

La sobre tasa no debe confundirse con el costo real del crédito, ya que además de la sobre tasa que representa la base de pagos durante la vida del crédito, también se deben considerar desembolsos que hace el prestatario como impresión de documentación, viajes, asesorías, etc. Aunque la sobre tasa es la que verdaderamente afecta el costo del crédito, ya que las variaciones que tenga la tasa de referencia trae implicaciones financieras impredecibles. Por lo tanto la determinación de cual será la sobre tasa que se aplicará en un crédito sindicado es uno de los asuntos más críticos en la reestructuración del mismo y es una decisión que se toma bajo una negociación previa con el prestatario.

El porcentaje tiene que ser tal que en el momento de lanzar la operación al mercado, sea atractivo para que otros bancos se interesen en participar, pero no tanto que represente un alto costo para el prestatario.

La determinación de ésta se condiciona por factores generales y particulares. Los primeros se refieren a las condiciones del mercado, como el grado de liquidez del mismo. Si hay incremento de liquidez en el mercado, habrá una tendencia general hacia la disminución de la sobretasa y viceversa. Los factores particulares conciernen al prestatario, destaca el grado de solvencia, la aceptación y el prestigio que persigue el mercado del mismo. Así dentro de las condiciones del mercado un prestatario conocido tendrá posibilidad de obtener sobre tasas más bajas que otros que no lo sean, y que representen un riesgo mayor.

Las variaciones en los rangos de las sobre tasas reflejan los cambios en las condiciones del mercado. Cuando la demanda de crédito es mayor que la oferta, se denomina "Un Mercado Prestamista" (Lenders Market), mientras que el mercado de créditos sindicados que se caracteriza por una situación inversa es decir, abundancia de oferta con respecto a la demanda denominándose "Mercado de Prestatario" (Borrowers Market).

Durante los años de 1975 a 1978 muestra una tendencia de mercado prestamista ya que las tasas eran altas, derivado del exceso de demanda en relación a la oferta. Mientras que en los años de 1979 a 1981 se muestra un mercado de prestatarios, es decir que la oferta de créditos era mayor que la demanda. Es así como la sobre tasa es un indicador que resume las condiciones generales del mercado, en cuanto al costo de los créditos y de la selección de clientes.

#### **Pagos de Comisiones**

Los créditos sindicados conllevan una serie de comisiones, que el prestatario debe pagar, las más comúnmente aplicadas son:

**De Compromiso.** En el contrato de crédito se especifica que el prestatario puede retirar los fondos dentro de un periodo pactado conocido como de retiro de crédito (Drawdown Period). Después de este momento los bancos cobran dicha comisión sobre la parte del crédito que no sea retirada, en base a un porcentaje anual, a causa de que el banco tendrá los fondos comprometidos para dicho prestatario. Esta comisión varía  $\frac{1}{4}$  a  $1\frac{1}{2}$  de los fondos pendientes de retirar.

**C U A D R O 11**  
**SORRETASAS PARA PAISES INDUSTRIALIZADOS Y EN DESARROLLO**  
**DE LOS EUROREDITOS 1975 - 1981**

( 3 )

AÑO	S O B R E T A S A		R A N G O S	
	INDUSTRIALIZADO	EN DESARROLLO	INDUSTRIALIZADO	EN DESARROLLO
1975	1.39	1.59	1.00 - 1.75	1.25 - 2.00
1976	1.36	1.62	1.00 - 1.75	1.00 - 2.25
1977	.96	1.42	.50 - 1.50	.50 - 2.00
1978	.60	1.10	.25 - 1.25	.25 - 1.50
1979	.48	.78	.25 - 1.00	.25 - 1.50
1980*	.44	.74	.25 - .75	.25 - 1.50
1981**	.42	.85	.25 - .75	.25 - 1.50

\* Primer semestre

\*\* Segundo semestre

Fuente: Tomado de Mercados Internacionales de Capital, Ob. Cit.

Fuente Original: O'brien, R. "Private Banking Lending To Developing Country" Banco Mundial, Staff Working Paper No. 482, Agosto 1981.

**De Administración.** Esta se paga a los administradores y coadministradores del crédito, se negocia desde el inicio de la gestión de la operación, se paga al momento de firmar el contrato y su base es el total del crédito. También se le denomina "Comisión de Ataque" (Front-End Fee), que es distribuíble entre todos los bancos que ejercen la administración del mismo. Esta distribución se hace reflejando el nivel de los administradores con mayor participación, conocida como exclusiva o privilegiada (Praecipum), esta comisión varía entre un  $\frac{1}{2}$  % a 2% del total del crédito.

**De Participación.** Se paga a los bancos participantes en proporción a la magnitud de sus compromisos individuales, pueden ser hasta de .625% y muchos casos los bancos que participan con cantidades mínimas no reciben ninguna comisión.

**De Agente.** Generalmente consiste en una cantidad anual que se le paga al agente tras la duración del crédito, a causa de los servicios que desempeña.

A continuación se muestra una parte del contenido del contrato celebrado con Mexicana de Cobre, S.A. de C.V., con Banco Paribas, agente del crédito sindicado en julio de 1989.

#### **D. DOCUMENTACION**

Los administradores principales son los responsables de la preparación de la documentación que debe integrarse a la operación de crédito. esta documentación se representa principalmente por tres documentos básicos:

1. Telex de ofrecimiento,
2. Memorándum de colocación o prospecto; y
3. Contrato de crédito.

1. **Telex de ofrecimiento.** Es un documento de alta circulación debido a que es enviado a los bancos que posiblemente pueden estar interesados de participar en la operación, esto se hace en la etapa de venta del crédito. Esta operación la hace el o los administradores principales a nombre del prestatario.

**CREDITO DE BANQUE PARIBAS  
A MEXICANA DE COBRE, S. A. DE C. V.**

**MONTO:** \$210'000,000. de dólares

**FECHA DE CELEBRACION:** 25 de julio de 1989

**BANCOS ACREEDORES:** Banque Paribas (Agente en el Crédito Sindicado)

**AMORTIZACIONES:** 12 amortizaciones trimestrales consecutivas, a partir de diciembre de 1989.

**DESTINO:** Liberación total del crédito contraído con Nacional Financiera, S. N. C. por \$500 millones de dólares denominado con títulos de la deuda pública mexicana - reestructurada.

**TASA DE INTERES:** Libor por fijo a 3 años que se determinará en la fecha de desembolso del crédito, según condiciones del mercado, más 3%.

**GARANTIAS:**

- A) Aval de México Desarrollo Industrial Minero, S. A. (empresa subtenedora de acciones del mismo Grupo Industrial Minera México, S. A. de C. V.)
- B) Garantía prendaria de cuentas por cobrar que tiene Mexicana de Cobre de México, S. A.
- C) Contrato de depósito (Escrow-Agreement), con los pagos de las exportaciones realizadas al amparo del contrato de venta de áncodos de cobre de fecha 23 de junio de 1989, celebrado con N. V. Gangraale Trading Cy, S. A. por 400 toneladas mensuales celebrándose también un contrato de cobertura para fijar el precio del cobre durante la vigencia de la operación del financiamiento.
- D) La subordinación de los créditos entre las empresas del Grupo Industrial Minera México, S. A. de C. V., Industrial minera México, S. A. de C. V. y Minerales Metálicos del Norte, S. A. con Mexicana de Cobre S. A. de C. V.

El pago se realiza haciendo entregas mensuales de cobre a SOGEM, S. A. afiliada de Societé Generale de Belgique. Los fondos los otorgan once bancos. Con este crédito se liquida el que había contraído la empresa con NAFINSA de \$500 millones de dólares a una tasa de libor + 1.5 (12.5%).

Su contenido está compuesto principalmente con información sobre el prestatario y sobre los términos y condiciones del crédito; incluye, entre otros el nombre del prestatario, total del monto del crédito y moneda en que se efectuará, vencimiento y período de gracia, tasa de interés, sobre tasa, bancos de referencia, comisiones, leyes aplicables, banco agente y fecha de vencimiento de la oferta.

El propósito del telex consiste en determinar si los bancos deciden o no participar en el crédito, derivado de ésto se establece un límite de tiempo para responder que es generalmente de una semana y las respuestas se hacen llegar a la oficina de sindicaciones del administrador encargado de la venta del crédito. El tiempo límite es muy corto ya que las condiciones prevaecientes en los mercados financieros cambia día con día.

2. **Memorándum de colocación o prospecto.** Consiste en un folleto de alta circulación entre los bancos a quienes se invitan a participar para colocar el crédito, lo elabora por alguno de los bancos administradores con información proporcionada por el prestatario, sin embargo los administradores tienen cierta responsabilidad con respecto a la calidad y cantidad de información que está contenida en el prospecto. A causa de que se han originado conflictos relacionados con la información del memorándum de colocación, los bancos participantes entablan demandas judiciales contra los administradores, fundamentadas en que la información que se les prestó estaba incompleta o que no está correcta. Por ello los administradores renuncian a la responsabilidad de la información ahí contenida presentando un texto en las primeras páginas conocido como "disclarmar".\*/

El contenido del memorándum, presenta un listado de las condiciones y términos de la operación, cuando se trata de un deudor soberano además contiene; datos generales sobre el país, tamaño, fronteras, forma de gobierno, afiliación a organismos internacionales, todo esto en un apartado de información general. Un capítulo es dedicado a presentar estadísticas de la economía de la nación, incluyendo un análisis de las principales variables más relevantes y de los sectores que contribuyen en forma relevante en dicha economía, como podría ser energéticos, transportes, construcción, comunicaciones, etc. además de un estudio sobre la evolución de las finanzas públicas, de las operaciones del banco central y política monetaria.

Otro capítulo trata sobre el sector externo, específicamente cubre detalles de la balanza de pagos, destaca los principales países de

\*/ negar o desconocer.

exportación, entradas de capital y reservas del banco central. La última sección se dedica a aspectos relacionados con la deuda pública interna y externa, anexando un historial del pago de la deuda externa y comentando los problemas que se han presentado y como se resolvieron.

En caso de tratarse de un deudor corporativo, la información sobre el país se concreta y se le da mayor importancia a la información relevante sobre la empresa con estados financieros auditados durante cinco años previos a la operación, además información relativa con su administración, instalaciones, tecnología, número de empleados, principales productos liderazgo y competitividad en el mercado, así como toda aquella que proporcione bases para crear un criterio para conocer la línea de actividad de la empresa en su mercado específico.

**3. Contrato de Crédito.** Es un documento de circulación restringida, en este se estipulan formalmente los derechos y obligaciones de las partes contratantes; prestamistas, prestatario y agente.

En este se especifica la ley que lo regirá y los tribunales que tendrán competencia para dirimir las controversias que se suscitasen e incluyen las circunstancias causales de incumplimiento por parte del prestatario.

El conjunto de cláusulas y estipulaciones contenidas en el contrato tienen el objeto fundamental de darle protección y seguridad a los prestamistas durante la vigencia de la operación. Dependiente de la capacidad de negociación de ambas partes, es que las cláusulas pueden ser estrictas o rígidas, o amplias y flexibles.

En el caso de que el prestatario sea un deudor soberano los aspectos jurídicos adquieren un aspecto interesante y complejo, ya que, ésta, goza de privilegios e inmunidades, además los créditos no se respaldan en este caso con bienes reales, que al presentarse incumplimiento fuesen susceptibles de embargo y liquidación. Derivado de esto se estipulan una serie de cláusulas para dar protección ante la inmunidad a los prestamistas. Estas son:

- Inmunidad soberana
- Ley aplicable y jurisdicción
- Causas de incumplimiento
- Cláusula recíproca en caso de incumplimiento
- Compromiso de no innovar
- Pari - Passu

- **Inmunidad soberana.** En términos generales, los gobiernos no pueden ser enjuiciados sin su consentimiento ni en sus propios tribunales ni en los de otros países, la inmunidad soberana o inmunidad en el juicio, es extensiva a las propiedades que los soberanos tengan en el extranjero.

La doctrina sobre la limitación de la inmunidad soberana, sostiene que cuando un soberano participa en transacciones comerciales debe ser tratado como cualquier otro participante en actos mercantiles, para tal efecto se requiere que el contrato respectivo, que el soberano renuncie a su inmunidad de juicio. De ahí la inclusión de una cláusula de renuncia a la inmunidad soberana (waiver of sovereign immunity)

- **Ley aplicable y jurisdicción.** Una vez que el soberano ha aceptado renunciar a la inmunidad en juicio, es preciso determinar que leyes y en qué jurisdicciones serán aplicables a la operación. Regularmente estos contratos están regidos por las leyes de Nueva York o de Londres, en función de la experiencia que ambas plazas tienen es el tratamiento de cuestiones financieras internacionales. También estas plazas se especifican como sedes; de los tribunales facultados para tener jurisdicción en caso de litigio. Estos foros son considerados por los acreedores como imparciales, aunque la ley aplicable no es necesariamente la correspondiente a la del país que se asignó la jurisdicción.

- **Causas de incumplimiento.** Esta detalla los hechos que permitirán a los prestamistas declarar que el crédito está en estado de incumplimiento, en este caso los acreedores están facultados para iniciar una serie de acciones de carácter legal, para proteger sus intereses.

- **Cláusula recíproca en caso de incumplimiento.** Esta consiste, en que, si un prestatario soberano comete incumplimiento en un contrato de crédito, esta situación habilita a los demás contratos que ha celebrado y que contengan dicha cláusula. La inclusión de esta cláusula les permite a los prestamistas declarar el incumplimiento y exigir el reembolso anticipado del empréstito, cuando el prestatario no está cumpliendo con cualquier otro acreedor en cualquier otro crédito.

El propósito de esta cláusula es presionar al prestatario a no dar preferencia a ninguno de sus acreedores y en consecuencia colocarlos en igualdad de circunstancias. Esta cláusula ha sido discutida porque las implicaciones para el prestatario, son muy severas. El incumplimiento en una transacción sin importancia mayor puede resultarlo con todos los bancos en las distintas operaciones, llegando a provocar una crisis de pagos al enfrentarse con la obligación del

pago inmediato de todos sus créditos pendientes. Es así como, el prestatario no puede optar por soluciones parciales de pagar a unos bancos y a otros no. En cambio deberá negociar con todos los bancos acreedores, a fin de llegar a acuerdos de reestructuración por medio de convenios, dando un trato en condiciones idénticas a los participantes.

- **Compromiso de no innovar.** Esta cláusula compromete al prestatario a no otorgar a otros acreedores en operaciones posteriores garantías, de las que no disfruten los acreedores actuales. Su objetivo es establecer una igualdad de condiciones entre el mismo tipo de acreedores y asegurar que los ingresos futuros del prestatario permanezcan libres, para satisfacer los reclamos de los acreedores generales en una base proporcional, en caso de dificultades de pago.

- **Pari-Passu.** Refuerza lo estipulado en las cláusulas anteriores, al exigir una situación jurídica de los acreedores del crédito en particular, con los de otras operaciones posteriores que puede llevar a cabo el prestatario. Nuevamente se refuerza la igualdad de condiciones para el mismo tipo de acreedores.

En general las cláusulas se establecen, a fin de proteger y asegurarse el prestamista, pero cuando un deudor soberano entra en incumplimiento con sus acreedores externos, se debe regularmente a que no tiene divisas para cumplir con sus obligaciones y sólo en casos excepcionales, a que se niegue reconocer los compromisos adquiridos. Además todas estas cláusulas ejercen una presión política y económica de mucha consideración, al estar involucrados bancos de diversos países y que a su vez el deudor soberano debe cuidar su imagen crediticia para conservar prestigio y solvencia financiera. Sin embargo, las relaciones entre ambas partes suelen caracterizarse más por la cooperación que por la confrontación, ya que al prestamista le interesa cobrar aunque sea bajo un esquema diferente al que inicialmente había pactado en el crédito, mientras que al prestatario le interesa conservar una imagen y prestigio de solvencia crediticia fundamental para tener acceso al crédito bancario.

Es común que al presentarse problemas de pagos de los deudores soberanos, los bancos acreedores condicionen los futuros créditos, a que se reestructuren los ya existentes, y a que firme el prestatario un convenio con el FMI, para un programa de ajuste económico, a efecto de asegurar que el deudor aplique políticas económicas que permitan el cumplimiento de las obligaciones financieras contraídas con el exterior.

#### **4. BONOS INTERNACIONALES.**

##### **A. GENERALIDADES.**

El mercado de créditos en euromonedas y el de bonos internacionales, constituyen los dos pilares de la intermediación financiera a nivel internacional.

El mercado de bonos es diferente al bancario, derivado por la naturaleza de las instituciones que actúan como intermediarios, así como de los títulos que se operan en cada caso. Los participantes del mercado son:

- **Emisores.** Estos encuentran en la colocación de bonos una fuente de financiamiento. Son gobiernos soberanos incluyendo a sus dependencias y entidades, compañías transnacionales y organismos como el Banco Mundial, el Banco interamericano de Desarrollo, la Comunidad Europea del Carbón y Acero, etc.

- **Inversionistas.** Compradores de los bonos. Son bancos centrales, fondos de pensiones de empresas multinacionales, compañías de seguros y fideicomisos, todos éstos como inversionistas institucionales, además existen inversionistas individuales.

- **Intermediarios.** Son casas de corretaje y bancos de inversión. La calidad crediticia del emisor desempeña un papel muy importante, que se basa en el desempeño económico-financiero de la empresa a través del tiempo de sus utilidades, liquidez endeudamiento, desarrollo en el mercado que compete e historial del pago de sus obligaciones incluso existen empresas que se dedican a publicar en los medios financieros la calificación de los bonos, entre éstas se encuentran la "Moody's Investors Services, Inc. y la Standard & Poor's Corporation que pertenecen a E. U., a continuación se presenta el sistema de calificación de la Standard & Poor's.

**CALIFICACION****SIGNIFICADO**

<b>AAA</b>	Riesgo mínimo, la mejor calidad.
<b>AA</b>	Poco riesgo, muy buena calidad.
<b>A</b>	Características favorables, buena calidad.
<b>BBB</b>	Ciertas características especulativas, calidad mediana.
<b>BB</b>	Características especulativas, calidad inferior a mediana.
<b>B</b>	Adolece de características de una inversión recomendable. Baja calidad.

Como se puede observar el riesgo está asociado al rendimiento en relación directa, es decir a mayor riesgo mayor rendimiento, esto repercute en el costo de los bonos, ya que el inversionista acepta un menor rendimiento a cambio de un riesgo también menor.

Existen títulos que han adquirido gran popularidad en el mercado de deuda corporativa de Estados Unidos, conocidos como bonos chatarra (Junk Bonds) emitidos comúnmente por compañías poco conocidas, que no han sido descubiertas en los mercados de capitales, que todavía no se desarrollan potencialmente o que no alcanzan una calificación adecuada de sus emisiones.

En virtud de lo anterior son títulos que tienen altos rendimientos para equilibrar el riesgo que corre el inversionista.

En el caso de los bonos internacionales, los bonos que se cotizan en éste, son de la mejor calidad aunque no se acostumbra a calificarlos, se toman como referencia las calificaciones que tengan títulos del mismo emisor en el mercado nacional, con el fin de conocer su categoría crediticia.

El dinamismo e innovación han sido constantes en el desarrollo de este mercado. Esto se ha reflejado en la creación de una variedad de títulos capaces de satisfacer necesidades de emisores e inversionistas en un mercado caracterizado por ser volátil en tasas y tipos de cambio.

Los bonos consisten en una emisión de obligaciones de largo plazo que efectúan los emisores para hacerse llegar los recursos financieros y que a cambio conviene:

1. Pagar intereses a los compradores en las fechas y cantidades acordadas.

2. Redimir el principal, esto es la cantidad indicada en el título llamado también valor nominal, ya en una fecha determinada o de acuerdo con un sistema preestablecido de reembolso.

Los bonos son títulos negociables y al portador, en caso de ser convencionales cuentan con tasas fijas y vencimientos de 15 a 20 años.

La relación entre emisor y comprador se formaliza con un contrato, que de acuerdo al tipo de emisión pueden o no tener garantías y los tenedores pueden tener facultades para intervenir en el control de la administración del emisor, además el contrato contiene las prioridades que tiene el tenedor sobre los activos del emisor en relación a los otros acreedores.

Cabe mencionar que el tenedor no es igual al accionista, el primero tiene derecho a un interés fijo predeterminado haya o no ganancias en la entidad, mientras el segundo absorbe una parte proporcional a sus acciones del resultado financiero de la empresa. Además que en caso de liquidación y/o disolución los tenedores tienen preferencia de que se les pague sobre los accionistas. La naturaleza de esto se deriva de que los tenedores son constituidos de crédito, es decir son acreedores, mientras los accionistas son socios.

Los factores que intervienen en la rentabilidad de un bono son entre otros:

1. El riesgo de incumplimiento del emisor de pagar intereses o el principal, de ahí el prestigio crediticio del emisor.

2. El período de vencimiento.

3. Características en cuanto a su redención, esto es, si el emisor puede o no redimirlos antes de lo programado.

4. El régimen fiscal sobre los intereses recibidos por el tenedor.

5. Los movimientos de las tasas de interés y de los tipos de cambio.

Este último factor tiene un comportamiento que cuando las tasas de interés suben, la circulación de los bonos disminuyen y viceversa, a la vez que a mayor plazo de vencimiento, mayores serán las oscilaciones de los bonos en respuesta a los cambios de las tasas de interés. Ya que el valor nominal no se altera, en cambio su precio se ajusta por lo que se dice que se venden bajo la par, es decir que el valor nominal sea mayor al precio de venta, o bien que se vendan sobre la par, el precio de venta es mayor al valor nominal.

Los bonos al ser inversiones de largo plazo, su rendimiento depende de las tendencias devaluatorias o revaloratorias, de las monedas, así como la paridad, afectan al pago de intereses y en su momento a la redención del principal. Las monedas fuertes con tendencias revaloratorias pagarán intereses más bajos, mientras que en el caso de monedas débiles pagarán intereses más altos. De tal forma las distintas tasas de interés compensan al inversionista de los movimientos de las paridades cambiarias.

Los bonos internacionales se emiten en monedas fuertes, los principales son el franco suizo, el yen, el marco y el dólar. También se emiten denominados en monedas compuestas, entre las que destaca, el ECU (European Currency Unit) o Unidad Monetaria Europea, que está compuesta por una canasta de monedas de los países que integran dicha comunidad. En el cuadro 1 se presenta un ejemplo de como se compone la Unidad Monetaria Europea, en el cuadro 2 se muestra las monedas y los montos de emisiones de bonos en el euromercado.

La emisión de los bonos puede ser pública o por colocación privada. En ambos casos, las instituciones intermediarias se comprometen en firme con el emisor a suscribir dichos valores, eliminando el riesgo relacionado con la colocación de los títulos.

Las emisiones públicas se registran y cotizan en la bolsa de valores, esto implica que el emisor exhiba gran cantidad de información económica-financiera de acuerdo a la normatividad de la bolsa en cuestión. Generalmente se colocan entre un grupo amplio de inversionistas, tanto individuales como institucionales. Los bonos denominados en dólares usualmente se registran y cotizan en las bolsas de valores de Londres y Luxemburgo.

Las colocaciones privadas se distribuyen entre un número reducido entre inversionistas institucionales. Generalmente no se registran en ninguna bolsa de valores, presentando la desventaja de carecer de mercado secundario. La preparación de este tipo de operación es menos costosa que en el caso de emisiones públicas al no registrarse

**CUADRO 12**  
**COMPOSICION DEL ECU**  
**VALOR Y PONDERACION**

MONEDA	COMPOSICION	% DE PONDERACION	
		ENERO 1981	JUNIO 1981
MARCO	.82800	32.39	32.50
LIBRA ESTERLINA	.08850	16.14	16.80
FRANCO FRANCES	1.15000	19.46	19
LIRA	109	9	8.70
FLORIN	.28600	10.31	10.10
FRANCO BELGA	3.66000	8.90	8.80
CROWN DANES	.21700	2.74	2.70
POUND IRISH	.00759	.72	1.10
FRANCO DE LUXEMBURGO	.14000	.34	.30
		100	100
1 ECU =	U.S .	\$1.31040	\$1.17505

FUENTE: Willian H. Baughn, "The International Banking Hanbook" pag. 384.

en alguna bolsa y no tener que preparar información para las diversas supervisiones correspondientes para el registro. Sin embargo, tienen que pagar una tasa de interés más cara que la emisión pública.

Los nuevos emisores utilizan la colocación privada para penetrar al mercado creando cierta imagen que les permita captar a un grupo selecto de inversionistas institucionales y para proceder en su momento a la realización de una emisión pública.

## **B. PRINCIPALES CLASES DE BONOS**

A pesar de que existe una gran variedad de bonos, los más utilizados son los siguientes:

1. Bonos convencionales de tasa fija (fixed rate bonds)
2. Bonos de tasa variable (floating rate notes)
3. Bonos convertibles (convertible bonds)
4. Certificados de garantía (warrants)

1. **Bonos convencionales.** Son obligaciones de largo plazo, con una tasa de interés fija durante la vigencia del título, pueden ser emitidos por una moneda simple o compuesta. Las nuevas emisiones anuales están afectadas por la inflación, las tasas de interés y los tipos de cambio. Así la tasa de interés está sujeta a fluctuaciones periódicas que dependen de las expectativas cambiarias, inflacionarias y de tasas de interés, este tipo de bonos tienen un lugar consolidado en el mercado. Y el pago de sus intereses se hace anualmente.

2. **Bonos de tasa variable.** También conocidos como pagarés de tasa variables o como bono híbrido. Son bonos negociables, al portador, sin garantías y su vencimiento puede ser de cinco a siete años y con una tasa variable que la ligan al comportamiento de alguna tasa de interés del mercado de dinero, es decir de corto plazo.

La mención de bono híbrido se debe, a que combina características de un crédito sindicado y de un bono. al igual que los créditos sindicados manejan la tasa variable mediante una sobre tasa adicional a la tasa de referencia, generalmente la libor a seis meses para depósitos en dólares y en algunos casos la libor a tres meses. también varía conforme a la imagen del emisor y a las condiciones del mercado.

**CUADRO 13**  
**EMISIONES DE BONOS INTERNACIONALES EMITIDOS EN MONEDAS FUERTES**  
**( MILLONES DE DOLARES )**

PAIS	1976	1977	1978	AÑO 1979	1980	1981	1982
MARCO ALEMAN	2,821	5,215	6,531	5,881	4,254	1,055	4,272
FRANCO FRANCES	62	0	103	374	1,002	513	0
YEN JAPONES	0	111	79	184	301	535	549
GUILDER HOLANDES	467	363	384	308	788	453	552
DOLAR DE E.U.A.	9,999	12,336	7,693	11,095	13,664	23,024	40,249
COMPOSICION LA UNIDAD ECONOMICA	103	34	235	413	99	818	1,862
DOLAR CANADIENSE	1,450	654	0	468	270	649	1,083
DINAR DE KUWAIT	304	130	481	384	26	26	81
LIBRA ESTERLINA	0	221	287	291	1,089	826	981
RIVAL DE ARABIA SAUDITA	0	103	95	0	0	0	0
SCHILLING AUSTRIACO	0	0	0	0	235	0	0
CORONA NORUEGA	0	0	0	0	100	78	32
OTRAS MONEDAS	162	317	52	139	346	229	31
TOTAL	15,368	19,484	15,940	19,537	22,174	28,206	49,692

FUENTE: Willian H. Baughn, "The International Banking Handbook" pag. 209

Este tipo de bonos devenga intereses cada tres o seis meses, pagaderos al vencimiento. Un atractivo especial, es que tienen una tasa mínima de interés de tal forma que el cupón efectivo en cualquier fecha de pago es más alto que:

- El cupón mínimo predeterminado para la emisión y
- La tasa interbancaria prevaleciente en el mercado por la sobretasa pactada.

Al finalizar cada período de pago de intereses, se determina la fórmula (tasa y sobretasa) que regirá durante el siguiente, esto a fin de proteger al inversionista contra una abrupta declinación de las tasas de interés a corto plazo.

Para las emisiones con vencimiento mayor a cinco años, es común que cuenten con un fondo de amortización, que obliga al emisor, a ir retirando del mercado títulos a la par, en ciertas fechas y montos específicos. De tal forma que se acorta efectivamente la vida de la emisión y en consecuencia se tiende a fortalecer al mercado secundario, dando bursatilidad a la inversión y añadiendo grado de liquidez y flexibilidad a su portafolio. La innovación ofrecida por estos bonos, era atractiva tanto para emisores como para inversionistas, en épocas de altas tasas de interés, captando recursos a largo plazo con la expectativa de pagar en el futuro tasas más bajas, reflejo de los cambios esperados en las condiciones de mercado. Es así como el inversionista adquiría un título de largo plazo, vinculado con el pago de intereses de tasas de corto plazo altas, sin comprometer recursos a futuras tasas bajas con el concepto de que sean fijas, previendo fluctuaciones importantes de las tasas de interés.

Los principales emisores son: empresas transnacionales, gobiernos soberanos de reconocida solvencia y bancos, que participan dinámicamente en el mercado, como emisores o inversionistas.

Los bonos de tasa variables, tienden a ser más atractivos que los depósitos bancarios, los certificados de depósitos y otras alternativas del mercado de dinero, ya que devengan una sobretasa a la libor.

**3. Bonos convertibles en acciones.** Conocidos como convertibles, pertenecen a la familia de las opciones, contratos que le dan al tenedor el derecho de convertirlos en acciones comunes del emisor. También les llaman híbridos por combinar características de bonos y acciones. Esto se ejerce en las fechas y en los términos y condiciones pactadas al momento de que se efectúa la emisión destacando la razón y el precio de conversión, es decir el número de acciones al que tendrá derecho el tenedor al momento de efectuar la conversión. El precio de conversión se determina de esta forma:

Precio de conversión = Valor a la par/no. de acciones recibidas

Precio de conversión = Valor nominal/no. de acciones recibidas

Cuando se convierten los bonos, no se desembolsa capital adicional, ya que el valor nominal del bono se utiliza para comprar acciones, de tal forma que las deudas se reemplazan por acciones comunes.

Para los emisores que ven en este tipo de bonos una forma de abaratar el costo del financiamiento, ya que los bonos convertibles se colocan con cupones más bajos que los ordinarios. Además la posibilidad de convertirlos en acciones compensa el que éste sea comparativamente más bajo, ya que puede participar de las futuras ganancias de la empresa. En resumen para el inversionista es atractiva, por representar un riesgo menor que el invertir en acciones comunes ya que a diferencia del accionista, el tenedor de bonos convertibles recibirá el pago de intereses independientemente de que los accionistas cobren o no dividendos, librándose así de los reveses de los resultados de las empresas emisoras. Así los tenedores de estos títulos reciben una cantidad por concepto de intereses en la forma periódica que se haya estipulado en la escritura de emisión, además podrán optar entre recibir la amortización de la deuda, o bien convertir sus títulos en acciones comunes o preferentes de la misma emisora. 2/

4. **Certificados de garantía.** Incorporan la opción de comprar acciones comunes del emisor, que son desprendibles del certificado y susceptibles de ser negociadas en forma autónoma, pudiendo así negociarse en el mercado secundario en forma independiente. La vida de los certificados varía según la emisión y puede ir de seis meses hasta varios años.

Cuando se ejercen los certificados de garantía, la emisión de bonos permanece en circulación, de tal forma que su conversión resulta para la empresa como aportación de capital nuevo.

2/ El nuevo Sistema Financiero Mexicano, Eduardo Villegas H. y Rosa Ma. Ortega C. Ed. Pac. p.p. 308.

### C. BONOS INTERNACIONALES

Se definen como "la suma de emisiones realizadas, durante un período, en los mercados de bonos extranjeros y en los eurobonos". 10/

El criterio que va a permitir determinar a que categoría permanece una emisión dada, se basa, si los títulos se emiten y son colocados en el mercado de capital correspondiente a la moneda de denominación de los mismos.

#### Bonos extranjeros

"Son aquellos emitidos y colocados en un país diferente al prestatario y denominados en la moneda del país donde se emiten".

Estos bonos no son denominados en la moneda del país de origen del emisor, si no en la del país donde se emiten y en que se venden. Los intermediarios encargados de efectuar la emisión, son residentes del país donde también es emitido y vendido el título, así como los inversionistas que comprarán los bonos. Por lo tanto el emisor queda sujeto a cumplir y observar todas las normas y disposiciones que privan en dicho mercado.

Para que un país se convierta en residente de un mercado de bonos extranjeros, se necesita que su balanza de pagos sea favorable, ya que la colocación de bonos por emisores extranjeros representa una salida de capital, y que si dicho país tiene problemas con su balanza de pagos esta situación agravaría sus dificultades. Además su moneda debe ser "estable".\* La moneda en cuestión, debe ser considerada así, tanto por emisores como por inversionistas, ya que a los inversionistas no les conviene que ésta tenga tendencias devaluatorias y a su vez a los emisores, que tenga tendencias devaluatorias. En segundo caso por que, encarece los pagos de intereses y capital para el emisor, mientras que para el inversionista se le presentarían circunstancias inversas. Es decir, recibirían intereses que comparados con el valor de otras monedas se encontraría perdiendo capital por las razones devaluatorias.

10/ Vázquez Seijas, Alicia, "Mercados Internacionales de Capital"  
Universidad Autónoma Metropolitana - Azcapotzalco.  
México, agosto-1989 p.p. 183

\* Aunque ningún valor es estable realmente.

En la siguiente gráfica, se muestra la participación porcentual de las diferentes monedas en la emisión de bonos extranjeros, en el año de 1986.

#### Eurobonos.

Son aquellos bonos que no se colocan en el mercado nacional correspondiente a la moneda de denominación de los títulos y que su colocación se hace en mercados diferentes al de su moneda de origen. Este rasgo los hace diferentes a los extranjeros que se emiten y colocan en un mercado específico.

Los Eurobonos son emitidos al portador y los intereses y el capital son pagaderos libres de impuesto, su emisión se hace a través de un grupo suscriptor internacional que integra a intermediarios financieros de varios países que residen también en varios países. Al no estar supeditados a un mercado específico, constituyen un sector que es el menos controlado, dentro del mercado de bonos internacionales, es por ésto que son altamente activos y libres, por lo cual requieren de eficiencia, creatividad e innovación. A pesar de que no están sujetos a controles específicos, se han creado instituciones que actúan como intermediarios que mantienen la intención de conservar y fomentar orden en el mercado entre estas instituciones destacan:

- . La Asociación de Agentes de Bonos Internacionales,
- . La Asociación de Mercados Secundarios,
- . La Asociación Internacional de Mercados Primarios, y;
- . La Asociación Internacional de Agentes de Intercambios.

En la siguiente gráfica se muestra la participación de las monedas en la emisión de eurobonos.

El mercado de eurobonos contrasta con el de bonos extranjeros, como podemos observar el dólar es la moneda que mayor porcentaje absorbe en eurobonos, mientras que en bonos extranjeros es el franco suizo, sin embargo, el yen conserva una posición respetable en ambos mercados.

La expansión del mercado internacional de bonos, adquirió auge a partir de la crisis de pagos que se presentó a principios de la década pasada. De hecho, muchos cambiaron su política de cartera, optando por invertir más en valores como bonos de tasa variable, que en

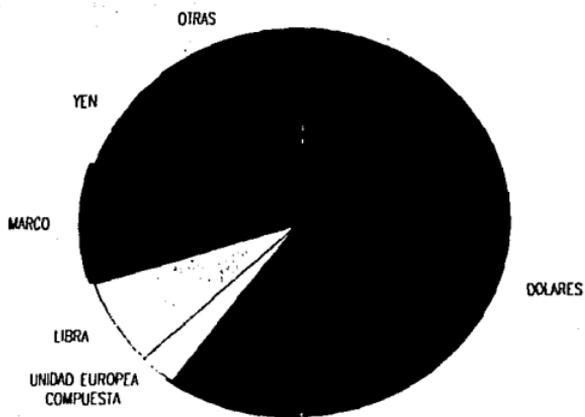
GRAFICA 5

MERCADO DE BONOS EXTRANJEROS POR MONEDA DE EMISION EN 1986



GRAFICA 6

COMPOSICION DEL MERCADO DE EURO BONOS POR MONEDAS



créditos. Dicha tendencia recibió el nombre de "valorización" (securitization), la preferencia a estos instrumentos diferentes a los créditos se basa en que con los bonos se adquiere mayor liquidez y bursatilidad.

#### D. SWAPS

La palabra swaps en inglés significa "trueque o intercambio", fue adoptada en los círculos financieros para describir a las operaciones que implican un intercambio de activos financieros -esencialmente créditos- o sus respectivas condiciones.

Los swaps tienen su origen en forma paralela al desarrollo de los euromercados, que como ya se ha visto dichos mercados presentan ventajas sobre barreras legales o fiscales para los inversionistas y emisores al poder explotar la posibilidad de operar en dos mercados diferentes. Los principales géneros de estos instrumentos son:

1. Intercambio de intereses
2. Intercambio de divisas
3. Intercambio de deuda por deuda
4. Intercambio de deuda por capital
5. Intercambio de deuda pública por capital.

Los tres últimos géneros de swaps tienen por objetivo, el reducir el nivel de endeudamiento externo a la vez de fortalecer la situación financiera de las empresas y/o fomentar la inversión extranjera.

1. Intercambio de intereses. Pueden ser de varios tipos, el más común, consiste en el intercambio de los correspondientes a un título de tasa fija con otro de tasa variable, ambos emitidos en la misma moneda. La tasa variable comúnmente utilizada es la Libor a seis meses para depósitos en aurodólares. Cabe mencionar que en estas operaciones, el principal de la emisión no se intercambia, solamente el pago de intereses. 11/

11/ Vázquez Seijas, Alicia ob. cit. pág. 205

Un emisor muy prestigiado en los mercados de capital, coloca bonos a tasas más bajas, que otro que no lo es. Los emisores no muy conocidos no pueden colocar bonos a largo plazo con tasa fija, por la selectividad que priva en el mercado. En otras ocasiones, los emisores que sí podrían hacerlo, por sus status crediticio tendrían que pagar cupones demasiado altos.

Utilizando la mecánica de los swaps de intereses, el emisor menos prestigiado puede obtener financiamiento a largo plazo con tasa fija, mientras que el más prestigiado también obtiene beneficios.

Supongamos una empresa alemana con prestigio como Bosh emite bonos AAA con tasa fija, del 8% y obtiene financiamiento de la libor + 1/8. Y que una empresa francesa de mediano tamaño y poco conocida tiene dificultad para colocar bonos BB con tasa fija del 10%, que tiene que pagar la libor + 3/8. Posteriormente ambas empresas deciden intercambiar intereses durante el período de vida de los títulos, ya que es el mismo, mediante un análisis descubren que les interesa apalancarse; a la alemana reduciendo la tasa variable y a la francesa ahorrando en su tasa fija, tal como se muestra en el cuadro 14.

Así el emisor AAA procede a colocar bonos convencionales al 8%, mientras que el BB coloca bonos de tasa variable de la libor + 5/8.

Al cerrar el contrato de intercambio, el emisor BB se compromete a pagar al AAA una tasa de interés fija de 9 7/8, mientras que el emisor AAA pagará la libor +5/8 correspondiente a la emisión del BB.

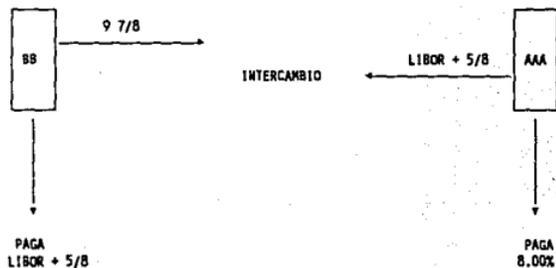
**2. Intercambio de divisas.** Lo que importa en este tipo de operaciones, es el acceso que cada emisor tiene en los mercados de capital de monedas que son de interés para otros emisores que no tienen acceso o que no gozan de condiciones favorables en cuanto a plazo, monto y costo. En tales casos, las condiciones están dadas para que dos emisores concerten una operación de intercambio de divisas mediante el canje de fondos obtenidos por cada uno de ellos a través de la colocación de obligaciones en los mercados donde obtienen ventajas comparativas.

Entre los incentivos que se pueden obtener contratando este tipo de intercambio destacan 12/:

12/ Vázquez Seiija, Alicia, ob. cit. pág. 207

CUADRO 14  
INTERCAMBIO DE INTERESES

EMISOR	BONOS CONVENCIONALES	BONOS TASA VARIABLE
AAA	8.00%	LIBOR + 3/8
BB	10.00%	LIBOR + 5/8
DIFERENCIA EN EL COSTO DE FINANCIAMIENTO 2.00%		1/4



1. Abaratamiento del costo de recursos financieros
2. Acceso a mercados de capital que sin swaps no sería posible
3. Diversificación de las fuentes de financiamiento
4. Obtención de la moneda deseada a través de la emisión de títulos en una moneda diferente.
5. Aprovechar que un país no se cargan impuestos al pago de intereses por créditos contraídos en el extranjero, mientras que en otro sí lo harían. 13/

La operación de intercambio de divisas efectuadas en 1981 entre el Banco Mundial y la IBM, sirvió de ejemplo para estimular el crecimiento de este tipo de operación. El Banco Mundial financia la mayor parte de sus empréstitos a países en desarrollo, obteniendo recursos de los mercados internacionales principalmente con la colocación de bonos.

Cabe mencionar que el Banco Mundial es una institución que goza de solvencia y prestigio crediticio, facilitándole el acceso a los mercados. En ocasiones requiere colocar títulos que no pueden ser absorbidos por un mercado específico, por lo que entrar en una operación de intercambio de divisas con un entidad similar, le resulta conveniente.

Este tipo de operaciones las inició el Banco Mundial, cuando el banco estaba endeudándose en sus límites, oficiales en cuanto a monedas distintas al dólar, a la vez que la tasa real y nominal del dólar se encontraban en niveles muy altos entre el 14, y el 16% cuando en otras monedas estaban alrededor del 7%. En 1983 mediante el uso de los SWAPS el banco obtuvo fondos al 8.72% que de no haber contraído el intercambio los hubiera efectuado a un costo promedio del 10%, gracias al acceso de monedas como marco alemán, el franco suizo y el yen que tenían costos nominales más bajos que el dólar. 14/

Los bancos norteamericanos que más participan en este tipo de operaciones son: Citibank, Bankers Trust y Morgan Union Bank of Switzerland y Lloyds Bank y en relación a casas de bolsa con más

13/ Aguilera, Héctor. "El discreto encanto de los swaps". revista, capital mercados financieros. Número, México 1988. p.p. 31.

14/ Wallich, Christine I., "Los swaps de moneda del Banco mundial, Técnica novedosa para ampliar el alcance del endeudamiento y disminuir su costo". Finanzas y Desarrollo, Junio 1984, publicado por BM, Washington, D. C. pág. 15 19, obra citada por Vázquez Seijas, Alicia ob. cit. pág. 208

participación en este mercado son: Salomon Brother, First Boston y Nomura Securities. 15/

Un ejemplo esquemático puede ser el siguiente. Dos emisores con la misma calidad crediticia AAA, uno quiere obtener francos suizos y goza de condiciones favorables en el mercado de dólares norteamericanos, otro quiere obtener dólares norteamericanos y por su calidad crediticia puede obtener en el mercado francos suizos en condiciones favorables. En estos términos, las condiciones para que ambos emisores efectúen un intercambio de divisas son propicias. Dicha transacción se presenta en tres etapas.

- 1\* Intercambio inicial
- 2\* Intercambio durante la vigencia del acuerdo
- 3\* Intercambio final

En la etapa inicial cada emisor coloca bonos denominados en sus respectivas monedas, durante la vigencia del acuerdo el emisor II recibirá del emisor I la cantidad de francos suizos necesarios para que pague a los tenedores los intereses correspondientes y a su vez el emisor II hará la misma operación pero en dólares norteamericanos. En el intercambio final al llegar la fecha de vencimiento de cada una de las emisiones el emisor I entregará al II los francos suizos necesarios para redimir su emisión y viceversa. Generalmente la transacción de intercambio se efectúa al tipo de cambio prevaleciente al día de la firma del convenio. En el momento del vencimiento de las respectivas emisiones, cuando las partes contratantes vuelven a intercambiar los montos correspondientes a las emisiones originales, la operación se lleva a cabo de acuerdo a un tipo de cambio previamente pactado, sin importar las fluctuaciones que el mismo haya tenido durante la vida de la operación. 16/

3. Intercambio de deuda por deuda. 17/ Son aquellos intercambios que se efectúan generalmente entre instituciones financieras. Se trata de activos con todos los derechos y obligaciones que éstos conllevan, por ejemplo pagarés cuyas características sean totalmente diferentes, en tasa de interés, moneda, plazo, garantías e incluso monto.

Este tipo de intercambio por su versatilidad sirve para dar satisfacciones a diversos objetivos. De hecho el esquema implementado por el gobierno mexicano un conjunto con el bankers Trust

15/ Aguilera, Héctor ob. cit. pág 31-32

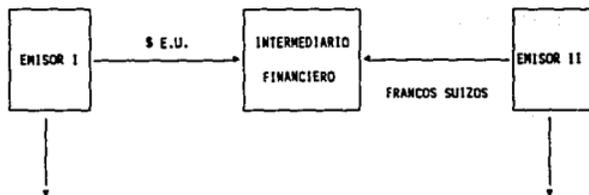
16/ Vázquez Seijas, Alicia, ob. cit. pág. 211

17/ Aguilera, Héctor. ob. cit. 9

CUADRO 15

INTERCAMBIO DE DIVISAS

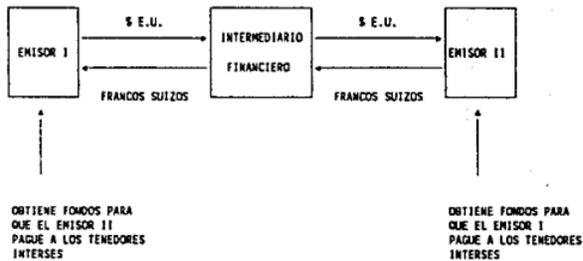
INTERCAMBIO INICIAL



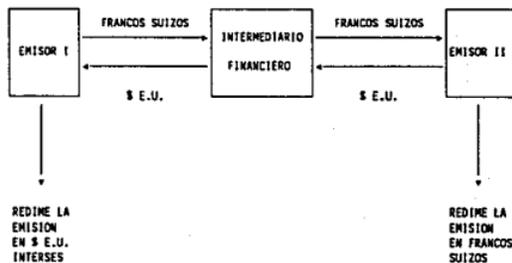
COLOCA BONOS DENOMINADOS  
EN \$ E.U.  
( REQUIERE FRANCOS SUIZOS )

COLOCA BONOS DENOMINADOS  
EN FRANCOS SUIZOS  
( REQUIERE \$ E.U. )

CUADRO 16  
INTERCAMBIO DURANTE LA VIGENCIA DEL ACUERDO



INTERCAMBIO FINAL



a finales de 1987 y que fue denominado "Esquema Bono Cupon cero" mediante el cual se redujo parcialmente la deuda externa a cargo de diversas entidades del sector paraestatal y del mismo Gobierno Federal. El mecanismo de este cupón se fundamenta en aprovechar el valor de la deuda a cargo del Gobierno Federal de México y sus entidades dentro del mercado secundario internacional. La operación está garantizada por un depósito que México efectuó con el Gobierno Federal de los Estados Unidos. Este depósito se estructuró mediante la adquisición de un bono cupón cero.

Los bonos cupón cero - Zero Cupon Bonds o (liquid yield option note) como se les denomina en los mercados internacionales, se adquieren mediante descuento a su valor nominal en base a las tasas de interés de mercado y al plazo de vencimiento del mismo, en sí, no ganan un interés sino una ganancia o pérdida derivada de la diferencia del precio de compra y el precio de venta. Su tratamiento es parecido al de un CETE (Certificado de la Tesorería de la Federación) a largo plazo.

El producto que se obtenga de la adquisición del bono cupón cero emitido por el gobierno de los Estados Unidos, será utilizado para liquidar el principal de los nuevos bonos. Al ser el portador su transferencia desde el punto legal se facilita y pagan intereses semestrales de la libor +  $1 \frac{5}{8}$  (sobretasa igual al doble de la sobretasa de la deuda reestructurada). Estos nuevos bonos fueron entregados a los acreedores, a cambio de la deuda reestructurada en agosto de 1985, a favor de los mismos y cargada a México.

La proporción del intercambio después de la subasta fue de 68.98 centavos de dólar en promedio del valor nominal de la nueva deuda por un dólar de valor nominal de la deuda reestructurada.

**4. Intercambio de deuda por capital.** Este tipo de conversión también considera activos financieros, por ejemplo un pagaré por acciones. Es una operación relativamente simple, en la mayoría de los casos, una institución acreedora de una empresa comercial, industrial o de servicios, decide, bajo ciertos lineamientos, intercambiar la deuda a su favor por acciones representativas del capital social de la empresa deudora.

En la práctica, no es común que un banco tradicional participe en capital de riesgo de las empresas. Sin embargo, cuando una empresa se encuentra con problemas de liquidez o se halla imposibilitada para realizar la liquidación de sus pasivos, los bancos pueden participar en la capitalización de la empresa, considerando que sus expectativas de mercado, productos o servicios, aún representan oportunidades potenciales de utilidades, lo cual permitirá finalmente recuperar su inversión.

5. Intercambio de deuda pública por capital. En este mecanismo un inversionista, con un descuento "X" de deuda pública de un país dentro de los mercados secundarios internacionales liquida el papel en dólares. Posteriormente, este mismo inversionista le vende el papel adquirido directamente al país deudor a un descuento menor a "X", generando una ganancia inmediata. El Gobierno deudor liquidará la obligación en su moneda y condicionará al vendedor a invertir el producto de la venta en el mismo país.

Desde su puesta en marcha en Brasil y Chile, hace ya algunos años, el mecanismo de capitalización de pasivos y sustitución de deuda pública por inversión se ha venido utilizando en un creciente número de países, como un intento de salidas viables al problema de la deuda externa. En México se bautizó a este mecanismo como SWAPS 5.11, por ser ésta la cláusula de los nuevos convenios de reestructuración que regula su operación.

La conversión de deuda por inversión reduce el apalancamiento y se convierte en un mecanismo para promover recursos para inversión con una prima adicional de rentabilidad que de otra manera no se obtendría.

Este instrumento se considera como elemento inflacionario, ya que requiere de fuertes erogaciones en pesos que entran inmediatamente en circulación.

### ***III. EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL***

### III. EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.18/

#### 1. MARCO GLOBAL

El sistema financiero internacional (SFI) desempeña en el plano mundial la misma función que cumple un sistema financiero nacional internamente; proporciona los medios para efectuar pagos y ofrece servicios para obtener préstamos y disponer de los recursos prestables. Crea diferentes tipos de activos y pasivos financieros, que tienen la finalidad de satisfacer preferencias en materia de cartera de los prestamistas, los inversionistas y los prestatarios. En la medida en que las políticas nacionales no pongan trabas a los movimientos de capitales, ayudan a asignar los recursos conforme a su utilización más eficaz en el mundo. La eficacia con que el SFI cumple diversas funciones influye en el monto de ahorro e inversión generado por la economía mundial.

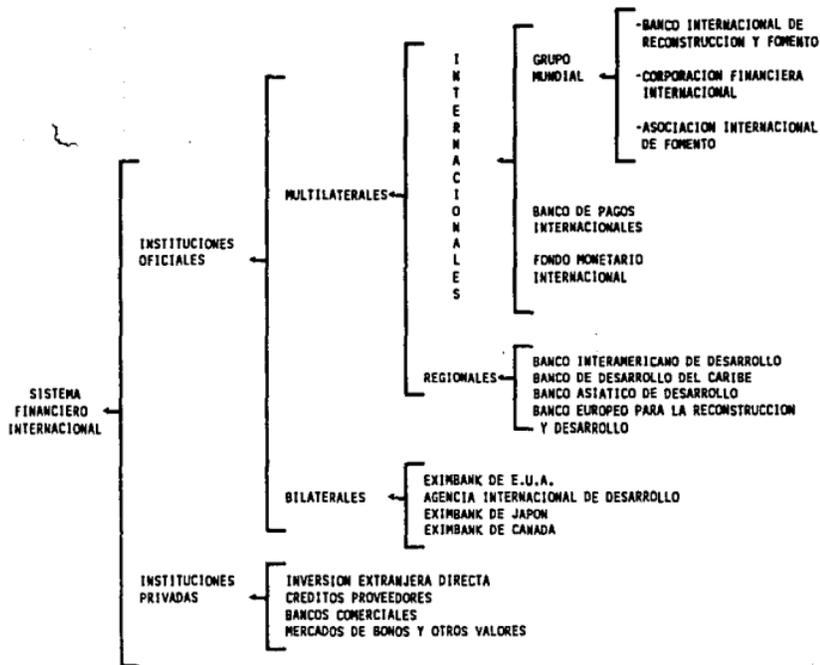
El SFI, se integra por instituciones oficiales y privadas, las cuales han evolucionado en respuesta a las necesidades cambiantes de los prestatarios y prestamistas, auspiciados por el avance del comercio mundial, reducción o abolición de los controles a las corrientes internacionales de capital y desarrollo tecnológico, particularmente de las telecomunicaciones.

#### 2. INSTITUCIONES OFICIALES

Las instituciones oficiales están integradas por organismos multilaterales y bilaterales, cuyo origen data de la Segunda Guerra Mundial, mismas que han evolucionado en función de las necesidades de recursos de los países para financiar importaciones, proyectos de inversión y cubrir desequilibrios en la balanza de pagos.

- 18/ El Financiero, sección "Enfoques".  
1a. parte, 15 de noviembre de 1990.  
2a. parte, 27 de noviembre de 1990.

CONSTITUCION DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL



## A. MULTILATERALES

Los organismos multilaterales están divididos en internacionales y regionales. Los de alcance internacional son: Grupo Banco Mundial (GMB), Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco de Pagos Internacionales (BPI). Estos han tenido una función estratégica en el proceso de reestructuración de la deuda externa de los países del Tercer Mundo. Entre los regionales de los que México es país miembro destacan: el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC) y el Banco Europeo para la Reconstrucción y Desarrollo (BERD), participación que le ha permitido fortalecer sus vínculos de cooperación económica con la comunidad internacional. En el presente trabajo, sólo se hace referencia a los organismos de alcance mundial.

### GRUPO BANCO MUNDIAL

El Grupo Banco Mundial está integrado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), la Corporación Financiera Internacional (CFI) y la Asociación Internacional de Fomento (AIF). El BIRF surgió en la reunión de Bretton Woods en 1944 al igual que el FMI- con el propósito de ayudar a la reconstrucción y desarrollo de los territorios de los países miembros facilitando la inversión de capital.

El BIRF otorga asistencia técnica y préstamos directos para la elaboración y ejecución de proyectos de inversión específicos y/o programas de ajuste económico. Dichos préstamos se otorgan en condiciones preferenciales, las cuales consideran tasa de interés variable y períodos de amortizaciones entre 15 y 20 años, con tres o cinco de gracia. A partir de 1983, el BIRF instrumentó el mecanismo de cofinanciamiento bajo tres modalidades 1) participación financiera directa del banco en los últimos vencimientos de un préstamo comercial; 2) participación contingente en los últimos vencimientos de un préstamo comercial, que inicialmente financiarán en su totalidad entidades privadas; 3) garantía de los últimos vencimientos de un crédito privado.

Los créditos contratados con el BIRF no son reestructurables, debido a que la mayor parte de los recursos de este organismo provienen de la colocación de obligaciones en dos categorías de mercado: primero coloca bonos y pagarés directamente con sus gobiernos miembros, entidades gubernamentales y bancos centrales, y segundo ofrece emisiones en los mercados públicos a través de casas de bolsa y bancos comerciales.

## ESTA TESIS NO DEBE SALIR DE LA BIBLIOTECA

La política del Banco Mundial se apoya en buena medida en la actividad de sus filiales: CFI y AIF. La Corporación Financiera Internacional fue creada en 1956, con el fin de fomentar la inversión privada y generar nuevas empresas en los países en desarrollo. Es uno de los pocos organismos que puede proporcionar capital de riesgo, además de préstamos a largo plazo sin garantía de los gobiernos. La Corporación moviliza recursos en los mercados internacionales de capital, mediante la formación de instituciones financieras, otorgamiento de garantías de suscripción de emisiones y concesiones de financiamiento contingente. Esta flexibilidad le permite organizar paquetes de instrumentos financieros que se ajusten a las necesidades específicas de cada proyecto y a la capacidad de cada firma para obtener financiamiento de otras fuentes. La CFI también ofrece asistencia técnica, jurídica y financiera.

La Asociación Internacional de Desarrollo nació en 1960 con el fin de canalizar recursos en condiciones privilegiadas, tanto en lo relativo a las tasas de interés como a los plazos de amortización, hacia los países miembros de menor desarrollo, cuyo producto nacional bruto per cápita no supere los mil dólares anuales. Los préstamos se otorgan sólo a gobiernos, a plazos de 50 años con 10 de gracia, sin intereses. Únicamente se cobra una comisión por servicios.

### FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El FMI es un organismo especializado de las Naciones Unidas que desempeña tres funciones: 1) establece las normas del sistema monetario internacional; 2) presta asistencia financiera a los países miembros con desequilibrios en balanza de pagos, y 3) actúa como órgano consultivo de los gobiernos. El fondo otorga asistencia financiera mediante los servicios siguientes:

- 1) La línea stand-by arrangement es más antigua, pero la menos utilizada hoy día. Consiste en otorgar al país deudor la posibilidad de adquirir moneda extranjera con cargo a sus reservas en el fondo hasta por el 100 por ciento de su cuota, a un plazo de tres a cinco años.
- 2) El servicio compensatorio se otorga cuando un país miembro tiene dificultades de balanza de pagos, por una caída coyuntural y no imputable al país en sus ingresos de exportación.

3) El servicio ampliado, se usa cuando el desequilibrio externo es de origen estructural, por lo que requiere mayor cantidad real de financiamiento, a un plazo más largo. Debe cumplir una serie de condiciones, que se puedan definir como la obligación del país deudor de poner en práctica un programa de ajuste económico, cuyo objetivo es corregir los desajustes estructurales que llevaron su economía a una situación, crítica reflejados en un serio desequilibrio de balanza de pagos.

#### BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) fue creado en 1930, para cumplir originalmente con las funciones siguientes: 1) cobrar las indemnizaciones que debió pagar Alemania por la Primera Guerra Mundial; 2) custodiar los depósitos de los bancos centrales de los países miembros, y 3) ser la Cámara de Compensación de Europa.

No obstante, el BPI ha orientado sus fondos hacia países que no son miembros, cuya situación financiera es crítica, mediante el otorgamiento de créditos puente, en tanto llegan a un acuerdo con el FMI para la obtención de un crédito de parte de éste. Los créditos del BPI son a corto plazo (menos de un año) y se garantizan con algún bien normalmente de reserva.

#### B. BILATERALES

Entre los organismos bilaterales destacan los bancos de exportaciones e importaciones (eximbank) de Estados Unidos, Japón y Canadá, los cuales otorgan créditos a gobiernos o instituciones públicas para financiar la importación de bienes producidos en sus países de origen. Conceden préstamos a plazos de cinco a ocho años, con uno a dos de gracia, y tasa de interés fija anual de algunos casos. Además de los créditos otorgados por estos organismos, existen las líneas de crédito que se extienden entre bancos centrales e instituciones de fomento para impulsar el comercio bilateral. Dichas líneas funcionan normalmente como esquema de compensación, las cuales reducen al mínimo el uso de las divisas.

Las instituciones oficiales de financiamiento multilateral y bilaterales, mencionadas, son la principal fuente de recursos de los países en desarrollo, ya que la mayoría de ellos no tienen acceso al mercado internacional de capitales o bien es limitado. Esto sucedió

particularmente a partir de 1982, cuando los bancos comerciales comenzaron a reevaluar los riesgos de prestar a países con problemas financieros.

Tal ha sido el caso de los principales deudores latinoamericanos: Brasil, México, Argentina y Venezuela, los cuales han reestructurado su deuda externa en repetidas ocasiones, a la luz de su insuficiente disponibilidad de divisas para cumplir con sus compromisos de pagos externos y la prioridad de mantener su actividad económica.

### 3. INSTITUCIONES BANCARIAS

En los últimos años el sistema financiero internacional se ha caracterizado por tres rasgos fundamentales: 1) globalización de los servicios bancarios; 2) expansión geográfica y 3) mayor competencia en las funciones de intermediación. Estos fenómenos se explican por los factores siguientes:

. Crecimiento del comercio internacional. En la búsqueda de créditos disponibles y bajas tasas de interés los exportadores e importadores necesitan servicios financieros en todas las partes del mundo. Además, las empresas transnacionales, que son la que realizan la mayor parte de las transacciones mundiales requieren ejecutar sus operaciones de capital y sus inversiones directas.

. Surgimiento de nuevos mercados e instrumentos. ante la necesidad de movilizar agilmente recursos financieros hacia cualquier mercado. Ello produjo algunos cambios en la reglamentación interna de varios países, así como la creación de grandes redes de sucursales bancarias, localizadas en América, Europa, Medio Oriente y Asia.

. Cambios tecnológicos en el procesamiento y transmisión de la información de las instituciones financieras, lo que permita una ejecución más rápida y efectiva de las transacciones. Hoy día, los mercados financieros operan las 24 horas del día.

. Desregulación financiera en varios países, lo cual eliminó las barreras que impedían la participación de muchos intermediarios en el otorgamiento de servicios de un mismo tipo. Con el rompimiento dólar-oro, se canceló la política del FMI de imponer controles al

deslizamiento cambiario y un movimiento de capitales, lo que permitió a los gobiernos de las naciones industrializadas, introducir tipos de cambio fluctuantes facilitando así el movimiento de recursos.

Cambios drásticos en la economía internacional durante los ochentas, cuando ocurrieron etapas de expansión económica heterogénea, inflación elevada, volatilidad en tasas de interés y en los tipos de cambio, que requirieron servicios financieros más refinados y complejos.

La banca privada internacional se divide en tres grandes bloques: bancos japoneses, bancos estadounidenses y bancos europeos.

#### BANCOS JAPONESES

Las instituciones japonesas se han colocado en menos de cinco años como las más grandes y rentables, producto del crecimiento de la economía nipona, que la ubica como la tercera después EUA y URSS, elevado superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y creciente reserva internacional, que le han permitido un acelerado proceso de internacionalización.

En 1981, los activos de Japón en el extranjero ascendían a 11 mil millones de dólares en tanto que los EUA totalizaban casi 145 mil millones. Mientras que en 1985, EUA se transforma en una nación deudora, Japón se convertía en la nación acreedora, más importante del mundo. En ese año los activos netos japoneses en el exterior sumaban 15 mil millones de dólares, y en 1986 se incrementó a 216 mil millones, de los cuales 58 mil millones se destinaron a inversiones directas y 158 millones a inversionistas financieras. Así en 18 meses Japón alcanzó la posición que ocuparon Gran Bretaña durante 67 años (1848-1914) y EUA desde la Segunda Guerra Mundial hasta los setentas.

De 1986 a la fecha las instituciones financieras japonesas han ganado terreno. De los 10 principales bancos del mundo, siete son japoneses. El más grande es el Dai-ichi Kangyo Bank, con activos superiores a los 413 mil millones de dólares, oficinas en 30 países y utilidades anuales de mil 500 y mil millones de dólares en 1988 y 1989, respectivamente. El segundo banco es el Mitsui Taiyo Kobe LTD, que surgió en abril de 1990 de la fusión de los bancos Mitsui y el Taiko Kobe, los cuales ocupaban al 31 de diciembre de 1989 el decimocuarto y vigésimo lugares en la clasificación mundial. El tercer banco en tamaño, pero el número uno en utilidades, es el Sumitomo Bank.

## BANCOS DE EUA

El segundo grupo financiero corresponde a EUA. Citicorp se colocó entre los primeros 10, con activos de 233 mil millones de dólares, cuenta con 2 mil 200 sucursales fuera de EUA, y el principal acreedor de los países latinoamericanos, lo cual le ha reportado dificultades y la necesidad de incrementar sus reservas. Otros bancos estadounidenses importantes son el Chase Manhattan y el Bank America con activos de 107 mil 300 y 98 mil 700 millones de dólares.

El sistema financiero de EUA atraviesa por una fuerte crisis interna en el sector de las sociedades de ahorro, que cuyo rescate ha ocasionado un costo superior a los 50 mil millones de dólares, que cubrió el gobierno. También registraron elevadas pérdidas los bancos de depósito afiliados a la Reserva Federal, por la reestructuración de la deuda del Tercer Mundo. Adicionalmente la desregulación y la apertura financiera del mercado interno EUA ha contribuido a incrementar la competencia en su territorio, de bancos japoneses, europeos y canadienses.

## BANCOS EUROPEOS

El tercer grupo está conformado por bancos europeos, encabezados por tres grandes franceses: Credit Agricole, Banque Nationale de París y el Credit Lyonnais, con activos de 242 mil 200; 211 mil y 179 mil millones de dólares respectivamente, secundados por el alemán Deutsche Bank, con activos de 176 mil millones de dólares. Este grupo de bancos está homogeneizando la desregulación de sus operaciones, para la unificación del mercado financiero europeo en 1992, por lo cual las adquisiciones y fusiones han proliferado, lo que hace esperar que algunas instituciones desaparecerán.

Los bancos, casas de bolsa y las compañías de seguros de la región se preparan para enfrentar la competencia continental e internacional, bajo un esquema de grupos financieros, que en una misma red de distribución ofrecen una amplia gama de productos financieros con economías de escala, las cuales se verán fortalecidas con la apertura de mercado de Europa del Este, que ofrece grandes oportunidades para los bancos europeos, particularmente para los alemanes, orientados al mercado del menudeo.

## GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS CAPITALES

El proceso de globalización del mercado de capitales, ha seguido el mismo camino que el bancario. Las instituciones que otorgan fondos a través de la colocación de bonos y acciones han aumentado sus operaciones así como sus inversionistas que operan éstos instrumentos financieros. Los intermediarios ofrecen sus servicios globalmente para mantener su posición competitiva. Los gobiernos han liberado los flujos de fondos entre mercados de capitales y todos se han beneficiado de la introducción de nuevas tecnologías.

### MERCADO DE BONOS

En los años setentas se fundó en Londres el mercado de eurobonos para colocar las obligaciones de instituciones internacionales, entidades gubernamentales y sociedades anónimas de distintos países. Este mercado se basa en que las autoridades supervisoras del Reino Unido, no insisten en la divulgación detallada de información de los colocadores de valores y en otras ventajas para los inversionistas, como el no registrar el nombre del comprador del bono por lo que el tenedor puede mantenerse anónimo respecto al pago de impuestos. Hoy día, Londres es el centro más importante en las colocaciones internacionales. Los bancos comerciales, los de inversión y casas de bolsa compiten para servir como intermediario en las colocaciones.

Existen los mercados de bonos extranjeros, que son los mismos mercados nacionales, los cuales permiten el acceso de prestatarios extranjeros. Los bonos extranjeros se denominan usualmente en la moneda del país anfitrión, el cual impone a los prestatarios una serie de requisitos. Los mercados más importantes son Nueva York y Tokio.

Como resultado de la contratación del crédito bancario que se dio en los ochentas particularmente de créditos sindicados el mercado de bonos pasó a ser una fuente importante de recursos tanto para empresas y gobiernos de los países industrializados como de los organismos multilaterales (BIRF). Pero al mismo tiempo, como es un mercado en donde la apreciación del riesgo crediticio del prestatario desempeña un papel destacado en la aceptación de diversas clases de instrumentos que manejan su monto de operaciones es reducido. En 1985 representaba más del 3 por ciento del gran total.

## MERCADO ACCIONARIO

La globalización de las bolsas de valores aún está limitada, a pesar de que en la década de los ochentas hubo un incremento en la actividad internacional de los inversionistas, empresas y casas de bolsa. Actualmente las autoridades de las bolsas de Nueva York y Tokio están estudiando alternativas para operar automáticamente, utilizando computadoras y evitar la necesidad de estar abiertas toda la noche. Nueva York cuenta con el 30 por ciento de valor consolidado de todas las bolsas y la de Tokio con el 40 por ciento, por lo que son las más influyentes en el mercado bursátil internacional.

Las empresas también han incrementado sus vínculos con las bolsas de valores y con las acciones de varios centros. Las empresas transnacionales registran sus acciones en las bolsas de EUA, Europa y Japón, para obtener mayores recursos de posibles accionistas del mundo y así aumentar el precio de sus acciones al tiempo que refuerzan su imagen de entidad global en Japón, hace cinco años aparecían registradas en la bolsa de Tokio un número limitado de compañías extranjeras hoy ascienden a 116 empresas de las cuales 68 son de EUA.

Las casas de bolsa más importantes han aumentado el número de sucursales internacionales de adquisición de asientos en las bolsas más importantes para ejecutar transacciones directamente en esas bolsas y la cantidad de nuevos fondos mutuos incluyendo acciones de una lista determinada de países. Sin embargo hay pocas casas de bolsa que ofrecen un servicio verdaderamente global, debido a que todavía algunas bolsas no son accesibles a las cargas de bolsa no nacionales situación que se está tratando de superar. Hace cinco años en Japón ninguna casa de bolsa extranjera era miembro de la bolsa de Tokio. Ahora 22 entidades extranjeras han comprado asientos.

La entrada de recursos externos a través de la bolsa es positiva para la economía del país receptor, ya que fortalece la inversión productiva y mejora la balanza de pagos.

Aunque es de advertirse que los inversionistas internacionales no siempre compran acciones para el largo plazo sino para fines de ganancia a corto plazo o saltan de un mercado a otro tratando de comprar acciones en bolsas de países que se estiman subvalorizadas. Lo anterior hace que los mercados bursátiles sean muy sensibles a cambios rápidos, derivados de acontecimientos públicos y económicos internacionales, que no necesariamente reflejan la situación económica y financiera de un país, como sucede ante el conflicto del Golfo Pérsico que ha creado gran inestabilidad en el mercado financiero internacional.

#### 4. SISTEMA FINANCIERO MEXICANO FRENTE AL RETO INTERNACIONAL

Existe una clara tendencia hacia la globalización de los servicios financieros, caracterizada por la libre movilidad de capitales, creación de nuevos instrumentos y formación de grandes grupos financieros proceso que seguramente se acelerará con la integración de los mercados de la Comunidad Europea en 1992 y el avance de las negociaciones sobre la liberación de los servicios financieros en el marco del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercial (GATT), así como por la negociación del Tratado de Libre Comercio que negocian E.U.A., Canadá y México, acontecimientos que tendrán repercusiones en la economía mundial.

El gran reto del sistema financiero mexicano (SFM) es alcanzar elevada productividad mediante el desarrollo de economías de escala, que le permitan competir con las instituciones del exterior, dentro y fuera del territorio nacional. A este respecto la internacionalización del SFM se puede medir por el flujo de capitales e instituciones mexicanas que operan en el exterior o bien por las instituciones financieras extranjeras que participan en México.

A finales de 1989, nuestro país tenía 22 agencias y 17 oficinas de representación en diversos países y había inversión accionaria en 13 bancos extranjeros. Las casas de bolsa también han aumentado su presencia externa, así como las compañías de seguros, mediante el reaseguro.

En nuestro país existen 114 oficinas de representación de 142 bancos extranjeros entre ellos, el CITIBANK, único banco extranjero autorizado para realizar operaciones de captación en México. Paralelamente, han aumentado las corporaciones con capital de bancos o casas de bolsa extranjeras, que realizan operaciones de reestructuración de empresas, ingeniería financiera y factoraje.

A partir de 1989 se han instrumentado acciones para modernizar el sistema financiero a fin de hacerlo más competitivo y estar listo para la apertura externa. En ellas destacan:

- La libre determinación de las tasas de interés activas, pasivas y la sustitución del encaje legal por un coeficiente de liquidez;
- La reprivatización de las instituciones de crédito, y

. La reforma de marco legal financiero, el cual autoriza la participación accionaria de capital extranjero en instituciones bancarias y casas de bolsa , así como la formación de grupos financieros independientes de los industriales.

El éxito de la modernización financiera para enfrentar la competencia internacional, no solo depende de la definición clara de objetivos dentro del sector, sino también de los avances que se tengan en el proceso de estabilidad y crecimiento económico del país y del amplio potencial del mercado interno.

## ***IV. EL PANORAMA DE LA CRISIS DE PAGO***

#### IV. EL PANORAMA DE LA CRISIS DE PAGOS

##### 1. INTRODUCCION

El exceso de fondos de la banca transnacional que se habían acumulado hasta la década de los 70'S, requerían ser colocados a nivel mundial. Dichos fondos se originaron, entre otras fuentes, del reciclaje de los excedentes financieros de los países desarrollados en las especulaciones del mercado petrolero, favorecido por las tasas de interés que mantenían niveles considerados como bajos del 7.9 y 6.7% promedio anual de la Libor y Prime respectivamente, durante los años de 1970 a 1973. Esta liquidez, del mercado favoreció las condiciones para que los empréstitos internacionales se realizaran con agilidad hasta el año de 1977 que las tasas de interés empezaron a registrarse a la alza.

Sin embargo la colocación de recursos continuaban practicándose, pero el entorno económico mundial era muy distinto; ya que las tasas internacionales iban en aumento y el costeo de contratación dejó de ser bajo, y los deudores sostenían altos niveles de endeudamiento por los créditos que anteriormente se habían celebrado.

Así, los excesos en el otorgamiento de empréstitos por parte de la banca transnacional que se originaron principalmente por su participación en el proceso de reciclaje, aunados a un apetito a veces insaciable por parte de algunos países, demandantes de fondos; desembocaron pocos años después en una crisis de pagos que se ha vivido desde la década de los ochentas. Este fenómeno afecta en mayor proporción al mercado bancario y no tiene prácticamente ningún efecto sobre el mercado de bonos. La participación de los países en desarrollo en este último ha sido marginal, contrario a su participación en el mercado bancario. 19/

Desde los inicios de la década de los ochentas, se caracteriza el entorno económico por una serie de crisis de pagos. En Europa Polonia reestructura su deuda con la banca europea. En Sudamérica Argentina sufre una congelación de saldos en los bancos ingleses a raíz de la guerra de las Malvinas. Empresas norteamericanas y alemanas sufren dificultades financieras, y en México se declara la crisis de pagos en 1982 extendiéndose a otros deudores latinoamericanos. 20/

19/ Vázquez Seijas, Alicia, ob. cit. pág. 195

20/ Vázquez Seijas, Alicia, ob. cit. pág. 57

## 2. Los orígenes de la crisis económica mexicana. 21/

para entender la crisis de 1982 en la perspectiva histórica apropiada parece ser necesario hacer un breve recuento del desarrollo económico de las últimas décadas.

### A. La era del desarrollo estabilizador: 1954-1970

Este largo período se ha convertido en la referencia necesaria para el análisis del desarrollo económico de México: al principio de los setentas, en parte como resultado de los numerosos desequilibrios que se habían acumulado durante los años sesentas, y en parte a raíz de un manejo indebido de la política económica, la economía se alejó de la senda de crecimiento estable que había seguido previamente y, desde entonces, no han cesado sus fluctuaciones. Por lo tanto, la era del desarrollo estabilizador se ha vuelto al mismo tiempo un paradigma para los observadores del desenvolvimiento de México y una fuente de nostalgia entre los funcionarios públicos.

La tasa de crecimiento promedio del PIB fue 7% entre 1954 y 1969. Aún más, con excepción de 1959, 1961 y 1962, cuando el PIB creció 2.3, 4.9 y 4.7% respectivamente, la tasa de crecimiento nunca fue menor a 6%. El deflactor del PIB creció un promedio de 5.1%, disminuyendo de un promedio de 7.7% durante el quinquenio 1954-1959 a un promedio de 3.6% durante el período 1960-1970. Por otra parte, la paridad de la tasa de cambio se mantuvo constante durante el período en 12.49 pesos por dólar. Aunque el deflactor del PIB estuvo 2.2 puntos porcentuales arriba del deflactor del PIB en los Estados Unidos, la productividad creció más rápido en México. Este hecho, aunado a una política comercial cada vez más proteccionista, permitió el equilibrio de la balanza de pagos. El propósito de la política macroeconómica fue mantener fija la tasa de cambio.

El comportamiento macroeconómico estuvo asociado a una considerable profundización financiera de la economía. La tasa promedio de ahorro aumentó de 13.5% en 1959 a 21.9% en 1967. Los pasivos totales del sistema bancario crecieron de 28 a 38% del PIB en el período 1959-1965 y alcanzaron 43% en el período 1965-1967. El déficit del sector público siempre fue menor al 2% del PIB. Los ahorros externos sólo representaron 10% de la inversión neta en promedio, y la deuda externa del sector público aumentó de 813 millones de dólares en 1960 a 3,792 millones en 1970. Los salarios reales crecieron a una tasa anual promedio de 2.5% entre 1959 y 1967.

21/ Sistema Económico Latinoamericano "SELA ; EL FMI, Banco Mundial y la Crisis Latinoamericana", sección a cargo de José Córdoba. Este apartado en la obra del SELA se titula "Los Orígenes de la Crisis de 1982", se apoya en un trabajo de Pedro Aspe y José Córdoba, presentada en el seminario del MIT el 23 de abril de 1984.

Para 1970 esta estrategia de crecimiento parecía haber llegado a sus "límites", o por lo menos ése era el término que se usaba en esa época. Algunos factores de desequilibrio estaban apareciendo, a saber:

- aunque el crecimiento había sido permanente y considerable, la distribución del ingreso no se había mejorado sensiblemente durante ese período: ocurrió una redistribución del 30% más bajo y el 30% más alto en favor de los grupos intermedios (el 40% restante), cuya participación aumentó de 22.7 a 24% de ingreso nacional.

- el precio relativo del trabajo con relación al capital estaba cada vez más distorsionado como resultado de las políticas proteccionistas y de los subsidios fiscales a la inversión. Esto se volvió un problema importante que menguó la capacidad de la economía para absorber el crecimiento de la fuerza de trabajo implícita en un crecimiento de la población de 3.5% por año;

- se usó la política de precios controlados para subsidiar a la industria y disminuir la inflación; ésto llevó a un consumo excesivo de energía (puesto que el precio nominal de la energía fue constante entre 1960 y 1970), y a presiones significativas sobre el déficit del sector público, en la medida en que aumentaron los subsidios implícitos en los bienes gubernamentales y las inversiones necesarias para atender una demanda creciente;

- como en la mayoría de los otros países latinoamericanos, la política comercial estaba subordinada a lo que se percibía como requisitos del proceso de industrialización. La sobreprotección creció de manera impresionante: por ejemplo, sólo el 1% de las importaciones se encontraba sujeto a restricciones cuantitativas en 1947; esta proporción creció a 50% en 1966, 68% en 1970 y 100% en 1975. Ésto implicó ineficiencias en el proceso de asignación de recursos y, en gran medida, explica la falta de competitividad en la exportación de manufacturas aún hoy en día.

## **B. La estrategia del desarrollo compartido. 1970 - 1976**

Esta administración se caracterizó por enfatizar la distribución del ingreso, habiendo crecido el poder de compra del salario mínimo real a un nivel superior en un 10% respecto a 1970. También el crecimiento anual del PIB promedio fue alto, pues llegó al nivel del 6.2%.

Sin embargo, el estilo que utilizó para alcanzar los logros pretendidos fue el enfrentamiento, las medidas unilaterales, estigmatización de algunos grupos del sector privado, controles de precios incremento en subsidios al gasto público del sector

paraestatal y en endeudamiento externo. La balanza de pagos se deterioró aún más mientras que las exportaciones alcanzaron sólo el 3% del PIB. 22/

Por ese estilo de medidas disminuyó la confianza y la paz social; se relajó la política monetaria y se gestó la primera parte de la inflación, a ésto también contribuyó la crisis mundial del petróleo y del sistema monetario internacional. El precio del petróleo se cotizó de \$1.59 dólares americanos a 30.93 dólares americanos, años atrás el presidente Nixon decidió suspender la convertibilidad de dólares en oro ya que las reservas de E. U. A. en oro eran de 10,000 millones de dólares de 1971, mientras que los demás países sus reservas en dólares, canjeables en oro. Así estableció un control de salarios y de precios, además de implantar el sistema flotante del dólar para mejorar su balanza de pagos. Sin embargo el dólar sigue siendo base del sistema monetario mundial. 23/

Así hubo necesidad de devaluar el peso mexicano después de 20 años, empezando una etapa de desajuste que ha durado por más de 14 años.

Después de la leve recesión de 1971 cuando el PIB sólo creció 4.1%, debido en gran medida a una reducción en 11% del gasto público real, como gobierno inició una fase de gasto expansivo, se emprendieron importantes proyectos industriales en petróleo y acero para resolver los cuellos de botella existentes. Sin embargo, estas medidas no estaban respaldadas por una reforma fiscal: la emisión primaria y el endeudamiento externo se volvieron fuentes significativas de financiamiento del gaso público. 24/

En consecuencia, el déficit del sector público creció del 2.9 al 3.7 del PIB; la práctica de una política fiscal expansiva indujo a un crecimiento real del PIB del 8.4 en 1972 y 1973. El aumento del petróleo causó una recesión en E. U., fue muy dañina para la economía de México. La inflación se incrementó de un 7.4% en 1972 a 21.3% en 1973. El endeudamiento externo aumentó de 4 800 millones de dólares a 7 300 en 1973 y 10 500 en 1974. A su vez que la economía mundial presentaba desequilibrios en forma creciente e insostenibles para 1976. Durante el primer semestre de ese año el déficit de la cuenta corriente alcanzó 2 500 millones de dólares y se estima que alrededor de 500 millones de dólares salieron de México durante el mismo periodo. La deuda pública externa continuó elevándose, alcanzando 18 300 millones de dólares. El 31 de agosto de 1976 el gobierno dejó que el peso flotara, alcanzando una paridad de 20 pesos por dólar a final del año.

- 22/ Sergio Raimond, Salvador Cerón y Juan Carlos Nuñez, Evaluación Económica de Cuatro Sexenios" Revista Capital; mercados financieros, septiembre 1988. p.p. 14.  
23/ Eduardo Villegas H. y Rosa M. Ortega O. "El Nuevo Sistema Financiero Mexicano", Ed. Pac. p.p. 21-22.  
24/ Sistema Económico Latinoamericano, ob. cit. pág. 319-320.

El 13 de septiembre de 1976 fue enviada al FMI una carta de intención para un acuerdo de facilidad ampliada. En octubre se ordenó un incremento a los salarios reales del 23 %, como resultado los salarios eran 10.3%, mayores a los registrados, en el mismo mes del año anterior. Al finalizar este mes se logro un acuerdo con el FMI. El programa de ajuste requería una disminución del déficit gubernamental en 6% del PIB para 1977, 4% en 1978 y 2.5% en 1979. El endeudamiento externo se limitaba a 3,000 millones de dólares durante 1977 y un techo correspondiente se establecía para el crédito interno del Banco de México. El gobierno se comprometió a no aumentar las restricciones cuantitativas al comercio exterior para estabilizar la balanza de pagos, o establecer una política de tasas de interés que estimulara el ahorro interno.

### C. El Gobierno de López Portillo, 1976-1982: del "boom" a la crisis

Este gobierno se inicia con la "esperanza" basada en su discurso de toma de posesión como Presidente de los Estados Unidos Mexicanos en un año de rumores sobre control de cambios (no podía hacerse, éramos un país descapitalizado), inflación (22.2%), fuga de capitales control estricto de precios, crecimiento mínimo (4.2 PIB). 25/

Se instrumentó un programa de estabilización del período de 1977-1978, logrando disminuir 23% el déficit del sector público, alcanzando 5.7% del PIB en 1977 y 5.4% en 1978. La tasa de crecimiento de la oferta monetaria nominal se redujo de 30.9% en 1976 a 26% de 1977 e incrementándose 33% en 1978. En consecuencia al programa de ajuste de emergencia el salario medio nominal aumentó 31.4% en 1977, 12.9% en 1978: Esto significó una disminución en el salario mínimo real del 3.2% en 1977 y 4% en 1978. Después de la devaluación de finales de 1976, que implicó un sobreajuste de la tasa de cambio necesario para estabilizar el proceso dinámico de formación de expectativas, la tasa de cambio fue fijada en términos nominales (su valor promedio fue de 22.69 pesos. por dólar en 1977 y 22.76 en 1978), y cayó gradualmente en términos reales hasta alcanzar su valor de equilibrio de paridad del poder de compra. Se mejoró la tasa de inflación (el índice de precios al consumidor diciembre a diciembre bajo de 27.2 en 1976 a 20.7% en 1977 y 16.1% duante 1978), el PIB sólo creció a la menor tasa de la década 3.4%.

El ajuste externo fue muy rápido: el déficit en cuanto corriente disminuyó 48% para 1977, como consecuencia de un incremento de 10.7% en los ingresos y una disminución de 5% en gastos; disminuyeron las importaciones 22% durante el primer semestre de 1976 al mismo período de 1977, las exportaciones petroleras aumentaron 234% iniciando con un nivel muy bajo. El empleo disminuyó 7% y las horas trabajadas 7.6 por ciento.

25/ Eduardo Villegas H. y Rosa Ma.Ortega O. ob. cit. pág. 23.

Para 1978 el sector privado recobró la confianza en las políticas gubernamentales y en el futuro de la actividad económica, motivado por el aumento de las reservas probadas de petróleo crudo de 11 000 a 40 000 millones de barriles y a la decisión de exportarlas. El programa de ajuste fue hecho a un lado. 26/ El planteamiento del anterior escenario originó una carga excesiva de optimismo. México era un país importador de petróleo hasta 1974 y su comercio exterior mostraba saldos negativos crecientes 27/ y se pensó que ésto cambiaría.

En el mismo año la inversión pública creció 48.3% y la inversión privada 21.8% en términos nominales, favoreciendo la recuperación económica. El PIB creció 8.2%, los sectores energéticos y petroquímicos fueron los más dinámicos de la economía, 24.0 y 13.7% en 1977 y 1978 respectivamente. La oferta monetaria real creció 15.5%, dándole mayor dinamismo a la demanda agregada. La deuda externa del sector público aumentó de 15,000 millones de dólares en 1977 a 31,000 en 1978.

Cabe destacar alguno de los hechos - y lecciones - más importantes de este primer intento de estabilización en la historia moderna de México. 28/

- La dificultad de controlar el mercado de divisas dada la integración financiera con la economía estadounidense; una vez que se produce el desequilibrio, es necesario un sobre ajuste de la tasa de cambio para estabilizar el comportamiento dinámico del mercado.

- El efecto deflacionario de una devaluación, producido por la falta de liquidez, a veces por la insolvencia, de las empresas privadas con altos niveles de endeudamiento en moneda extranjera.

- El conflicto en el corto plazo entre el ajuste de los precios públicos y la reducción de la inflación; dadas las rigideces de corto plazo en el gasto corriente y la estructura impositiva, los precios controlados y la inversión pública son las dos variables fundamentales de ajuste para corregir el desequilibrio fiscal.

- La recuperación económica resultó de un aumento en la inversión pública real, que disminuyó 6.3% en 1977 y aumentó 10.9% en 1978. Aunque las expectativas empresariales se tornaron rápidamente favorables, la inversión privada se rezagó en relación con el gasto público: disminuyó 7.3% en términos reales en 1977 y aumentó 10.5% en 1978. A pesar de que el sector externo evolucionó de manera favorable, su contribución a la recuperación económica fue reducida.

26/ Sistema Económico Latinoamericano, ob. cit. pág. 321.

27/ Eduardo Villegas H. y Rosa Ma. Ortega O. ob. cit. pág. 22.

28/ Sistema Económico Latinoamericano, ob. cit. pág. 322.

La rápida recuperación en 1978 marcó el principio de una prosperidad sin precedente que duró cuatro años y que, paradójicamente, precipitó la peor crisis en cincuenta años de la vida económica de México. La apuesta sobre el futuro del petróleo ofreció muchas ganancias: se fueron incrementando las reservas probadas y su explotación creció rápidamente; no parecía que hubiera mejor momento para explotar esas reservas, puesto que el petróleo aumento 2.5 veces entre 1975 y 1980.

El endeudamiento externo presentaba un comportamiento favorable hasta 1980. El acervo de deuda pública creció conservadoramente de 23.8 a 33.9 mil millones de dólares entre 1977 y 1980. La deuda privada de las empresas y bancos, creció de manera más agresiva de 6,800 millones de dólares en 1977 pasó a 17,000 en 1980.

Tal como había sucedido en el sexenio anterior, no se instrumentó una estrategia de consolidación de los ingresos fiscales y de las empresas paraestatales para respaldar el crecimiento del gasto público. El cambio en este sexenio lo marcó el aumento en los ingresos petroleros -debido tanto a un aumento en la cantidad exportada como a un mejoramiento en términos de intercambio- lo que compensó durante 1980 y 1981 la debilidad de otras fuentes de ingreso gubernamental. El gasto interno siguió creciendo de 27.1% del PIB en 1979 a 36.2% en 1981, debido al enorme aumento en las transferencias y los subsidios a entidades fuera de control presupuestal directo.

Dadas las limitaciones del ahorro financiero nacional, el déficit interno del sector público se elevó del 5.9% del PIB a 14.9% durante 1979 a 1981, financiándose cada vez más con endeudamiento externo, lo que trajo como consecuencia. 22/

- Aumentó la apertura externa de la economía al crecer las importaciones de mercancías de 12,000 millones de dólares a 18,500 y 24,000 en 1979 1980 y 1981 respectivamente.

- El desplazamiento interno de las necesidades privadas de crédito por el creciente endeudamiento gubernamental, obligó cada vez más a las empresas a recurrir a los mercados internacionales de capital para financiar sus inversiones. La facilidad con la que el sector privado mexicano pudo obtener financiamiento en el extranjero durante esos años de reciclaje de excedentes petroleros, y las expectativas que los ingresos petroleros, le permitieran al gobierno sostener una tasa de cambio sobrevaluada indefinidamente, hicieron que muy pocas empresas usaran el sistema de cobertura cambiaria instituido por el Banco de México. El bajo costo de crédito en moneda extranjera (excluyendo el riesgo cambiario) lo hacía uno de los negocios más lucrativos de la época.

22/ Sistema Económico Latinoamericano, ob. cit. pág. 323-324.

Los choques externos de 1980 y 1982 - primero el aumento en las tasas de interés y luego la caída del precio del petróleo - tuvieron efectos desastrosos para la capacidad de pago al exterior de México. Los pagos de intereses al extranjero aumentaron de 4 066 millones de dólares en 1979 a 5 921 millones en 1980 y 8 882 en 1981. Los ingresos por exportaciones financieras, que habían crecido 190% entre 1979 y 1980, solo aumentaron 32% entre 1980 y 1981, aún cuando el volumen exportado creció en 39% (el presupuesto de 1981 suponía un aumento de 60% en los ingresos petroleros, una proyección demasiado optimista). sin embargo sería un error atribuir a los choques externos toda culpa por el comportamiento de la economía mexicana después de 1981. El desequilibrio interno causado por la situación financiera del sector público, era la mayor fuente del desbalance externo.

El ajuste económico de los desequilibrios internos y externos, que se venía desatando durante 1981 mediante el endeudamiento externo, se determinó en 1982. Hubo fugas de capital importantes en las primeras semanas de 1982, acelerándose en el siguiente mes.

El pago de préstamos de corto plazo de la mitad de la deuda de 20 000 millones de dólares contratada en 1981 estaba a menos de un año y los ingresos de PEMEX se redujeron (sus exportaciones representan el 72% de los totales, decrecieron en 16.5% entre enero de 1981 y 1982) creando fuertes presiones en la balanza de pagos. Como resultado, las reservas internacionales del Banco de México cayeron de 1458 millones de dólares en el primer trimestre de 1982

El 18 de febrero de 1982, el gobierno dejó flotar el peso. Un día antes se cotizaba el dólar a 26.80 pesos. Al finalizar el mes la nueva tasa de cambio alcanzó 45 pesos por dólar lo que implicaba una devaluación del 67%. Posteriormente se anunció un programa posdevaluatorio (disminuyendo 3% el presupuesto controlando precios y aranceles de 1 500 productos básicos y políticas flexibles de tasas de cambio e interés). En marzo los salarios se incrementaron entre el 10 y 30% repercutiendo desastrosamente sobre los costos y liquidez de las empresas. 30/ El 6 de agosto se presenta la segunda devaluación del peso, se crea el sistema dual con el tipo de cambio libre y preferencial a 70 y 50 pesos por dólar respectivamente. El 19 de agosto se cambia el sistema dual a múltiple: dólares libres, preferenciales y especiales a 114.77, 50.00 y 69.50 pesos por dólar respectivamente 31/

La tasa preferencial podía ser usada para importaciones, prioritarias, pago de intereses de deuda pública y privada, y la amortización de pasivos del sistema bancario mexicano. la tasa libre debía ser usada

10/ Sistema Económico Latinoamericano, ob. cit. pág. 327.

31/ Mendez, José S. "Problemas Económicos de México". Ed. Interamericana, México 1987 pág. 179.

para el resto de transacciones. Dadas las características del sistema financiero mexicano y la enorme cantidad de depósitos denominados en dólares (los llamados mex-dólares) representaban 56.6% de los pasivos totales del sistema bancario cuando en el mismo período del año anterior solo eran el 38.4%, el sistema dual era inestable.

El riesgo de congelamiento de los depósitos en "mex-dólares" se hizo realidad y su conversión obligatoria a pesos provocó una salida de capitales aún mayor. Esta decisión tuvo efectos dramáticos.

Sobre la confianza del público y sobre la estructura del sistema financiero. En un intento por calmar el descontento el gobierno convirtió los depósitos en "mex-dólares" a la tasa de 70 pesos, por dólar, para que los préstamos se convirtieran a la tasa de 50 pesos por dólar (vale la pena recalcar que la mayor parte de los activos denominados en "mex dólares" correspondían al encaje legal del Banco de México). Las pérdidas cambiarias correspondientes, representaban el 2.5 del PIB y fueron absorbidas por un aumento en la deuda interna del gobierno. 12/

Se llegó a practicar un uso irresponsable de la política monetaria, principalmente en el período comprendido entre el 6 de julio y el 30 de noviembre de 1982, cuando el circulante aumentó del 30 al 70% anual. 11/

En esta época las expectativas se encontraban en: la introducción del control de cambios generalizado; un aumento en la desintervención financiera, el riesgo de un ataque especulativo sobre los bancos, el riesgo de una cadena de quiebras de empresas privadas y desempleo masivo; el aumento de las fugas de capital y compras de pánico de bienes y servicios; la interrupción de las importaciones legales y la ruptura de las relaciones comerciales y financieras normales con el resto del mundo.

En este contexto llegó el final del gobierno de José López Portillo dando como último suceso importante el decreto que nacionalizaba la banca privada, a excepción del Banco Obrero y Citibank N. A.; no se nacionalizaron las organizaciones auxiliares de crédito ni las oficinas de representación. Esta no fue una decisión únicamente política, sino respuesta a una situación difícil como entre otras, de

12/ Sistema Económico Latinoamericano, ob. cit. pág. 328.

11/ Sergio Raimond, Salvador Cerón y Juan Carlos Nuñez, Evaluación Económica de Cuatro Sexenios", Revista Capital; mercados financieros, septiembre 1988. p.p. 16.

las que tiene que tomar el Gobierno para controlar el sistema. La decisión como lo señala Carlos Tello 14/ se tomó para acabar con prácticas nocivas a la economía nacional entre otras;

- Otorgamiento por parte de la banca de créditos blandos (baratos) a empresas cuyas acciones eran parcial o totalmente propiedad de los banqueros. Dentro de esto se incluían préstamos a grupos propiedad de familiares vía acuerdos, como un problema acuerdo VISA - ESVAMEX (VISA - Propiedad y dirigida por Eugenio Garza Laquera, ESUPAMEX propiedad y dirigida por Eloy S. Vallina Laquera), el grupo VISA era propietario del grupo SERFIN y ESVAMEX, formal o informalmente era propietario del grupo COMERMEX.

- Otorgamiento de créditos a empresas de banqueros o sus parientes, vía acuerdos, por montos que excedían los límites legalmente autorizados, en ambos casos renovando automáticamente los créditos.

- Pago de intereses por encima de los autorizados a clientes especiales.

- Cobro de cantidades determinadas por no mantener un saldo mínimo promedio en cuenta de cheques.

- Pago de intereses ínfimos a cuenta de ahorro.

- Trato discriminatorio en la prestación de servicios (Banco Azteca sólo atendía a ciertos clientes).

Si pensáramos en un sistema político planeado, consistente y continuo, diríamos que la estatización de la banca fue adecuadamente planeada para los fines antes mencionados, y que una vez que México pudiera regresar a los mercados financieros internacionales a solicitar crédito en forma voluntaria, y cuando la carga de la deuda dejara de ser tan pesada, estaría el sistema en posibilidad de reprivatizar de nuevo a los bancos, ya no necesitaría forzar el destino del ahorro a través de éstos.

Posterior a la nacionalización bancaria y al establecimiento generalizado de cambios se dio una respuesta muy interesante, la bolsa

14/ Tello, Carlos. "La Nacionalización de la Banca de México", - - - Siglo XXI Editores, 2a. sección, México 1984, p.p. 65-68.

da valores se reactivó para elevar la razón promedio P/U (precio utilidad) a 33 veces, las tasas de interés se redujeron entre septiembre y noviembre, la inflación continua al alza cerrando en 98.8% y la economía no creció. En el mes de diciembre Miguel de la Madrid Hurtado tomó posesión de la presidencia. Del 17 de febrero al 10. de diciembre de 1982 el peso se devaluó 260% respecto al dólar.<sup>35/</sup>

<sup>35/</sup> Eduardo Villegas H. y Rosa Ma.Ortega O. ob. cit. pág. 32-34.

## ***V. MECANISMOS DE REESTRUCTURACION***

## V. MECANISMOS DE REESTRUCTURACION 16/

### 1. OTRO PUNTO DE VISTA ±/

El origen del endeudamiento externo del sector privado se sitúa a principios de los años setenta, como resultado del efecto "desplazamiento" provocado por el incremento en los requerimientos financieros del sector público sobre los recursos disponibles en el sistema financiero local para ser utilizados por el sector privado, el incentivo fiscal para que las empresas se financiaran vía deuda y el incremento deseado en el acervo de capital por parte de las empresas, encontraron una alternativa de financiamiento al recurrir al mercado internacional de capitales.

Durante el período de 1965 a 1971 los requerimientos financieros del sector público y su financiamiento se mantuvieron bajo una política conservadora, lo que permitió un financiamiento no inflacionario del déficit, el impuesto inflacionario promedio fue del .3% del PIB y las variaciones de las reservas internacionales se mantuvieron en promedio en .1% del PIB, los requerimientos financieros representaron el 2.2% promedio del PIB. La estabilidad de precios alcanzada conjuntamente con el alto crecimiento del PIB hizo factible una expansión significativa del sistema financiero, la inflación promedio fue de 3.7% anual y el crecimiento del período fue de 6.5%. La creciente generación de recursos financieros reales permitió financiar el déficit gubernamental de manera no inflacionaria, así como los requerimientos financieros del sector privado. (véase cuadros 1 al 3 de este capítulo).

Los bajos requerimientos financieros del sector público, permitieron que el sector privado absorbiera, en promedio, el 60% de los recursos generados. Sin embargo a partir de 1972 la situación de la economía mexicana empezó a deteriorarse como resultado del incremento en la participación estatal a través de un mayor gasto gubernamental que no fue acompañado de un aumento en los ingresos públicos lo que se tradujo en una expansión del déficit obligando al gobierno a recurrir a los flujos de endeudamiento interno como externo, así como a la utilización del impuesto inflacionario. Todo esto se tradujo en fuertes distorsiones macroeconómicas y una utilización ineficiente de los recursos reales y financieros. (véase cuadro 4)

16/ Beristáin Iturbide, Fernando. Katz Burtin Isaac  
"Reestructuración de la deuda externa del sector privado"  
INEF. México, octubre de 1989.

\*/ El presente capítulo se basa primordialmente en el trabajo elaborado por Beristáin y Katz. Los indicadores que se presentan en este apartado pretenden dar referencia de como el sector Público desplazo al Privado en materia de financiamiento, por lo que la frontera de análisis es básicamente a 1982, sin embargo en algunos casos se proporciona información más reciente.

**CUADRO 1**  
**GENERACION Y UTILIZACION DE RECURSOS FINANCIEROS**  
 ( % del PIB )

AÑO	G E N E R A C I O N		U T I L I Z A C I O N		
	CAPTACION FINANCIERA	DEUDA EXTERNA	REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO	RECURSOS PARA EL SECTOR PRIVADO	VARIACIONES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
1965	3.2	.3	.9	2.8	(.2)
1966	4.4	.6	1.2	3.8	.0
1967	4.4	1.5	2.4	3.3	.2
1968	4.3	1.8	2.2	3.7	.2
1969	5.2	.9	2.2	5.8	.1
1970	5.3	2.3	3.8	3.6	.2
1971	4.3	.7	2.5	2.0	.5
1972	5.4	1.2	4.9	1.0	.7
1973	4.1	3.6	6.9	1.8	.0
1974	4.7	4.0	7.3	1.4	.0
1975	6.7	5.1	10.0	1.6	.2
1976	3.6	5.9	9.9	.0	(.4)
PROMEDIO					
1965-1971	4.4	1.2	2.2	3.6	.1
1972-1976	7.8	2.2	4.0	1.1	1.8
1965-1976	6.1	1.7	3.1	1.9	.1

FUENTE: Elaborado con base en información del Banco de México,  
 Informe anual de 1986.

PRESENTADO EN: "Reestructuración de la Deuda Externa del Sector Privado",  
 IMEF, Octubre de 1989.

CUADRO 2-A <sup>\*/</sup>  
 REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO Y SU FINANCIAMIENTO  
 (% DEL PIB)

ARO	REQUERIMIENTOS FINANCIEROS	DEUDA INTERNA NO MONETARIA	DEUDA EXTRENA	VARIACIONES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	IMPUESTO INFLACIONARIO
1965	.9	.3	.3	(.2)	.1
1966	1.2	.2	.6	.0	.4
1967	2.4	.8	1.5	.2	.3
1968	2.2	.3	1.8	.2	.3
1969	2.2	1.0	.9	.1	.4
1970	3.8	1.4	2.3	.2	.3
1971	2.5	1.7	.7	.5	.6
1972	4.9	3.7	1.2	.7	.7
1973	6.9	1.0	3.6	.0	2.3
1974	7.3	1.3	4.0	.0	2.0
1975	10.0	4.0	5.1	.2	1.1
1976	9.9	.9	5.9	(.4)	2.7
1977	6.1	1.8	4.1	1.1	1.9
1978	6.7	2.5	3.3	.5	1.4
1979	7.6	4.0	2.6	.7	1.7
1980	7.5	3.5	2.2	.6	2.4
1981	14.1	4.5	8.0	.3	1.9
1982	16.9	5.9	3.6	(.7)	6.7

CUADRO 2-B <sup>\*\*/</sup>  
 PARTICIPACION EN LA DEUDA EXTERNA TOTAL DEL SECTOR PUBLICO Y PRIVADO  
 (% DEL TOTAL)

ARO	SECTOR PUBLICO	SECTOR PRIVADO
1980	66.68	23.27
1981	70.75	19.90
1982	67.88	22.03
1983	69.64	21.27
1984	71.83	19.15
1985	74.64	17.31
1986	74.61	15.90
1987	75.75	13.97
1988	80.69	7.09
1989	80.56	7.04

<sup>\*/</sup> Fuente Elaborado con base en información del Banco de México, Informe Anual de 1986.  
 Presentado en: "Reestructuración de la Deuda Externa del Sector Privado". INEF, Octubre de 1989

<sup>\*\*/</sup> Fuente Elaboración propia con datos publicados en Capital; Mercados Financieros  
 "Estructura de la Deuda y Flujos Estimados", Agosto de 1989  
 Excluye la Deuda del Sector Bancario y Deuda con el FMI.

CUADRO 3  
 CRECIMIENTO E INFLACION  
 ( % DEL PIB )

AÑO	CRECIMIENTO	INFLACION
1971	2.5	5.0
1972	4.9	5.6
1973	6.9	21.4
1974	7.3	20.6
1975	10.0	11.3
1976	9.9	27.2
1977	3.4	20.7
1978	8.2	16.2
1979	9.2	20.0
1980	8.3	29.8
1981	8.8	28.7
1982	(.6)	98.8
1983	(4.2)	80.8
1984	3.6	59.2
1985	2.6	63.7
1986	(3.8)	105.7
1987	1.7	159.2
1988	1.2	51.7
1989	3.3	19.7
1990	4.4	29.9
1991	3.6	18.8

Fuente : Elaborado con las siguientes publicaciones

- Capital : Mercados Financieros, "En Busca de la Rentabilidad Pérdida". Marzo de 1989.
- El Empresario. 5 de Octubre de 1992.
- La inflación de 1971 a 1977 se calculó por medio del IHPC de los meses de diciembre y revisada con información emitida por el Banco de México.

**CUADRO 4**  
**PROMEDIO DEL TOTAL DE RECURSOS GENERADOS**  
**Y UTILIZACION POR SECTOR**  
**( % )**

PERIODO	SECTOR PUBLICO	SECTOR PRIVADO	RESERVAS INTERNACIONALES
1965-1971	38	60	2
1972-1976	87	11	2

FUENTE: Elaboración propia con datos del cuadro 1.

La reducción real en el ahorro financiero doméstico y el incremento en los requerimientos financieros del sector público se tradujeron a una mayor absorción de recursos y un incremento de endeudamiento externo. La absorción del sector público en el período 1972-1976 representó el 87% del total, desplazando al sector privado del sistema financiero nacional, el cual dispuso solo del 11% de los recursos generados. Se desaceleró la inversión privada del 14% del PIB en 1971 pasó a 13% en 1976. Los principales rubros de la inversión privada se concentraban en la construcción residencial y en maquinaria, en 1971 representaban 39.7% y 47.2% respectivamente y en 1976 el 45.2% y 44.5% en 1976.

A partir de 1973 al disponer el sector privado de menores recursos del sistema financiero nacional para financiar sus proyectos de inversión en maquinaria y equipo, comenzó a endeudarse con rapidez en el extranjero, al igual que el sector público. Así se dió una aceleración del endeudamiento del sector privado de 1978 a 1981.

- La economía mexicana cambió en 1978, debido principalmente a los descubrimientos de grandes yacimientos de petróleo y el precio internacional reflejaba una tendencia internacional al alza en 1979. Representó para México un flujo creciente de ingresos externos. Sin embargo el sector público recurrió a un creciente endeudamiento, tanto por un aumento en los gastos de inversión y en los corrientes (servicios personales y subsidios) como por una reducción real de los ingresos corrientes diferentes al petróleo. El grave deterioro que sufrieron las finanzas públicas, sobretodo en 1981, como consecuencia de la caída del precio del crudo y la carente política de ajuste en el gasto público determinó un déficit promedio del 4.45% durante el período 1977 - 1982, (véase cuadro 5A y 5B)

- El desorden de las finanzas públicas se reflejó en el aumento de la deuda externa de 4262 millones de dólares en 1970 paso a 59,730 millones de dólares en 1982, un crecimiento acumulado de 1260.6% (véase cuadro 6)

La deuda externa del sector privado en el período pueda ser explicada por los siguientes elementos.

- El público percibió un aumento en su riqueza, derivado del incremento real del petróleo, aumentando de manera simultánea su gasto en bienes.

CUADRO 5-A  
FINANZAS PUBLICAS \*/  
( % DEL PIB )  
1977 - 1982

	DEFICIT PRIMARIO	GASTOS NO FINANCIEROS	GASTOS FINANCIEROS	(1)	(2)
				INGRESOS TOTALES	INGRESOS SIN PETROLEO
1977	2.30	27	3	24.60	21.90
1978	2.40	28.20	3.20	25.90	24
1979	2.90	29.60	3.40	26.70	23.60
1980	3.20	30	3.50	26.90	21.70
1981	8.40	34.70	5	26.70	21.40
1982	7.50	36.30	8.20	28.90	20.60
PROMEDIO	4.45	30.97	4.38	26.62	22.20

CUADRO 5-B \*\*/  
FINANZAS PUBLICAS  
DEFICIT EN EL PERIODO DE 1982-1987 Y SIGNIFICANCIA EN EL PIB.

	( % DEL PIB )	DEFICIT	GASTOS TOTALES	RECURSOS TOTALES
1982	17.70	1,660	4,505	2,845
1983	8.90	1,520	7,415	5,895
1984	8.70	2,505	12,323	9,818
1985	10.00	4,532	19,221	14,689
1986	16.00	12,685	36,767	24,082
1987	15.80	31,000	89,705	58,705

\*/Fuente: Banco de México, Informe Anual 1986.

(1) Pago de interés sobre la deuda pública total.

(2) Ingresos totales excluyendo exportaciones del petróleo.

\*\*/Presentado en: "Política Económica en México", Lezcano Espinoza Enrique  
IMEF, 1989. p.p. 161-163

CUADRO 6  
DEUDA PUBLICA EXTERNA  
( MILLONES DE DOLARES )

	MONTO	CRECIMIENTO
1970	4,262.00	12.80
1971	4,545.80	6.66
1972	5,064.60	11.41
1973	7,070.40	39.60
1974	9,975.00	41.08
1975	14,449.00	44.85
1976	19,600.20	35.65
1977	22,912.10	16.90
1978	26,264.30	14.63
1979	29,757.20	13.30
1980	33,813.00	13.63
1981	53,051.00	56.90
1982	59,730.00	12.59
1983	66,559.00	11.43
1984	69,378.00	4.24
1985	72,081.00	3.90
1986	75,351.00	4.54
1987	81,407.00	8.04
1988	81,003.00	-.50
1989	78,286.00	-3.35

Fuente : Elaborado con las siguientes publicaciones  
 - Estadísticas Históricas, INEGI.  
 - Macro Análisis "la Economía Hoy". Enero de 1989.  
 - Capital : Mercados Financieros,  
 "Estructura de la Deuda y Flujos Estimados", Agosto de 1989

- La inversión privada aumentó tanto en planta y equipo como en construcción residencial, provocando mayores requerimientos financieros del sector. Lo que representó un crecimiento del 78.20% de 1978 a 1981. (véase cuadro 7)

- Se pensaba que los crecientes ingresos petroleros permitirían un tipo de cambio estable. Aunado a esto, las tasas de interés activas del mercado doméstico eran superiores a las internacionales. (véase cuadro 8)

- Como ya se ha tratado el sector público absorbió la mayor parte de la generación de recursos, el sector privado, al ser desplazado del mercado financiero doméstico, se vio forzado a recurrir al endeudamiento externo para financiar el aumento deseado en la tenencia de activos.

- El régimen fiscal permitía la deducibilidad de la base gravable del ISR de las empresas, del total de intereses nominales pagados sobre la deuda incurrida (externa e interna) y, a partir de 1974 del total de pérdidas cambiarias. Este es un aspecto de suma importancia ya que el sector privado no acudió al mercado de valores, emitiendo valores de capital para financiar su expansión.

El mercado de valores en México era muy pequeño, tal como se muestra en el cuadro 9. Se observa como entre 1978 y 1979 existía confianza en las inversiones y como ésta se desvanecía en los siguientes años y de golpe en 1982. El monto operado en acciones, nunca fue mayor al 2% con respecto al total del mercado. Ahora si comparamos el importe de las nuevas inscripciones, vemos como esta era insignificante en relación al financiamiento bancario. (véase cuadro 10)

Es hasta principios de los ochentas cuando se desarrolla un mercado de instrumentos de deuda privada no bancaria, por lo que las empresas estaban limitadas al crédito bancario. Con ello el régimen fiscal promovía el financiamiento de la expansión de las empresas a través de deuda y no mediante aportaciones de capital. De esta forma la deuda externa del sector privado que a principios de los setentas había sido insignificante, al iniciar los ochentas había llegado a 23,907 millones de dólares. Además del endeudamiento externo el sector privado incurrió en un fuerte endeudamiento interno en moneda extranjera, cuyo saldo a diciembre fue de 7,078 millones de dólares, es así como la deuda documentada del sector privado en moneda extranjera llegó al nivel de 31,085 millones de dólares en 1981 lo cual repercutió desfavorablemente para las empresas cuando en 1982 la economía sufrió un grave deterioro.

CUADRO 7  
 INVERSION PRIVADA  
 ( MILES DE MILLONES DE DOLARES ) (1)  
 1977 - 1981

	TOTAL	CONSTRUCCION	PLANTA Y EQUIPO
1977	76.80	42.60	34.20
1978	80.40	40.70	39.70
1979	99.00	44.20	54.80
1980	112.50	47.00	65.50
1981	128.20	50.10	78.20

(1) A precios constantes de 1970.

Fuente : Sistema de cuentas Nacionales de México. INEGI .  
 Ofertas y utilización de bienes y servicios, varios números.

CUADRO 8  
 TASAS DE INTERES ACTIVAS  
 MEXICO Y ESTADOS UNIDOS  
 PROMEDIO ANUAL  
 1979 - 1982

	MEXICO	ESTADOS UNIDOS
1979	21.30	12.70
1980	27.30	15.30
1981	41.00	18.90
1982	62.10	14.90

Fuente : Banco de México. Indicadores Económicos, acervo histórico, septiembre, 1984.

CUADRO 9  
**MONTO OPERADO EN RENTA VARIABLE**  
**( MILLONES DE PESOS ) (1)**

1973 - 1982

<b>‡ RESPECTO AL TOTAL  OPERADO EN EL MERCADO  DE VALORES</b>		
1973	6,233.00	3.31
1974	5,127.00	2.64
1975	6,463.00	3.24
1976	9,173.00	4.43
1977	6,796.00	3.42
1978	30,308.00	18.03
1979	79,352.00	26.32
1980	50,149.00	15.53
1981	53,630.00	8.62
1982	14,516.00	1.90

(1) A precios constantes de 1978.

Nota :No incluye sociedades de inversión.

Fuente : Elaborado con datos de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.  
Anuarios financieros y bursátiles, varios periodos.

CUADRO 10  
**INSCRIPCIONES NUEVAS EN BOLSA**  
**( MILLONES DE PESOS ) (1)**

1973 - 1982

		% RESPECTO DEL FINANCIAMIENTO BANCARIO
1973	6,233.00	.00
1974	5,127.00	.60
1975	6,463.00	.40
1976	9,173.00	.60
1977	6,796.00	.10
1978	30,308.00	1.20
1979	79,352.00	.60
1980	50,149.00	.10
1981	53,630.00	.20
1982	14,516.00	.00

(1) A precios constantes de 1978.

Nota : Únicamente acciones, sin incluir sociedades de inversión.

Fuente : Elaborado con datos de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.  
 Anuarios financieros y bursátiles, varios periodos.

## **2. MECANISMOS DE DESENDERUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO.**

A partir de 1983, las empresas privadas inician un importante proceso de reestructuración de deuda. Dentro de éste destacan Ficorca, los Swaps y las negociaciones directas entre empresas y acreedores.

### **A. EL FIDEICOMISO PARA LA COBERTURA DE RIESGOS CAMBIARIOS (FICORCA)**

#### **A.1 PROPOSITO**

El fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (Ficorca) fue constituido por instrucciones del C. Presidente de la República, según acuerdo de la Secretaría de Programación y Presupuesto publicado en el Diario Oficial de la Federación del 11 de marzo de 1983, con la finalidad de efectuar operaciones que liberaran de riesgos cambiarios a las dependencias y entidades de la administración pública federal y a las empresas establecidas en el país respecto de adeudos en moneda extranjera a su cargo, a través de programas que tenderían a evitar el otorgamiento de subsidios.

#### **A.2 PROGRAMAS**

El 29 de marzo de 1983, el Comité Técnico de Ficorca aprobó las características fundamentales de los primeros programas que administraría este Fideicomiso:

- Programa para la cobertura de riesgos cambiarios derivados de endeudamientos externos, y

- Programa para el pago de adeudos vencidos a favor de proveedores del extranjero.

El 6 de abril de ese mismo año, el Banco de México publicó las reglas sobre el establecimiento del primero de los programas anteriores, mismo que empezó a operar el 2 de mayo, administrado por un fondo en fideicomiso establecido por el gobierno federal en el Banco de México.

En el programa podían participar:

- Las empresas establecidas en el país que tuviesen a su cargo adeudos en moneda extranjera pagaderos fuera de la República Mexicana, contraídos con anterioridad al 20 de diciembre de 1982 a favor de entidades financieras del exterior, instituciones de crédito mexicanas o proveedores extranjeros y cuyo vencimiento fuese a largo plazo o que se reestructurasen para que vencieran a dicho plazo.

- Las empresas establecidas en el país que tuviesen a su cargo adeudos con las características antes mencionadas, contraídos con posterioridad al 20 de diciembre de 1982 hasta por el importe de estos adeudos que se hubiesen destinado, previa autorización del Banco de México, a pagar el principal e intereses vencidos correspondientes a adeudos en moneda extranjera pagaderos fuera de la República Mexicana, contraídos con anterioridad a esa fecha a favor de entidades financieras del exterior, instituciones de crédito mexicanas o proveedores extranjeros.

### A.3 SISTEMAS

El programa ofrecía cuatro sistemas para la cobertura de riesgos. Los sistemas 1 y 2 cubrían riesgos cambiarios de pagos de principal. Los sistemas 3 y 4 cubrían intereses hasta un límite y el principal. Las empresas podrían participar en dos o más sistemas respecto al mismo préstamo. El requisito básico era que los préstamos fuesen a largo plazo o se reestructurasen sobre esa base.

Para dicho fin, los préstamos a largo plazo se considerarían aquellos cuyo principal fuese pagadero en exhibiciones trimestrales iguales y sucesivas en cuando menos seis años, con un periodo mínimo de gracia de tres años para los sistemas 1 y 2, y de cuando menos ocho años con un periodo mínimo de gracia de cuatro años para los sistemas 3 y 4. El principal por cubrir podía incluir tanto los intereses ordinarios como moratorios e insolutos sobre el financiamiento externo que estuviese siendo reestructurado.

#### A.4 DESCRIPCION DE SISTEMAS 37/

Sistema 1: Cubre el principal de la deuda por un pago en efectivo.

Las empresas podrían comprar a Ficorca, a un precio preestablecido, la cantidad de dólares necesaria para entrega futura y pagar el principal del préstamo por medio de efectivo en moneda nacional; los precios de dichas operaciones serían establecidas mensualmente con base en los plazos de renegociación acordados entre la empresa y su acreedor.

Existían tres alternativas. La primera tenía un período de gracia de tres años e igual período para el pago del principal; la segunda consistía en un período de gracia de tres años y cuatro para el pago del principal; y en la tercera, los períodos de gracia y amortización serían de cuatro años cada uno. A su vez, Ficorca estaría obligada a entregar al acreedor los dólares comprados, en exhibiciones trimestrales iguales y sucesivas, a partir de un trimestre después del período de gracia. Los pagos de interés serían hechos por la empresa de acuerdo con los términos aceptados, con dólares que se podrían obtener al tipo de cambio controlado.

Sistema 2: Cubre el capital de la deuda, proporcionando crédito automático al deudor en moneda nacional

Este sistema operaría igual que el sistema 1, excepto que sería otorgado un crédito en moneda nacional a una tasa de interés de mercado en lugar de un pago en efectivo que debería liquidarse en el mismo plazo que la deuda original. La tasa de interés aplicable al principal insoluto de dichos créditos sería igual al promedio aritmético de la tasa pagada sobre depósitos en pesos, a tres y seis meses en el que se haría el pago. Dichos créditos serían pagaderos en exhibiciones mensuales en un plazo igual a aquel aceptado para el pago del préstamo externo reestructurado.

Sistema 3: Cubre el capital e intereses de la deuda por medio de un pago efectivo en moneda nacional.

37/ Reglas de operación del Ficorca. Circular 1987/83.  
Banco de México, abril, 1983.

Los deudores podrían comprar dólares al tipo de cambio controlado en vigor. El pago en pesos a Ficorca debería de hacerse inmediatamente y el deudor debería, de manera simultánea, prestar dichos dólares a Ficorca por un período similar al de su deuda a largo plazo. Los intereses ganados sobre el préstamo a Ficorca serían entregados al acreedor y cubrirían supuestamente el interés por pagar sobre el adeudo externo. Ficorca reembolsaría el préstamo al deudor a través según el contrato a largo plazo.

**Sistema 4:** Cubre el capital e intereses de la deuda proporcionando crédito al deudor en moneda nacional.

El sistema operaría igual que el sistema 3, excepto que sería otorgado un crédito en moneda nacional a una tasa de interés de mercado para el deudor, en lugar de un pago en efectivo, y debería liquidarse en el mismo plazo que el adeudo original.

Los cuatro sistemas anteriores comprendían en total seis opciones de contrato (ver cuadro 11), una para cada uno de los sistemas 1 y 2; dos para el sistema 3 (opciones 3 y 4); y dos para el sistema 4 (opciones 5 y 6). Básicamente las operaciones 4 y 6 incluían una sobretasa del tipo de cambio controlado para cubrir las tasas de interés en exceso de Libor.

Las empresas que contrataron en Ficorca recurrieron poco a los contratos bajo los sistemas 1 y 3, los que involucran un pago de contado a la fecha valor de contrato, y que se orientaron a los sistemas 2 y 4 en los que disponían de créditos en pesos.

Una de las principales características del crédito proporcionado por Ficorca a las empresas en los sistemas 2 y 4 era la de pagos iguales a valor presente, lo que implicaba, dentro del contexto inflacionario, la capitalización de una buena parte de los intereses durante los primeros años de crédito. Esta característica resultaría de especial ayuda para las empresas ya que reduciría los flujos de efectivo durante esos primeros años.

El programa fue muy exitoso y al darse la fecha límite para contratar coberturas, los pasivos a cargo del sector privado contratados por Ficorca alcanzaron un monto de 11.6 miles de millones de dólares, distribuidos como se indica en el cuadro 12.

CUADRO 11

## RESUMEN DE SISTEMAS DE FICORCA

SISTEMAS	1	2	3	3	4	4
CONTRATO	1	2	3	4	5	6
FORMA DE PAGO	CONTADO	CREDITO EN MONEDA NACIONAL	CONTADO	CONTADO	CREDITO EN MONEDA NACIONAL	CREDITO EN MONEDA NACIONAL
COBERTURA	PRINCIPAL DEL ADEUDO	PRINCIPAL DEL ADEUDO	PRINCIPAL + INTERES	PRINCIPAL + INTERES	PRINCIPAL + INTERES	PRINCIPAL + INTERES
PLAZO (AÑO)	3 DE GRACIA + 3 o 4	3 DE GRACIA + 3 o 4	4 DE GRACIA + 4	4 DE GRACIA + 4	4 DE GRACIA + 4	4 DE GRACIA + 4
TASA	-	-	LIBOR	LIBOR + 2	LIBOR	LIBOR + 2

FUENTE : BERISTAIN ITURBIDE, FERNANDO Y KATZ BURSTIN, ISAAC.  
" REESTRUCTURACION DE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO ".  
IMEF, OCTUBRE 1989. PAG. 37.

CUADRO 12  
OPERACIONES REGISTRADAS BAJO FICORCA (1)  
( Millones de Dólares )

	MONTO	%
SISTEMA 1	61.2	.5
SISTEMA 2	458.9	4.0
SISTEMA 3	188.3	1.6
SISTEMA 4	<u>10899.4</u>	<u>93.9</u>
<b>TOTAL</b>	<b>11,607.8</b>	<b>100.0</b>

(1) AL 5 DE NOVIEMBRE DE 1983.

FUENTE : DOCUMENTO INTERNO DEL FICORCA. DIRECCION DE OPERACIONES INTERNACIONALES. BANCO DE MEXICO., 1989.

PRESENTADO EN: BERISTAIN ITURBIDE, FERNANDO Y KATZ BURSTIN, ISAAC.  
" REESTRUCTURACION DE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO ".

IMEF, OCTUBRE 1989. PAG. 38.

En 1984, el Banco de México emitió la circular 1908/84 sobre el Programa para la Cobertura de Riesgos Cambiarios correspondientes a nuevos endeudamientos externos en el que se incorporaba a las empresas establecidas en el país que a partir del 20 de diciembre de 1982 hubiesen contraído adeudos denominados en moneda extranjera, pagaderos fuera de la república Mexicana a favor de instituciones de crédito mexicanas, entidades financieras del exterior o proveedores extranjeros.

La reestructuración de la deuda externa privada de 1983 se basó esencialmente en el supuesto de que cuando se presentaran los vencimientos reprogramados del principal, el gobierno y las empresas habrían recuperado el acceso normal al mercado externo de crédito, de manera que el pago de los antiguos créditos se vería al menos parcialmente compensado por nuevos empréstitos. Sin embargo, esta normalización no se dio debido, principalmente, a la caída de los precios de petróleo y a las demás restricciones en la balanza de cuenta corriente y de capitales. Ante la incertidumbre de que Ficorca no pudiera hacer frente a sus compromisos de pago con los acreedores, en especial a partir de 1988 cuando empezaría la mayoría de las amortizaciones de principal (alrededor de 2,400 millones de dólares), fue necesario desarrollar un replanteamiento cuyo propósito era resolver las diferentes perspectivas de las partes involucradas y ajustarse a las limitaciones dadas.

#### **A.5 REPLANTEAMIENTO**

La negociación de este programa de reciclaje se inició en noviembre de 1986 y concluyó el 14 de agosto de 1987, habiéndose firmado el 20 de marzo de 1987 el Acuerdo de Facilidad de Ficorca (Facilit y Agreement), que está expresado en el anexo G del Convenio de Reestructuración de la Deuda Pública firmado en agosto de 1987.

Bajo este nuevo esquema se abrieron para las empresas las siguientes alternativas (previa aceptación de la participación de los acreedores);

- 1) Seguir bajo el contrato original. Al mantenerse dentro del esquema original, seguirían cubriendo los importes de referencia a Ficorca como lo venían haciendo hasta esa fecha. Gradualmente, se irían liberando del adeudo en el extranjero.

2) Reestructurar.

La reestructuración planteaba una ampliación del plazo de amortización virtual del principal al acreedor y la contratación de nueva cobertura con Ficorca. Para ello, Ficorca ofrecía dos esquemas alternativos, siempre y cuando los nuevos plazos excedieran los doce años con seis de gracia.

Por el costo que implicaban (mayor saldo o mayor tasa), las dos opciones de cobertura con Ficorca convinieron a empresas con problemas de flujo de efectivo, y que desearan mantener una cobertura cambiaria a largo plazo; o bien, a empresas que hubieran deseado hacerse de recursos a largo plazo para dedicarlos a proyectos que por su rentabilidad compensarán el costo de reestructurar.

a) Esquema tradicional.

En éste se contrataba nueva cobertura ante Ficorca, como se hizo originalmente. Esta cobertura se podría usar desde un plazo igual a ocho años con cuatro de gracia y se cobraría, por el crédito de pesos, una tasa de interés igual al promedio (de las tasas sobre depósitos bancarios a tres y seis meses), misma que se estaba cobrando.

b) Esquema nuevo.

Constituía una nueva cobertura que permitiría mantener los saldos vigentes ante Ficorca que a esa fecha significaban un ahorro de cerca del 20%. Para mantenerla, Ficorca cargaría una tasa más elevada, igual al 110% del C.P.F. Se podría optar por este esquema sólo si la empresa reestructuraba sus adeudos a un plazo igual o mayor a los doce años con seis de gracia a partir de la nueva fecha valor.

3) Prepago a Ficorca mediante la capitalización de deuda pública. Esta opción consistía en aprovechar el mecanismo de capitalización de deuda pública para la amortización anticipada del crédito en moneda nacional de Ficorca. El ahorro de esta opción era en ese entonces de alrededor del 30% del saldo en pesos.

Este mecanismo de préstamo implicó para la banca extranjera la obligación de mantener créditos a entidades establecidas en México por 20 años, lo que propició que muchos acreedores prefirieran resolver de inmediato sus créditos, aún a costa de pérdidas.

Como consecuencia de lo anterior hubo cancelaciones masivas de contratos de cobertura, de tal forma que la deuda cubierta por el programa del 6 de abril de 1983 descendió, en cifras redondas, de 10,000 millones de dólares en mayo de 1987 a 2,440 millones al término de 1988.

De esta disminución de 7,560 millones de dólares, aproximadamente 1,330 millones correspondieron a amortizaciones nominales y 6,230 millones a la cancelación anticipada de coberturas.

En el transcurso de 1988 se pagaron 1,173 millones de dólares por concepto de amortizaciones de contratos correspondientes al programa del 6 de abril, de los cuales 564 millones fueron refinanciados. De acuerdo a lo establecido en el contrato de Refinanciamiento, se prepagaron a los bancos acreedores aproximadamente 130 millones para efectos de répréstamo a empresas mexicanas.

En general, puede afirmarse que el Ficorca ha cumplido con los objetivos para los que se constituyó. En primer lugar, logró la reestructuración de adeudados con vencimiento a corto plazo, cuya liquidación hubiese producido una cuantiosa salida de divisas y creado inestabilidad cambiaria.

En segundo lugar, ha brindado seguridad cambiaria a las empresas en moneda extranjera. Además, ha auxiliado a las empresas endeudadas mediante la aplicación de fórmulas que alivian la carga financiera al redistribuir los pagos a través del tiempo.

Por último, los programas de cobertura no han implicado el otorgamiento de subsidios ya que el gobierno federal no ha efectuado transferencia de fondos a favor de Ficorca, el cual al cierre de 1988, contaba con una reserva técnica positiva.

## **A.6 MARCO LEGAL**

Tal como se desprende de su mismo nombre, el Ficorca es un fideicomiso que, de acuerdo con el Capítulo V Artículo 346 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, se define como una disposición en virtud de la cual un fideicomitente destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de ese fin a una institución fiduciaria.

CUADRO 13

FIDEICOMISO PARA LA COBERTURA DE RIESGOS CAMBIARIOS

SALDOS DE DEUDA CUBIERTA EN FICORCA

( Millones de Dólares )

PROGRAMA	31-DIC-83	31-DIC-84	31-DIC-85	31-DIC-86	31-DIC-87	31-DIC-88
6 DE ABRIL	12,134.8	12,757.5	11,701.4	10,814.8	5,748.9	2,442.6
SECTOR PRIVADO	11,524.6	11,947.2	10,917.1	10,374.3	5,321.8	2,054.0
SECTOR PUBLICO	610.2	810.3	784.3	440.5	427.1	388.6
<b>NUEVOS</b>						
ENDEUDAMIENTOS	.0	332.3	476.8	470.2	366.2	320.5
SECTOR PRIVADO	.0	35.1	180.4	158.5	97.9	64.7
SECTOR PUBLICO	.0	297.2	296.4	311.7	268.3	255.8
<b>CLUB DE</b>						
PARIS	.0	129.9	291.5	247.3	210.6	176.4
SECTOR PRIVADO	.0	129.9	291.5	247.3	210.6	176.4
SECTOR PUBLICO	.0	.0	.0	.0	.0	.0
<b>TOTAL</b>	<b>12,134.8</b>	<b>13,219.7</b>	<b>12,469.7</b>	<b>11,532.3</b>	<b>6,325.7</b>	<b>2,939.5</b>
SECTOR PRIVADO	11,524.6	12,112.2	11,389.0	10,780.1	5,630.3	2,295.1
SECTOR PUBLICO	610.2	1,107.5	1,080.7	752.2	695.4	644.4

FUENTE : DOCUMENTO INTERNO DEL FICORCA. DIRECCION DE OPERACIONES INTERNACIONALES. BANCO DE MEXICO., 1989.

PRESENTADO EN: BERISTAIN ITURBIDE, FERNANDO Y KATZ BURSTIN, ISAAC. " REESTRUCTURACION DE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO " IMEF, OCTUBRE 1989. PAG. 37.

En todo fideicomiso se reconocen tres partes: el (los) fideicomitente (s), el (los) fiduciario (s), y la fiduciaria. Para el análisis del Ficorca se puede señalar:

1. El fideicomitente es la persona que ordena el fideicomiso.

En este caso, los fideicomitentes son las empresas que participan en Ficorca, es decir, las empresas establecidas en el país con adeudos en moneda extranjera y que cumplen con los requisitos para ingresar al programa.

2. El fideicomisario es la persona a quien se destina el fideicomiso.

Las entidades financieras del exterior, las instituciones de crédito mexicanas o los proveedores extranjeros que son acreedores de los adeudos en moneda extranjera y que ingresaron al programa, son los fideicomisarios del programa Ficorca.

3. La fiduciaria es quien se encarga del control y manejo del fideicomiso.

En este caso, la fiduciaria del programa es el Banco de México quien se apoya en las instituciones nacionales de crédito (bancos mexicanos) que actúan por cuenta y orden del mismo.

Los importes que acreditan las empresas participantes al programa son los bienes objeto del Fideicomiso, cuyo objetivo es liberar de los riesgos cambiarios a las dependencias y entidades de la Administración Pública Federal y a las establecidas en el país, respecto a adeudos en moneda extranjera a su cargo, a través de programas que eviten el otorgamiento de subsidios.

En adición podemos señalar otros aspectos legales relevantes:

- 1) Ficorca no asume el riesgo comercial y legal de la deuda.

- 2) En los sistemas mediante los cuales se otorgan créditos a las empresas participantes (sistemas 2 y 4), si el comprador deja de pagar a Ficorca tres mensualidades sucesivas de crédito en pesos, el banco que actúa a nombre de Ficorca se negará a recibir ningún pago adicional de dicho comprador y así lo notificará al acreedor, de manera que en un término de 30 días hábiles siguientes a la fecha del

recibo del aviso por esta último, emitirá una carta certificada o telex confirmado, avisando sobre la elección de alguna de las siguiente alternativas.

a) Que el acreedor continuará haciendo los pagos en pesos que estaban a cargo del comprador.

b) Que los pagos a cargo del comprador continuarán siendo hechos por un tercero que no sea ni el comprador ni el acreedor.

c) Que Ficorca entregue el valor de rescate al acreedor en pagos trimestrales iguales y vencidos en las fechas establecidos en el programa original de pagos.

3) El Ficorca fue creado y regulado a través de la Secretaría de Programación y Presupuesto.

4) Los intereses se causan bajo año comercial de 365 días.

5) La empresa puede ignorar, gravar ceder o en cualquier forma afectar en favor del acreedor, los derechos que tiene de recibir los dólares objeto de la venta, previa notificación de dicha operación al banco y que deberá realizarse por notario o corredor público.

#### **A.7 MARCO CONTABLE**

Ficorca no asume el riesgo legal o comercial de la deuda, por lo que la única responsable de la deuda es la empresa mexicana participante en el programa.

Por lo anterior, en los sistemas de contado de Ficorca (sistemas 1 y 3), se debe continuar reflejando la deuda (como pasivo a largo plazo y posteriormente su parte a corto plazo), ya que el activo derivado del derecho a recibir dólares del Ficorca (cuenta por cobrar a largo plazo y posteriormente su porción a corto plazo) y el pasivo en dólares son derechos y obligaciones con entidades independientes, por lo cual no se pueden compensar sus saldos.

Bajo los sistemas 2 y 4 (Ficorca a crédito), se tiene legalmente una doble deuda, es decir, se tiene una deuda en dólares con el banco o acreedores extranjeros y una nueva deuda en moneda nacional a favor de Ficorca; también existe un activo representado por el derecho de recibir dólares del Ficorca en el futuro para cubrir los adeudos conforme a su vencimiento reestructurado.

A pesar de la situación legal antes descrita, en los estados financieros sólo se presentará la deuda original, ya que activo y pasivo con ficorca se compensan por ser derechos y obligaciones con una misma entidad.

Dichos activos y pasivos se deberán valorar al tipo de cambio vigente a la fecha de emisión de los estados financieros; sin embargo, no existe una pérdida o utilidad en cambio que afecte el resultado de la operación de la empresa participante, ya que el activo y el pasivo crecen en la misma magnitud.

En los sistemas del principal (sistemas 1 y 2), que se pactaron a precios preestablecidos, inferiores al controlado y de mercado, la diferencia en dichos tipos de cambio se acreditará a una cuenta de ingresos diferidos que se amortiza durante la vida del contrato con Ficorca bajo el método de interés.

Respecto a los estados financieros se debe revelar:

- a) Sistemas elegido y controlado pactado.
- b) Descripción del sistema
- c) Monto en dólares del adeudo, tasas y plazos.
- d) Tipos de cambio con los cuales se valuó el acuerdo al fin del ejercicio.
- e) Cualquier evento contingente importante al respecto.

## A.8 MARCO FISCAL

Al ser un programa de cobertura cambiaria, las empresas participantes eliminaron su riesgo cambiario y por tal motivo la posible pérdida en cambios que dicho adeudo en moneda extranjera les hubiera ocasionado.

Lo anterior se debe como se mencionó en los aspectos contables del Ficorca, a que la utilidad en cambios del activo compensa totalmente la pérdida en cambios del Ficorca.

El adeudo antes mencionado sólo tendrá incidencias en los resultados de una entidad por medio de los intereses que genera. Dichos intereses se sujetan a la siguiente reglamentación fiscal:

1) Para la base tradicional (Título VII de la Ley del Impuesto sobre la Renta), los intereses son totalmente deducibles.

2) Para la base ampliada (Título II de la Ley del Impuesto sobre la Renta), los intereses formarán parte del componente inflacionario de los créditos o deudas que "se calculará multiplicando el factor de ajuste mensual por la suma del promedio mensual de los créditos o deudas, contratados con el sistema financiero o colocados con su intermediación y el saldo promedio mensual de los demás créditos o deudas" (Artículo 7-B fracción II de la citada Ley).

Por lo anterior, se restará el componente inflacionario de la totalidad de las deudas (calculando conforme a lo que se indicó en el párrafo anterior) a los intereses devengados de cada uno de los meses del ejercicio, y el resultado será el interés deducible para esta base.

3) La empresa que efectúe pagos de intereses al exterior está obligada a efectuar una retención sobre los mismos conforme al artículo 154 de la Ley del Impuesto sobre la Renta, la cual maneja las siguientes tasas:

a) 15% para pagos de intereses a bancos extranjeros y entidades de financiamiento pertenecientes a estados extranjeros, siempre que la operación de financiamiento esté registrada y cumpla con los requisitos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

b) 21% para instituciones de crédito a residentes en el extranjero (distintas a las señaladas anteriormente), para los pagados a los residentes en el extranjero provenientes de títulos de crédito, para los pagados a proveedores por la enajenación de maquinaria y equipo que forman parte del activo fijo del adquirente, y para los pagados para financiar habilitación, avío y comercialización.

c) 42% para los no señalados en las fracciones anteriores.

d) Dichos intereses no son objeto de IVA.

## **B. MECANISMOS DE CONVERSION DEUDA POR CAPITAL (SWAPS)**

### **B.1 AUTORIZACION PARA OPERARSE EN MEXICO.**

Las operaciones de capitalización de pasivos (Swaps) fueron autorizadas por primera vez en abril de 1986, en cumplimiento con la política de promoción selectiva de la inversión extranjera plasmada en el Plan nacional de Desarrollo y en ejecución de la cláusula 5.11 del Convenio de Reestructuración de la Deuda Pública Externa. En estas transacciones, un banco extranjero vende a descuento en los mercados internacionales de capital un documento de deuda pública a cargo de gobierno mexicano o en ocasiones de alguna empresa privada. Dichos documentos son adquiridos por inversionistas que a su vez los revenden a la Secretaría de Hacienda con un descuento menor.

Con el fin de garantizar que los fondos obtenidos por la empresa revendedora permanecieran en el país, se estableció que las solicitudes para realizar estas operaciones deberían acompañarse de un proyecto específico de inversión, el cual debería ser aprobado por las autoridades correspondientes para que un "swap" pudiese realizarse. Asimismo, se estableció que las autoridades determinarían los términos de la operación en función de las características del proyecto.

Una vez aprobado el swap, la empresa inversionista negociaría un calendario de desembolsos con la Secretaría de Hacienda. Los recursos se entregarían en pesos directamente a los proveedores, contratistas o acreedores de la empresa a quienes se les requiría

emitir los recibos correspondientes. Dado que los fondos eran retenidos por la Secretaría de acuerdo al calendario de pagos, los pesos generaban un interés para la empresa a la tasa de Cetes. Los fondos no podían ser utilizados para el pago de adeudos con bancos extranjeros, proveedores extranjeros o compañías matrices de subsidiarias mexicanas. Tampoco se permitía el uso de los fondos de capital de trabajo a menos que se juzgara como esencial para el desarrollo del proyecto de inversión y no se empleara para pagos al extranjero.

En el análisis de los casos de capitalización de pasivo y/o sustitución de deuda pública por inversión, la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras tomaría en cuenta los mismos criterios que utiliza para autorizar y fijar los porcentajes y condiciones de la participación del capital foráneo y que se encontraban señaladas en el Artículo 13 de la Ley para promover la Inversión Mexicana y Regular de Inversión Extranjera.

## **B.2 CRITERIOS**

A continuación se presentan los criterios más importantes, destacando en cada uno de ellos la prioridad otorgada por la Comisión:

### **1. Exportaciones**

La comisión considera en primer lugar, a aquellas empresas que muestran saldos superavitarios en balanza de pagos; en segundo lugar, a aquellas con saldos equilibrados y por último, a las que presenten déficit.

### **2. Aplicación de Recursos**

La comisión dará preferencia a aquellos casos de inversiones en activos fijos, ampliaciones, nuevas líneas de productos o nuevas actividades económicas que impliquen exportaciones y, en segundo término, a los casos que prepaquen únicamente a Ficorca y a obligaciones en moneda nacional con sociedades nacionales de crédito, proveedores nacionales o colocaciones entre el gran público inversionista en México.

### 3. Tecnología

La Comisión otorga mayor prioridad a aquellos proyectos con tecnología de punta; en segundo lugar a los de tecnología media; y en tercer lugar a los que ofrezcan tecnología saliente.

### 4. Grado de integración nacional.

Se dará prioridad a aquellos proyectos cuyos grados de integración nacional sean superiores a los de la rama económica; en segundo término, a aquellos con igual grado de integración a la rama económica en cuestión.

### 5. Estructura actual de la propiedad del capital.

En primera instancia, la Comisión otorga preferencia para la capitalización de pasivos a aquellas empresas que en el momento de hacer su solicitud mantengan un 100% de capital foráneo; posteriormente, a empresas con participación mayoritaria extranjera y, finalmente, a aquellas que debido a la capitalización de pasivos pasarán de una participación minoritaria o nula, a una mayoritaria o minoritaria respectivamente.

### 6. Sujetos acreedores

a) Respecto a los sujetos acreedores, la Comisión considera, en primera instancia y dentro de sus prioridades para la autorización de capitalización de pasivos propios, a aquellos créditos suscritos con instituciones bancarias; en segundo, a aquellos créditos contraídos con proveedores; y, finalmente, a los créditos vinculados con las matrices de las empresas mexicanas en el extranjero.

b) Para los efectos de la sustitución de deuda pública por inversión, los pasivos permitidos serán solamente los provenientes de:

- Créditos en moneda nacional con sociedades nacionales de crédito.
- Créditos en moneda nacional contraídos con proveedores nacionales para la adquisición de bienes de procedencia nacional.
- Ficorca
- Obligaciones emitidas entre el gran público inversionista en México.

**7. Tamaño de la empresa**

Respecto al tamaño de la empresa, la Comisión ubica en primera instancia a la pequeña y mediana industria y en segundo plano a la gran empresa.

**8. Análisis de rentabilidad de la empresa dentro del contexto del crecimiento sectorial.**

Se permitirá capitalizar pasivos y/o sustituir deuda pública por inversión a aquellas empresas que muestren un dinamismo similar o superior al de la actividad económica, rama industrial o sector al que pertenezcan.

**Algunos criterios específicos fueron:**

1. Es de importancia fundamental que el giro al cual pertenece la empresa se encuentre incluido dentro de las actividades y sectores prioritarios, según menciona el acuerdo que establece las actividades industriales prioritarias, publicado en el Diario Oficial de la Federación del 22 de enero de 1986.

De acuerdo con el Artículo 4o. de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión extranjera, seguirán reservadas al Estado las siguientes actividades:

- Petróleo y los demás hidrocarburos
- Petroquímica básica
- Explotación de minerales radioactivos y generación de energía nuclear
- Minería en los casos a los que se refiere la Ley en la materia
- Electricidad
- Ferrocarriles
- Comunicaciones telegráficas y radiotelegráficas, y
- Los demás que fijen las leyes específicas.

Están reservadas de manera exclusiva a mexicanos o sociedades mexicanas con cláusula de exclusión de extranjeros, las siguientes actividades.

- Radio y Televisión.
- Transporta automotor urbano, interurbano y carreteras federales.
- Transportes aéreos y marítimos nacionales
- Explotación forestal
- Distribución de gas y
- Las demás que fijen las leyes específicas o las disposiciones reglamentarias que expida el ejecutivo Federal.

En el artículo 5o. de la propia Ley se mencionan las actividades en las que la inversión extranjera se admitirá, bajo las siguientes proporciones de capital:

- Explotación y aprovechamiento de sustancias minerales.

Las concesiones no podrán otorgarse o transmitirse a personas físicas o sociedades extranjeras. En las sociedades destinadas a esta actividad, la inversión extranjera podrá participar hasta un máximo de 49%, cuando se trate de la explotación y aprovechamiento de sustancias sujetas a concesión ordinaria y de 34% cuando se trate de concesiones especiales para la explotación de reservas minerales.

- Productos secundarios de la industria petroquímica: 40%
- Fabricación de componentes de vehículos automotores: 40%, y
- Las que señalan las leyes específicas o las disposiciones reglamentarias que expida el ejecutivo Federal.

2. El enfoque fundamental para la selección de empresas con posibilidades de capitalizar pasivos parte del análisis de la combinación de los efectos del impacto del costo financiero de la empresa y la rentabilidad de la misma.

De lo anterior se concluye que aquellas empresas que, aun cuando no tuvieran problemas de endeudamiento, no reflejasen rentabilidad en sus operaciones, no serían sujetas de capitalización de pasivos propios. Lo mismo sucedería en aquellos casos en los que, sin tener una empresa utilidad de operación, aun con la capitalización de pasivos propios, no mejorase sustancialmente su situación operativa y financiera.

### B.3 MECANISMOS OPERATIVOS

Los inversionistas que desearan utilizar este mecanismo para prepagar el Ficorca, se sujetarían a lo siguiente:

1. La Secretaría de Hacienda y Crédito Público compraría la deuda del gobierno federal (UMS) o demás entidades con deuda externa reestructurada a las empresas extranjeras que la hubieran conseguido para prepagar, total o parcialmente, además del crédito en moneda nacional que tuviesen sus filiales o subsidiarias en virtud de contratos de cobertura con el citado Fideicomiso. Tratándose de la deuda de entidades o empresas diversas del Gobierno Federal, la misma Secretaría determinaría si ellas o ésta cubrirían el precio de la sustitución.

Una vez que la empresa hubiese efectuado la venta de la deuda del gobierno federal o de otras entidades o empresas del sector público a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y hubiese obtenido de esta última la autorización para pagar con el producto de la referida venta, total o parcialmente el crédito en moneda nacional, debería acudir a la sociedad nacional de crédito que hubiese operado el contrato de cobertura y presentarle dicha autorización, para que ésta solicitara al Ficorca el convenio modificadorio correspondiente a las cláusulas relativas a la entrega del "Valor de Rescate en Pesos", en el sentido de que de ser requerido por la propia empresa, éste sería entregado por el Ficorca en las mismas fechas que las establecidas para el entrega de los dólares o el pago del "préstamo" a cargo de este Fideicomiso. Dicho convenio debería ser suscrito por la empresa y la sociedad nacional de crédito, actuando esta última por cuenta y orden del Ficorca.

Igualmente, la empresa debería obtener autorización del acreedor para llevar a cabo tales modificaciones al contrato de cobertura y habría de indicarle a la sociedad nacional de crédito correspondiente, con 30 días de anticipación, la forma de prepagado que debería hacer por concepto de crédito y, de ser parcial, los ajustes que deberían efectuarse al importe y números de los pagos mensuales del propio crédito.

La aplicación de los recursos generados por la referida venta de la deuda del Gobierno Federal, o de entidades o empresas del sector público, al pago del crédito a favor del Ficorca establecido en el contrato de cobertura, debería hacerla la Secretaría de Hacienda y Crédito Público a través de la sociedad nacional de crédito que estuviese operando el contrato correspondiente.

El cumplimiento del compromiso que hubiese hecho la empresa con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para la aplicación de aquellos recursos que, de no haber prepagado, hubiera tenido que pagar por concepto del crédito en moneda nacional, sería supervisado directamente por la propia Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras, en virtud del contrato con Ficorca, mediante los mecanismos de inspección con que contaban.

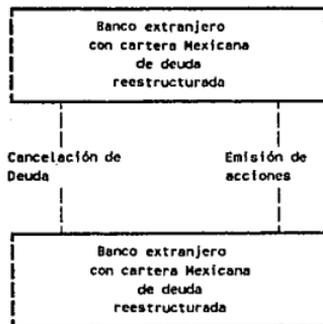
2. Los inversionistas extranjeros que desearan mejorar el perfil de sus subsidiarias, filiales o que iniciaran una asociación con una empresa ya existente que tuviese deuda en moneda nacional con sociedades nacionales de crédito o con otros acreedores, realizarían la operación de sustitución que funcionaría de la misma manera que si se tratara de una sustitución para capitalización simple; sin embargo, la única variación sería que en lugar del pago del papel de la deuda reestructurada del sector público, se entregaría el finiquito de la deuda con dichas sociedades o el descargo parcial de la misma, según fuese el caso, en el momento de efectuar el cierre de la operación de sustitución.

En las operaciones que se realizaran conforme a la cláusula 5.11, las empresas capitalizadoras extranjeras podrían establecer, en el contrato que se suscribiría con las autoridades, que las entregas del papel de la deuda pública podrían efectuarse en parcialidades para cumplir con los períodos de desarrollo de los proyectos. Sin, embargo, estas entregas parciales no podrían ser menores de una parte mensual alicuota del total de la capitalización durante el semestre siguiente al cierre de la operación, que no rebasaría un mes natural a la firma del contrato de intercambio de papel correspondiente. Para las empresas que desearan un período más largo, los descuentos se ajustarían de acuerdo con los movimientos que registrasen el valor del papel en los mercados internacionales y el tipo de cambio libre en el país.

A continuación se presentan en forma esquemática algunos mecanismos operativos bajo los cuales se podría utilizar la operación de sustitución

**Mecanismo No. 1**

**Capitalización directa simple**



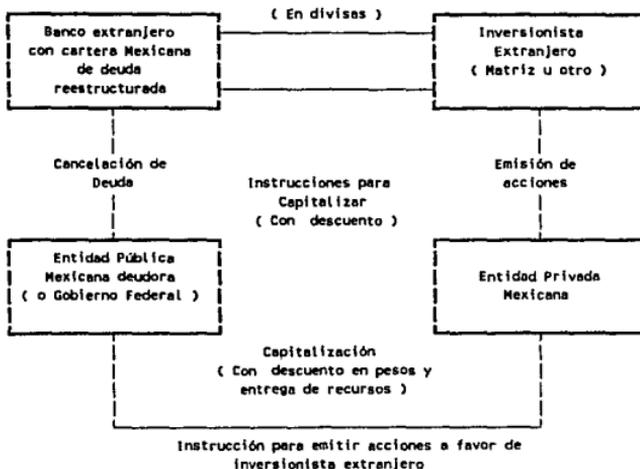
**Síntesis:**

Se cambia deuda por acciones de la entidad deudora del "New Restructure Agreement" las que serán emitidas con las limitaciones de la sección 5.11.

Mecanismo No. 2

Inversión indirecta de entidad privada por parte de inversionista extranjero con deuda reestructurada de entidad pública o de gobierno federal.

Pago parcial o total de deuda con descuento



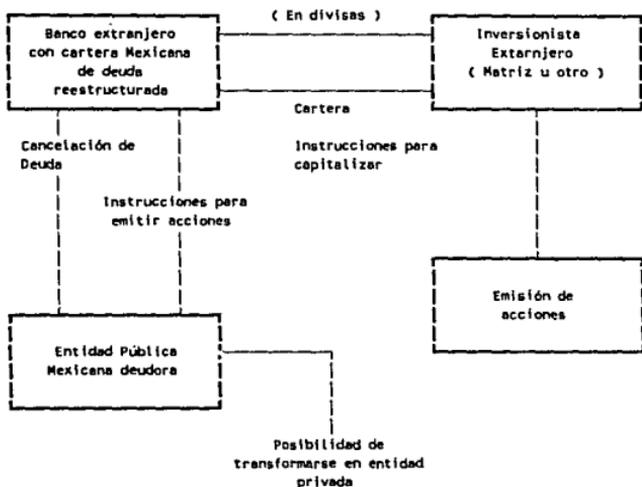
Síntesis:

Un inversionista extranjero negocia con acreedor y con empresa privada la capitalización de esta última con deuda reestructurada de una entidad pública o del Gobierno Federal, quien hace las aportaciones en pesos con descuento y da instrucciones a la empresa a capitalizar, misma que se compromete a emitir acciones con las limitaciones establecidas en la sección 5.11 del "New Restructure Agreement".

Mecanismo No. 3

Capitalización directa de entidad pública con deuda reestructurada por parte de inversionista extranjero.

Pago parcial o total de deuda con descuento



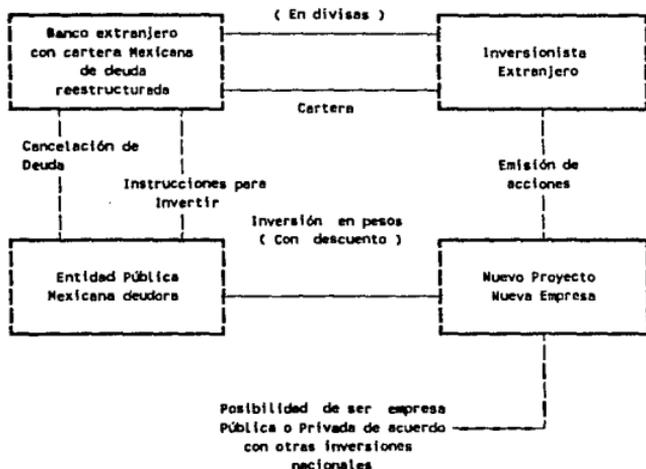
Síntesis:

Un inversionista negocia con el acreedor de una entidad con el fin de pagar (con o sin descuento) toda o parte de la deuda de esta última quien en caso de acuerdo, emite a nombre del inversionista y a requerimiento del banco, acciones con las limitaciones establecidas en la sección 5.11 del "New Restructure Agreement".

Mecanismo No. 4

Inversión en un nuevo proyecto por parte del inversionista extranjero con deuda reestructurada de entidad pública.

Pago parcial o total de deuda con descuento



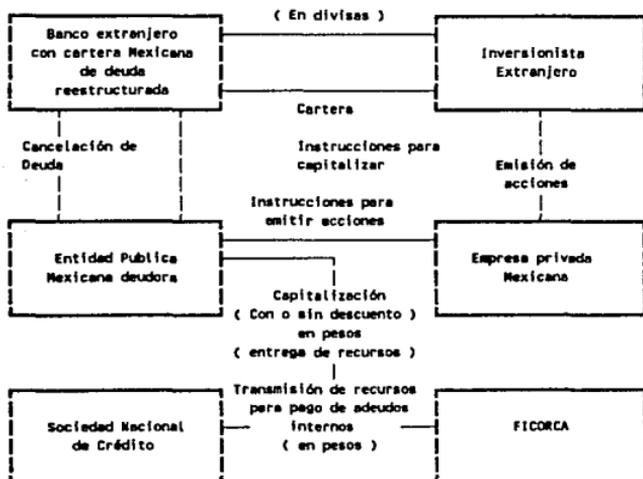
Síntesis:

Un inversionista extranjero negocia con un acreedor la inversión en un nuevo proyecto con deuda reestructurada de una entidad pública, quien a cambio de su deuda, hace la inversión en un nuevo proyecto; se emiten acciones de la nueva empresa a favor del inversionista extranjero con las limitaciones establecidas en la sección 5.11 del "New Restructure Agreement".

Mecanismo No. 5

Capitalización indirecta de entidad privada por parte de inversionista extranjero con deuda reestructurada de entidad pública para pago de adeudos de la primera con Sociedades Nacionales de Crédito con Ficorca.

Pago parcial o total de deuda con descuento



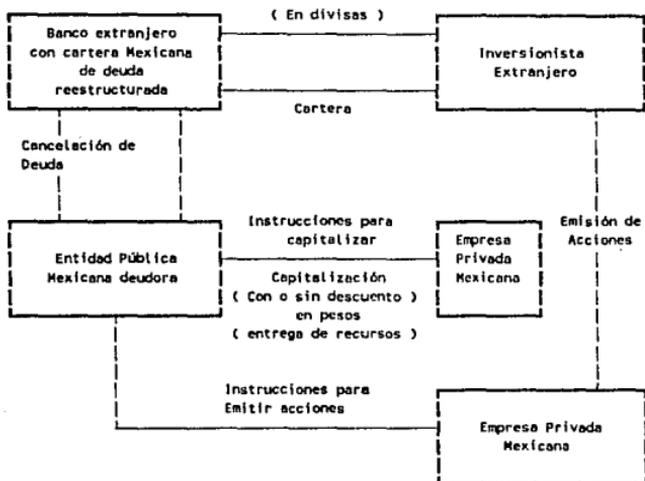
Síntesis:

Un inversionista extranjero negocia con acreedores y entidad privada la capitalización de ésta última con deuda reestructurada de una entidad pública para que, con los recursos pagados por esta última, la entidad privada pague adeudos ( de acuerdo con la regla establecida ) en pesos a sociedades nacionales de crédito o a Ficorca, emitiendo acciones a favor del inversionista extranjero con las limitaciones establecidas en la sección 5.11 del "New Restructure Agreement".

Mecanismo No. 6

Capitalización indirecta de entidad privada por parte de inversionista extranjero con deuda reestructurada de entidad pública, siendo la emisora de acciones a favor del inversionista una entidad privada distinta a la capitalizada.

Pago parcial o total de deuda con descuento



Síntesis:

Un inversionista extranjero negocia con acreedor y con dos entidades privadas la capitalización de una de éstas, emitiendo las acciones a favor del inversionista extranjero la otra entidad privada, quien no recibirá los recursos aún no habiendo emitido acciones la entidad capitalizada con deuda y reestructurada de entidad pública, será la responsable ante la SHCP y CNIE del uso de los fondos a ser invertidos.

Como en todos los casos, las acciones emitidas tendrán que contener las limitaciones establecidas en la sección 5.11 del "New Restructure Agreement".

#### B.4 EVOLUCION Y CONSIDERACIONES

Durante 1986 ejecutaron operaciones de este tipo 363.2 millones de dólares. En 1987 las operaciones totalizaron 1482.9 millones de dólares.

Este mecanismo de intercambio de deuda por capital se adoptó por varias razones. En primer lugar, por considerarse que los proyectos de inversión podrían mejorar la situación de la balanza de pagos, en la medida en que promovieron la exportación o substituirían importaciones.

En segundo lugar porque sustituían la carga inmediata por concepto de intereses y amortización de capital, derivada de los créditos con el exterior, por futuras utilidades derivadas de las operaciones de las empresas y directamente relacionadas con el desempeño económico de las mismas.

Además el mercado de "swaps" tiene la útil función de una válvula de escape, pues permite la salida de algunos acreedores que pudieran complicar los procesos de reestructuración y provee un mayor grado de flexibilidad en el diseño de programas de financiamiento aceptables por deudores y acreedores.

Los "swaps" alivian las restricciones de divisas (por lo menos temporalmente), promueven la privatización y contribuyen a transmitir la idea de una más favorable actitud hacia la inversión extranjera.

Sin embargo y en contraposición los beneficios anteriores, los esquemas de capitalización presentan varias deficiencias.

La primera y más importante es el efecto inflacionario derivado del financiamiento para la compra de la deuda externa. Y aunque dicho efecto pudiera esterilizarse a través de su "securitización", dadas las altas tasas de interés real internas, el costo absorbería el posible beneficio capturado en el descuento de la transacción original.

Una segunda es el subsidio a las inversiones, lo cual presenta a su vez varios problemas. El primero es el de adicionalidad, es decir el reconocimiento del que al subsidiar las inversiones, resulta cuestionable cuántas de ellas realmente representan inversiones adicionales y aquellas "muy probablemente" se hubiesen llevado al cabo independientemente del subsidio. El segundo problema se refiere a la desigualdad que el otorgamiento de subsidios crea entre inversionistas extranjeros y locales. Y el tercero se refiere a la eficiencia con la que se establecen los subsidios dado que, en general, estos se fijan arbitrariamente.

Una tercera deficiencia, muchas veces ignorada, es el reconocimiento de que se sustituye un compromiso de deuda, que si bien es inmediato (en general es barato), a la larga es más caro el resultado de servicio de capital.

Por razones como las anteriores, el esquema de swaps fue suspendido a partir de noviembre de 1987.

### C. NEGOCIACIONES DIRECTAS

Un tercer mecanismo empleado por las empresas, en combinación con alguno o los dos anteriores mecanismos de reestructuración, fue la negociación directa con acreedores.

Estas negociaciones han sido muy diversas; sin embargo, el común denominador fue el aprovechamiento de descuentos tanto del papel privado como de la deuda pública.

La gama de negociaciones es muy variada, ya que contiene desde descuentos directos hasta operaciones de ingeniería financiera altamente sofisticada.

A partir de los sucesos de 1982, una de las primeras reacciones de muchas de las sustituciones de crédito acreedoras fue deshacerse de la deuda privada a través del mercado secundario o intercambiándola por deuda pública bajo el supuesto de un menor "riesgo país".

Así, aquellas empresas que contaban con liquidez suficiente pudieron aprovechar descuentos hasta de un 70% sobre el valor nominal de su deuda.

En otras ocasiones, los procesos de negociación fueron más complejos. Aunque no todas las operaciones podrían describirse en un documento, a continuación se presentan algunos ejemplos.

Cabe aclarar que por motivos de confidencialidad Beristáin y Katz no dan los nombres de las empresas, y las cifras reales mantienen las proporciones de las operaciones para conservar la importancia relativa de cada caso y no revelar las cifras reales.

#### CASO I

Con anterioridad a la devaluación de 1982 la empresa contrajo deuda por 100 millones de dólares a corto plazo amparada con pagarés.

Ante la imposibilidad de hacer frente a sus compromisos, llevo al cabo una primera reestructuración por Floatin Rate Notes (FRN) a largo plazo.

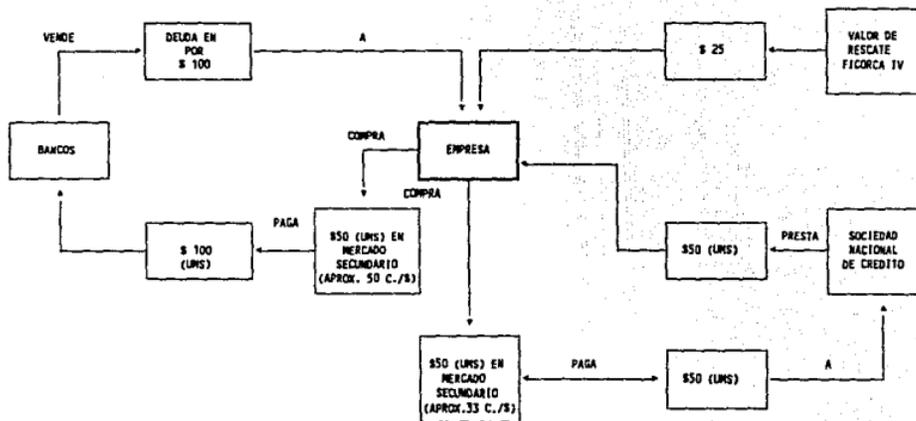
Al implantarse el Ficorca, la empresa lleva al cabo una segunda reestructuración ingresando al sistema 4 de dicho fideicomiso, en el cual permanece hasta 1987, realizando además algunos pagos a acreedores por concepto de intereses durante este periodo.

En 1987 se sale de Ficorca con un valor de rescate de 25 millones de dólares aproximadamente, mismos con los que la empresa adquiere UMS en el mercado secundario a 50 centavos por un dólar aproximadamente y liquida a los bancos el equivalente a 50 millones de dólares.

Posteriormente adquiere un crédito en UMS equivalente a 50 millones de dólares por parte de una Sociedad Nacional de Crédito, con él salda sus compromisos con acreedores extranjeros.

En una última etapa adquiere con recursos propios, 50 millones de UMS en el mercado secundario a 33 centavos por un dólar aproximadamente, con los que paga a la Sociedad Nacional de Crédito.

CASO I



\$ = DOLARES  
 LMS = DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL.

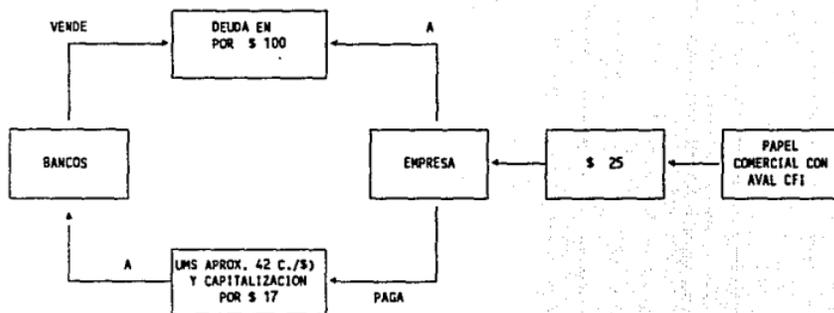
## CASO II

La empresa contrajo créditos por 100 millones de dólares anteriores a la crisis de 1982, e igualmente enfrenta la imposibilidad de cubrir sus compromisos.

Al establecerse el mecanismo de intercambio de deuda por capital, capitaliza la equivalente a 17 millones de dólares con un descuento importante.

Posteriormente y con el aval de la Corporación Financiera Internacional "CFI", emite papel comercial en el mercado internacional a través de un banco extranjero por el equivalente a 25 millones de dólares, con los que adquiere UMS a 42 centavos por un dólar aproximadamente , saldando con ello su adeudo.

CASO 11



CFI = CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL  
\$ = DOLARES  
UMS = DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL.

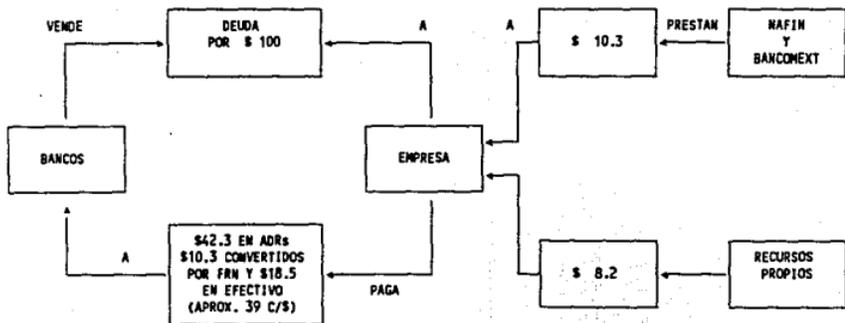
### CASO III

El caso de esta empresa es particularmente interesante, pues es la primera en México en utilizar los denominados American Depositary Receipts (ADRs), como opción para la reestructuración de sus créditos.

Estos ADRs son instrumentos negociables, denominados en dólares, que cotizan en el American Stock Exchange y que confieren propiedad más no derechos corporativos ni de voto. Además la empresa ofreció la opción de pagar en efectivo a descuento (39 centavos por un dólar aproximadamente).

Del adeudo original de 100 millones de dólares, 42.3 millones fueron liquidados por ADRs, 10.3 millones de reestructuraron por Floating Rate Notes a 11 años con una tasa Libor más 1.5%, y el resto (47.4 millones) se liquidó en efectivo. Este provino tanto de recursos propios (8.2 millones) como de créditos de Mafinsa y Bancomext por 10.3 millones en total.

CASO III



\$ = DOLARES  
 ADR = AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS  
 FRN = FLOATING RATE NOTES

#### CASO IV

En una primera fase de la reestructuración la empresa A controladora obtuvo recursos equivalentes a 52.5 millones de dólares provenientes tanto de recursos propios -20.5 millones-, como de la venta de dos empresas filiales (una a una empresa trasnacional y otra a una mexicana) por 9.5 y 22.5 millones respectivamente.

Sin embargo, como condición para el pago a sus acreedores se requería la aprobación de la empresa C lo que significaba la necesidad de reestructurar la deuda de ésta.

Por lo anterior se establecieron dos opciones: la primera con efectivo a descuento y la segunda el intercambio de deuda por capital de una nueva empresa, resultando de la fusión de la empresa C con la empresa B.

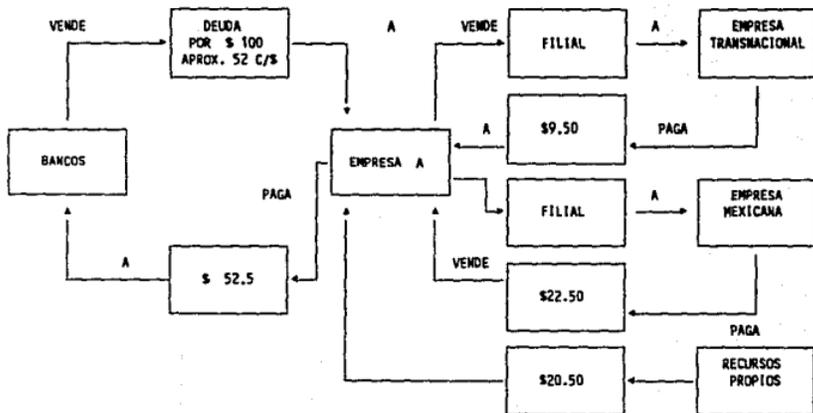
La empresa c intercambió el 9% del capital de la nueva empresa el equivalente a 36 millones de dólares (85 centavos por dólar aproximadamente), dentro de la primera opción y retiró el equivalente a 64 millones (42 centavos por dólar aproximadamente) como en UMS por 8 millones.

Estos recursos provinieron tanto de un crédito otorgado por la International Finance Corporation por 11.4 millones a 10 años, como de 15.6 millones de recursos propios.

La tercera y última fase de la negociación concierne a la Empresa B, la cual reestructuró el equivalente al 14.8% de su deuda por efectivo y el resto por el 6.5% de las acciones de la nueva empresa, producto de la fusión entre la Empresa B y C.

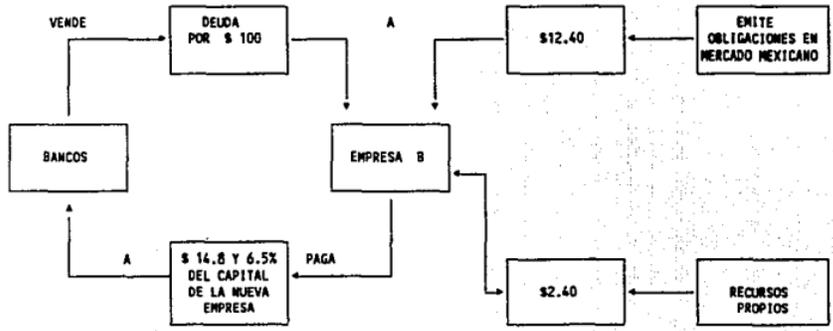
El efectivo, equivalente a 14.8 millones de dólares, provino de la emisión de obligaciones en el mercado mexicano por 12.4 millones como de 2.4 millones de recursos propios.

CASO IV  
EMPRESA "A"

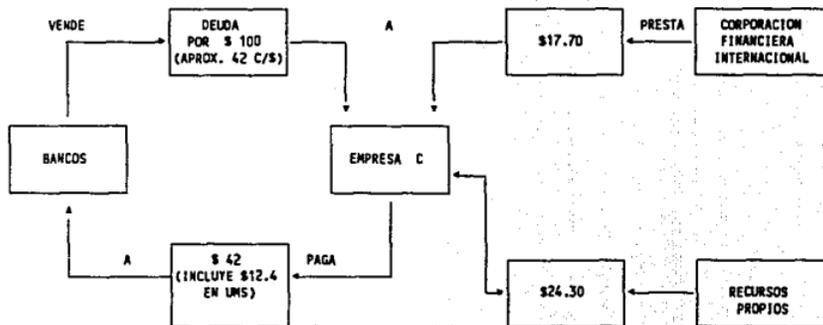


\$ = DOLARES

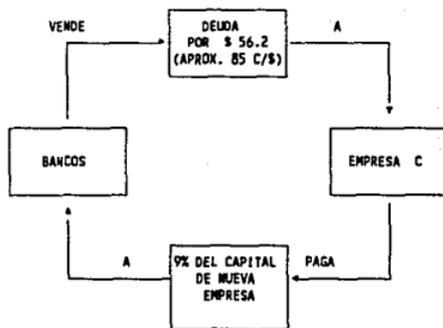
CASO IV  
EMPRESA " B "



CASO IV  
EMPRESA " C "



OPCION 2



#### CASO V

Este último caso incluye a una empresa controladora, Empresa A; una empresa del grupo, Empresa B; y varias empresas dentro del mismo sector de negocios del grupo, Empresa C.

La primera reestructuró capitalizando parte de su adeudo a cambio del 45% de su capital común. Dicha transacción fue por el equivalente a 77.8 millones de dólares sobre una deuda total de 100 millones.

Además, se realizó un pago en efectivo a prorrata entre las instituciones acreedoras por 2.6 millones provenientes de recursos propios.

Por último, se realizó un intercambio entre las instituciones acreedoras y una sociedad nacional de crédito, de 19.6 millones de deuda de la Empresa A por igual cantidad de deuda del gobierno federal (UMS).

Para lo anterior, la sociedad nacional de crédito reestructuró los 19.6 millones a largo plazo.

La reestructuración de la deuda de la Empresa B incluyó un pago a prorrata a las instituciones acreedoras por 8.3 millones de dólares sobre un adeudo total de 100 millones y las siguientes opciones:

##### PLAN 1

###### Nivel A.

Reestructura a una tasa de interés de Libor más 1% (máximo de 10.5% hasta 1992), con amortizaciones (pagos mandatorios) comenzando en 1992, hasta el año 2001.

Al momento del cierre del acuerdo se habían reestructurado 11.3 millones.

###### Nivel B.

Reestructura a una tasa de interés de Libor más 1% (máximo de 10.5% hasta 1992) pudiendo disminuir a 4.5% anual a 1% anual bajo Libor hasta 1992, si la empresa efectúa ciertos prepagos contemplados en el acuerdo como parte de un programa de incentivos. Después de 1992 la tasa de interés se volverá a incrementar a 1% anual sobre Libor. Amortizaciones; Efectivo disponible después de cubrir intereses y amortizaciones de principal del Nivel A. Vencimiento: 2001. Programa de incentivos: por cada dólar pagado al cierre del acuerdo y posteriormente en exceso de la tasa de interés pactada bajo el Nivel A, una cantidad de deuda del Nivel B determinada por factor de intercambio, es intercambiada por deuda del Nivel C y una cantidad igual es convertida en acciones comunes hasta llegar al 15% del capital contable de la empresa. El programa de incentivos estará disponible hasta 1992, los factores de intercambio disminuirán año con año y el Nivel B no podrá ser reducido a menos de 3.9 millones.

Al momento del cierre del acuerdo se habrán reestructurado 8.8 millones.

#### Nivel C

Tasa de interés; 1% anual hasta el pago total del adeudo contratado con una sociedad nacional de crédito para implantar el Plan 2 o bien lo que ocurra primero. Después de 1997 la tasa de interés se incrementará a 1% anual sobre Libor. Amortizaciones: Efectivo disponible después de cubrir intereses y principal del Nivel A y de pagar totalmente el Nivel B. Vencimiento: 2001.

Incluyó 0.6 millones al momento del cierre del acuerdo.

Además, el Plan 1 contemplaba la capitalización de 7.4 millones aproximadamente de intereses devengados no pagados, a cambio del 21.4 del capital común de la Empresa B.

#### PLAN 2

Intercambio de 64.3 millones de deuda de la Empresa B por 31.7 millones de deuda del Gobierno Federal (UMS).

Para esto último, se obtuvo financiamiento de una sociedad nacional de crédito en términos similares a los del Nivel A del Plan 1.

La Empresa C (que agrupa a todas las empresas dentro de un mismo sector de negocios) reestructuró también deuda por el equivalente a 100 millones de dólares.

Dicha reestructuración consistió básicamente en la adquisición, por parte de la International Finance Corporation, del total de la deuda de los acreedores a cambio de un pago en efectivo por 40.6 millones. Los recursos provinieron tanto de la propio IFC (29 millones), de una sociedad nacional de crédito (8.7 millones) y de recursos propios (2.9 millones).

Por lo anterior, la IFC obtuvo el 20% y la sociedad nacional de crédito el 29% del capital social de la empresa tenedora.

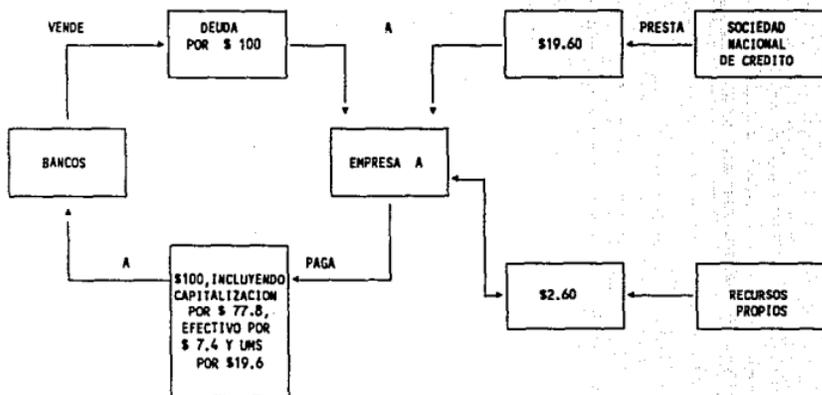
El adeudo con la IFC se reestructuró a largo plazo.

Los ejemplos anteriores, aunque no limitativos, ilustran la gran inventiva de las empresas mexicanas en la resolución de sus problemas de deuda.

Resulta sorprendente observar que si durante algunos años la relación entre la cotización del papel privado y el público llegó a ser de aproximadamente 30-70, a la fecha dicha relación se haya invertida a una relación de alrededor 70-50.

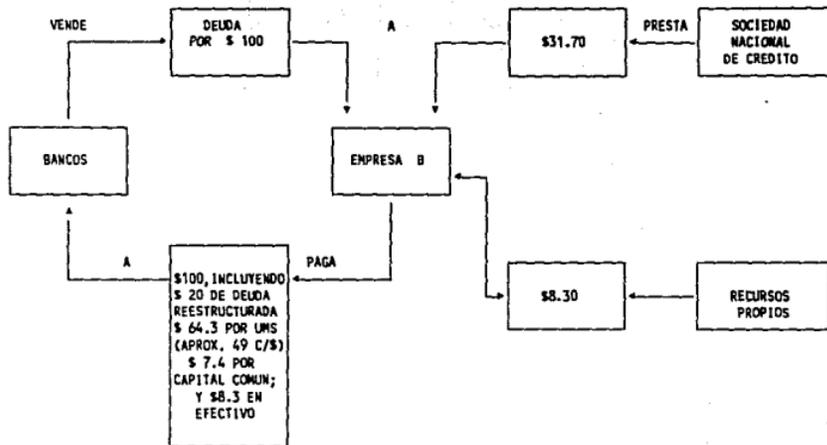
Lo anterior fue resultado de la recuperación generalizada de la empresa privada, que así como supo resolver sus problemas de deuda, habrá de enfrentar con éxito los retos futuros.

CASO V  
EMPRESA " A "



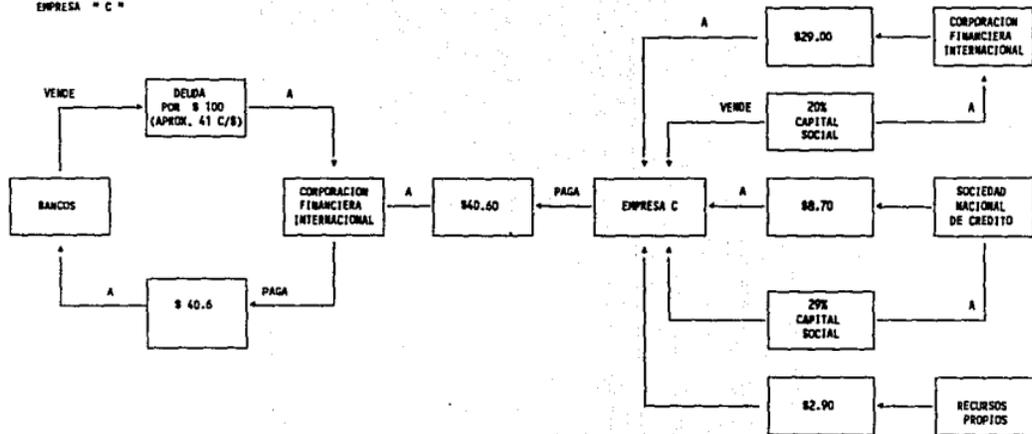
UMS = DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL

CASO V  
 EMPRESA " B "



UMS = DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL

CASO V  
EMPRESA "C"



US\$ = DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL

**VI. EFECTOS DE LA  
REESTRUCTURACION  
FINANCIERA EN UNA EMPRESA  
COTIZADA EN BOLSA**

## **VI. EFECTOS DE LA REESTRUCTURACION FINANCIERA EN UNA EMPRESA COTIZADA EN BOLSA.**

### **1. LIMITACIONES Y ADVERTENCIAS.**

El caso se refiere a la Empresa Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V. e involucra a VISA y GCERMOX. El período de análisis abarca los años de 1985 a 1990. Lo expuesto comprende la situación financiera y operativa, del grupo antes y después del proceso de reestructuración.

La información financiera fue obtenida de los informes financieros que la Bolsa Mexicana de Valores emite, así como de revistas especializadas en la materia y de apuntes de las materias "Estudio de los Estados Financieros", "Administración Financiera I y II", concretamente de la cátedra impartida por el Profesor C.P. Eduardo Villegas Hernández y su desarrollo bajo la coordinación del L.A. Héctor Ortiz Reyes, ambos colaboran en la Facultad de Contaduría y Administración de la UNAM.

El tratamiento empleado se fundamenta esencialmente en el análisis financiero. Hubiera sido deseable describir etapa por etapa el proceso de reestructuración, sin embargo, esto no es así porque no se obtuvo información más profunda que fuese disponible para ser utilizada en el presente documento.

Las tres empresas se analizan en primera parte hasta el año de 1987 y sólo FEMSA se continúa analizando en los siguientes años, por razones que se explican en el transcurso del proceso financiero que operó con motivo de la reestructuración.

**2. REESTRUCTURACION DE FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S. A. DE C. V.**

**A. SITUACION FINANCIERA Y OPERATIVA DEL GRUPO ANTES DEL PROCESO.**

**ANTECEDENTES**

Fomento Económico Mexicano, S. A. de C. V. (FEMSA), representa la principal subsidiaria del grupo industrial VISA, es una empresa mexicana que concentra sus negocios en la fabricación y comercialización de cerveza y refrescos (incluyendo aguas minerales), de las materias primas de dichas bebidas y de los materiales utilizados en los paquetes de bebidas envasadas.

FEMSA, nació en 1987 de la fusión financiera y operativa de los negocios de bebida y paquetes de una subsidiaria de VISA con los negocios del Grupo Cervecería Moctezuma (GCERMO), como alternativa de solución del problema del sobre apalancamiento; la situación financiera que VISA, GCERMO y FEMSA presentaron hasta finales de 1987 se menciona a continuación.

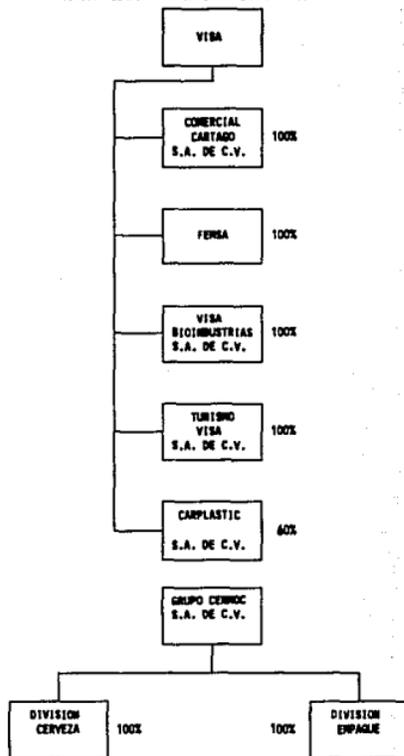
**A.1 VISA**

**LIQUIDES:**

La administración de sus inversiones en relación a sus obligaciones a corto plazo reflejaron inconsistencias en las estrategias de control de capital de trabajo, en 1985 y 1987 presenta problemas de liquidez; en 1986 y 1988 contaba con exceso de recursos de fácil realización, sin embargo, en lo que se refiere a recursos disponibles continuó conservando la inconsistencia antes mencionada y hasta 1988 refleja una razón más acorde a la naturaleza del recurso que se involucra, con un nivel de 24% del circulante y un 5% de los recursos totales de la empresa.

Los inventarios se mantuvieron como un rubro de significancia del 39, 11 y 32% de 1985 a 1987 respectivamente, en 1988 estos alcanzaron un nivel excesivo llegando a ser el 50% del activo circulante y excediendo en 51% al pasivo circulante.

SITUACION CORPORATIVA ANTES DE LA REESTRUCTURACION



La gestión de las inversiones a corto plazo demuestran como VISA mantuvo una liquidez contrastante llegando a ser elevada y representando así un costo elevado de oportunidad.

#### **ENDEUDAMIENTO**

En el plano de endeudamiento VISA ha demostrado su empeño en acudir a financiarse con recursos ajenos, durante 1985 a 1987 se financió en un 87, 88 y 95% respectivamente, si consideramos el alto entorno inflacionario de aquella época del orden de 63, 105 y 89% respectivamente, podemos reconocer que la empresa llegó a niveles que ya no reflejaban agresividad financiera, sino problemas directivos en sus decisiones estratégicas.

El apalancamiento practicado durante los primeros tres años y la inconsistencia en la administración del capital de trabajo demuestran como la economía colocó a la dirección en condiciones de incertidumbre y así llegar a un riesgo excesivo en 1986, situación que se agravó en 1987 al incrementarse la relación de pasivo a activo y al no ceder el apalancamiento ante una débil liquidez, éste panorama se debió principalmente a la concentración de servicios de deuda a corto plazo pasando del 10% al 90% en 1987. Así la estructura financiera dejó de ser de una directiva agresiva transportándose a una con problemas estratégicos derivado de decisiones que no se fueron ajustando al escenario en que se desplazaba el negocio, quedando sin alternativa de endeudarse bajo el mismo esquema, ya que su estructura financiera reflejaba debilitamiento.

#### **ACTIVIDAD**

Integrado a un entorno económico altamente inflacionario y bajo condiciones de incertidumbre se manifestó una política de cobranza que refleja sus graves problemas de liquidez, sobre todo en lo que respecta a los años de 1986 y 1987, periodos en que el costo del dinero se elevó por la tendencia inflacionaria de la economía y donde VISA tenía problemas para recuperar en menor plazo su cartera.

La rotación del inventario al igual que el resto de las razones manifiestan los problemas tácticos con los que el grupo operaba; las medidas de recesión económica impactaron con mayor grado en las ventas, estas se complicaron, y las que llegaron a realizar se fueron bajo un esquema débil de recuperación de recursos presentando ciclos de rotación de 112, 27 y 98 días en los años de 1985 a 1987 respectivamente.

**VALORES INDUSTRIALES S.A.**

(Millones de Pesos)

**POSICION FINANCIERA**

	1985	1986	1987
Disponible	56,413	89,355	383,432
Cuentas por Cobrar	29,087	133,655	161,891
Inventario	58,113	27,053	259,162
Otros Circulantes	4,090	4,538	15,998
<b>SUMA EL CIRCULANTE</b>	<b>147,703</b>	<b>254,601</b>	<b>820,483</b>
Activo a Largo Plazo	359,959	783,845	2,299,829
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>507,662</b>	<b>1,038,446</b>	<b>3,120,312</b>

Pasivo Circulante	389,425	104,220	2,816,737
Pasivo a Largo Plazo	49,917	813,701	157,379
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>439,342</b>	<b>917,921</b>	<b>2,974,116</b>

Capital Social Pagado	14,489	14,518	14,519
Actualización Patrimonial	(8,566)	(21,375)	(318,819)
Otras Cuentas de Capital	47,868	145,648	810,630
Utilidad del Ejercicio	14,529	(18,266)	(360,134)
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>68,320</b>	<b>120,525</b>	<b>146,196</b>
Mayoritario	62,894	105,266	96,892
Minoritario	5,426	15,259	49,304
<b>RECURSOS TOTALES</b>	<b>507,662</b>	<b>1,038,446</b>	<b>3,120,312</b>
<b>CAPITAL</b>	<b>118,237</b>	<b>934,226</b>	<b>303,575</b>

**RESULTADOS**

Ventas	286,132	540,158	1,392,089
Costo de Ventas	185,283	364,897	951,351
Utilidad de Operación	35,106	49,991	129,021
Intereses	163,260	465,878	902,037
Pérdida Cambiaria	(4,535)	(15,240)	(1,265,642)
Resul. Pos. Monetaria	(142,428)	(380,233)	210,592
Costo Integral Financ.	16,297	70,405	(153,013)
Utilidad Meta	14,529	(18,266)	(360,134)
Depreciación y Amort.	26,025	57,287	82,925
Generación de Efectivo	59,870	112,527	46,777

**ANÁLISIS FINANCIERO**

**RAZONES DE:**

	1985	1986	1987
<b>LIQUIDEZ</b>			
Circulante	.38	2.44	.29
Prueba de Acido	.23	2.18	.20
Prueba Rápida	.14	.86	.14

**ENDEUDAMIENTO**

Pas. Tot./Act. Tot.	.87	.88	.95
Apalancamiento	.42	.87	.52
Capacidad de Pago	.15	1.08	.02
Veces Ganado el Interés	.22	.11	.14

**ACTIVIDAD**

Período de Cobranza	36.60	89.08	41.87
Rotación del Inventario	3.19	13.49	3.67
Rotación del Activo	.56	.52	.45
Rotación de Inv. Permanente	2.42	.58	4.59
Período Medio de Pagos	n.a.		
Margen de Utilidad Bruta	.35	.32	.32
Gastos de Operación	.23	.23	.22

**PRESIÓN FINANCIERA**

Intereses a Ventas	.57	.86	.65
Intereses a Ut. Neta	11.24	-25.51	-2.50
Intereses a Gen. Efect.	2.73	4.14	19.28

**RENTABILIDAD**

Margen de Utilidad Neta	.05	-.03	-.26
De Inversión Permanente	.12	-.02	-1.19
Del Capital Contable	.21	-.15	-2.46

**CRECIMIENTO**

	1985-1986	1986-1987	
Ventas	88.78	157.72	
Utilidad	-225.72	-1871.61	
Efectivo Generado	87.95	-58.43	
Intereses	185.36	93.62	
Capital Contable	204.27	456.57	
Pasivo a Largo Plazo	1530.11	-80.66	
Inversión Permanente	690.13	-67.51	
	1985	1986	1987

**INFLACION AL CIERRE DE AÑO**

	63.70	105.80	159.20
--	-------	--------	--------

ESTRUCTURA DE CAPITAL DE VISA

1985

ACTIVO CIRCULANTE 29%	PASIVO CIRCULANTE 77%
ACTIVO LARGO PLAZO 71%	
	PASIVO LARGO PLAZO 10%
	PASIVO TOTAL 87%
	CAPITAL CONTABLE 13%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
6.69

VECES

1986

ACTIVO CIRCULANTE 25%	PASIVO CIRCULANTE 10%
	PASIVO LARGO PLAZO 78%
ACTIVO LARGO PLAZO 75%	
	PASIVO TOTAL 88%
	CAPITAL CONTABLE 12%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
7.33

VECES

1987

ACTIVO CIRCULANTE 26%	PASIVO CIRCULANTE 95%
ACTIVO LARGO PLAZO 74%	
	PASIVO LARGO PLAZO 5%
	PASIVO TOTAL 95%
	CAPITAL CONTABLE 5%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
19

VECES

La rotación de la inversión permanente refleja desequilibrios para lograr una utilización mayor de su planta industrial, en 1986 año en que el activo a largo plazo creció en 117%, su rotación fue de 2.42 veces en 1985 pasó a .58 veces en 1986, y en 1987 esta rotación manifiesta una alta eficiencia en la utilización de la planta con 4.59 veces, dicha rotación era exigible ya que el origen de estos recursos provenían de inversiones ajenas a la empresa y en mayor grado de recursos pagaderos a corto plazo como lo demuestra la reducción en liquidez y el creciente apalancamiento.

Pese al entorno económico VISA logró mantener un margen ligeramente constante de utilidad bruta, es decir logró repercutir en el costo de ventas las incidencias implícitas de las cotizaciones de precios al productor en sus materias primas, gastos indirectos y de la fuerza laboral ocupados en sus procesos de producción. De igual forma que el costo de ventas, los gastos de operación mantuvieron una tendencia parecida, la primera del 33% y la segunda del 23% de las ventas.

#### **PRESION FINANCIERA**

En 1986 VISA pagó un alto costo por concepto de intereses, el 57% de sus ingresos por ventas se destinaron al servicio de la deuda, esta situación se acentúa en relación de intereses a utilidad neta que pago más de 11 veces el monto dicho servicio. La generación del efectivo no fue suficiente ya que representó 2.73 veces, es decir el efectivo generado, llegó al 37% del monto de los intereses. En 1986 y 1987 la presión financiera del grupo fue agravándose en mayor grado, sus complicaciones se confirmaron al presentar pérdidas de \$18,266 y 360,134 millones de pesos respectivamente. Esto se debe principalmente al excesivo endeudamiento al que recurrió el grupo; en las representaciones gráficas sobre la estructura financiera, se puede observar como el excesivo endeudamiento repercutió directamente en los resultados de la empresa, dicho endeudamiento en 1985 y 1987 fue de corto plazo y en 1986 a largo plazo.

#### **RENTABILIDAD**

VISA no presentó avances en cuanto a su rentabilidad entre otros aspectos debido al carente crecimiento de sus ventas, a la excesiva inversión en planta y al alto endeudamiento, además de una insignificante aportación del capital contable en relación a la magnitud de estructura financiera del grupo.

## **CRECIMIENTO**

En general las ventas lograron superar al índice inflacionario de cada año, la utilidad dejó de incrementarse y por el contrario se incrementaron excesivamente las pérdidas sobre todo en 1986 que éstas aumentaron en 1871% representando \$360,134 millones de pesos. De igual forma el efectivo generado de sus operaciones resultó insuficiente, tanto para el pago y servicio de su deuda, como para financiar el capital de trabajo de la empresa. El crecimiento registrado en el capital contable puede considerarse como bueno, ya que con una inversión baja en relación a su deuda y a la inversión permanente; la empresa tiene posibilidades de mejorar si logra negociar su deuda y repercutir dicho servicio en las ventas, así como mejorar sus políticas operativas y administrativas, de tal forma que puede asimilar favorablemente los impactos recesivos de la economía.

### **A.2 CERRILOC**

La liquidez del grupo Certería Moctezuma en 1987, era mala debido primordialmente a la concentración de pasivos a corto plazo, por tal motivo su relación de pasivo a activo total fue del 86%, su apalancamiento sólo de 12% derivado de que el endeudamiento obedece al corto plazo. El capital de trabajo fue negativo de \$630,139 millones de pesos, en consecuencia su capacidad para generar efectivo fue deficiente, ya que registró un exceso en sus aplicaciones de efectivo de \$93,433 millones de pesos.

Las principales razones de su actividad operativa indican que su política de cobranza se registró en 80 días, mientras la rotación del inventario se dio en ciclos de 170 días. La inversión del activo apenas fue del 22% del monto de las ventas, mientras la rotación de su inversión permanente fue a un menor del 12%, debido al excesivo endeudamiento a corto plazo. El margen de utilidad bruta fue del 17% y los gastos de operación representaron el 14% de las ventas.

La presión financiera que se ejerció sobre el grupo fue pesada, el 57% de los ingresos por ventas tuvieron como destino el pago de intereses llegando a \$124,787 millones de pesos, superando a más de 6 veces a la utilidad neta y en más de una vez al efectivo que fue insuficiente para cubrir los compromisos de la empresa.

**GRUPO CERVECERIA NOCTEZUMA**  
**(Millones de Pesos)**  
**POSICION FINANCIERA**

1987

Disponible	45,209
Cuentas por Cobrar	48,644
Inventario	86,202
Otros Circulantes	11,178
<b>SUMA EL CIRCULANTE</b>	<b>191,233</b>
Activo a Largo Plazo	785,953
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>977,186</b>

Pasivo Circulante	821,372
Pasivo a Largo Plazo	18,982
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>840,354</b>

Capital Social Pagado	9,030
Actualización Patrimonial	187,220
Otras Cuentas de Capital	(39,077)
Utilidad del Ejercicio	(20,341)
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>136,832</b>
Mayoritario	N.D
Minoritario	N.D
<b>RECURSOS TOTALES</b>	<b>977,186</b>
<b>CAPITAL</b>	<b>155,814</b>
	0

**RESULTADOS**

Ventas	218,930
Costo de Ventas	182,802
Utilidad de Operación	6,125
Intereses	124,787
Pérdida Cambiaria	197,346
Resul. Pos. Monetaria	(355,561)
Costo Integral Financ.	(33,438)
Utilidad Neta	(20,341)
Depreciación y Amort.	12,548
Generación de Efectivo	(93,433)

## ANÁLISIS FINANCIERO

### RAZONES DE:

1987

#### LIQUIDEZ

Circulante	.23
Prueba de Acido	.13
Prueba Rápida	.06

#### ENDUDAMIENTO

Pas. Tot./Act. Tot.	.86
Apalancamiento	.12
Capacidad de Pago	-.11
Veces Ganado el Interés	.05

#### ACTIVIDAD

Periodo de Cobranza	79.99
Rotación del Inventario	2.12
Rotación del Activo	.22
Rotación de Inv. Permanente	1.41
Periodo Medio de Pagos	N.D
Margen de Utilidad Bruta	.17
Gastos de Operación	.14

#### PRESSION FINANCIERA

Intereses a Ventas	.57
Intereses a Ut. Neta	-6.13
Intereses a Gen. Efect.	-1.34

#### ESTABILIDAD

Margen de Utilidad Neta	-.09
De Inversión Permanente	-.13
Del Capital Contable	-.15

#### CRECIMIENTO

1987-1988

C.Plazo	92.05
Ventas	-862.68
Utilidad	N.D.
Efectivo Generado	-115.55
Intereses	401.35
Capital Contable	1803.86
Pasivo a Largo Plazo	572.21
Inversión Permanente	

#### INFLACION

AL CIERRE DE AÑO	159.20
PROMEDIO A 12 MESES	

**ESTRUCTURA DE CAPITAL DE GCERMOC**

1987

ACTIVO CIRCULANTE 20%	PASIVO CIRCULANTE 84%
ACTIVO LARGO PLAZO 80%	PASIVO LARGO PLAZO 2%
	PASIVO TOTAL 86%
	CAPITAL CONTABLE 14%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
6.14

VECES

La rentabilidad de GCERMOC fue mala, incluso registró pérdidas en su resultado de \$20,341 millones de pesos, en consecuencia no obtuvo beneficios rentables ni de utilidades, inversión permanente ni del capital contable.

En conclusión la empresa resistió el impacto inflacionario que llegó al 159.2% en ese año, además se dieron políticas gubernamentales sobre control de precios, razón principal por la que el grupo no pudo repercutir las condiciones del mercado en las ventas y en sus políticas de crédito, cumpliendo el esfuerzo de las estrategias de ventas, ante una demanda creciente para que no representara incrementos en el valor del mercado por las antes mencionadas políticas restrictivas a las que han tenido que sujetarse las empresas que ofrecen productos de consumo no duradero que en su mayoría se controlan por medidas aplicadas a la canasta básica principalmente.

### A.3 FEMSA

#### LIQUIDEZ

Durante 1985 y 1986 FEMSA mantuvo una liquidez sana quizá en exceso, esta situación se revierte en 1987 principalmente por que el pasivo circulante mostró un crecimiento muy acelerado mientras el activo circulante disminuyó, dicha tendencia se había iniciado en 1986 principalmente al trasladarse la proporción de pasivos a largo plazo con vencimientos al corto plazo.

#### ENDEUDAMIENTO

La empresa conservó una estructura financiera demasiado liberal el menor índice de endeudamiento entre 1985 y 1986 fue del 78% de los recursos totales y el mayor de 94%.

El apalancamiento fue considerablemente grande, en 1986 se registró en 16.10 veces del capital contable y 3.64 veces en 1985, en estos dos años la estrategia de endeudamiento aunque muy agresiva era conducida a largo plazo, es hasta 1987 cuando se reciente el peso de la deuda ya que su vencimiento al corto plazo ascendiendo a \$830,104 millones de pesos con 5.68 veces excedió el pasivo al capital contable.

**FORENTO ECONOMICO MEXICANO**

(Millones de Pesos)

**POSICION FINANCIERA**

	1985	1986	1987
Disponible	18,397	11,265	49,120
Cuentas por Cobrar	6,179	54,882	29,671
Inventario	24,233	16,904	121,438
Otros Circulantes	6,870	43,528	9,332
<b>SUMA EL CIRCULANTE</b>	<b>55,679</b>	<b>126,579</b>	<b>209,561</b>
Activo a Largo Plazo	124,854	212,353	783,609
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>180,533</b>	<b>338,932</b>	<b>993,170</b>

Pasivo Circulante	25,095	28,278	830,104
Pasivo a Largo Plazo	116,544	290,834	14,299
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>141,639</b>	<b>319,112</b>	<b>844,403</b>

Capital Social Pagado	9,030	9,030	9,096
Actualización Patrimonial	38,093	50,463	198,213
Otras Cuentas de Capital	2,589	(9,136)	(38,562)
Utilidad del Ejercicio	(10,818)	(30,537)	(19,980)
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>38,894</b>	<b>19,820</b>	<b>148,767</b>
Mayoritario	34,703	19,820	134,964
Minoritario	4,191	0	13,904
<b>RECURSOS TOTALES</b>	<b>180,533</b>	<b>338,932</b>	<b>993,170</b>
<b>CAPITAL</b>	<b>155,438</b>	<b>310,654</b>	<b>163,066</b>

**RESULTADOS**

Ventas	69,485	669,973	371,521
Costo de Ventas	47,107	507,966	276,818
Utilidad de Operación	812	(30,822)	8,973
Intereses	(11,493)	340,766	185,721
Pérdida Cambiaria	60,953	461,828	197,397
Resul. Pos. Monetaria	(40,195)	(683,259)	(449,208)
Costo Integral Financ.	9,265	119,335	(66,090)
Utilidad Neta	(10,818)	(30,537)	(19,980)
Depreciación y Amort.	5,123	41,630	30,511
Generación de Efectivo	21,130	65,834	26,132

## ANALISIS FINANCIERO

### RAZONES DE:

	1985	1986	1987
<b>LIQUIDEZ</b>			
Circulante	2.22	4.48	.25
Prueba de Acido	1.25	3.88	.24
Prueba Rápida	.73	.40	.06

### ENDUPLICAMIENTO

Pas. Tot./Act. Tot.	.78	.94	.85
Pas. Tot./Capital Cont.	3.64	16.10	5.68
Apalancamiento	.75	.94	.09
Capacidad de Pago	.84	2.33	.03
Veces Ganado el Interés	-.07	-.09	.05

### ACTIVIDAD

Periodo de Cobranza	32.01	29.49	28.75
Rotación del Inventario	1.94	30.05	29.66
Rotación del Activo	.38	1.98	.37
Rotación de Inv. Permanente	.45	2.16	2.28
Periodo Medio de Pagos	n.a.		
Margen de Utilidad Bruta	.32	.24	.25
Gastos de Operación	.31	.29	.23

### PRESTIO FINANCIERA

Intereses a Ventas	-.17	.51	.50
Intereses a Ut. Meta	1.06	-11.16	-9.30
Intereses a Gen. Efect.	-.54	5.18	7.11

### RENTABILIDAD

Margen de Utilidad Meta	-.16	-.05	-.05
De Inversión Permanente	-.07	-.10	-.12
Del Capital Contable	-.28	-1.54	-1.13

### CRECIMIENTO

	1985-1986	1986-1987	1987-1988
	C.Plazo	C.Plazo	C.Plazo
Ventas	864.20	-44.55	549.06
Utilidad	182.28	-34.57	-3282.49
Efectivo Generado	211.57	-60.31	920.64
Intereses	-3064.99	-45.50	-42.07
Capital Contable	-1279.49	26.28	-5093.69
Pasivo a Largo Plazo	149.55	-95.08	6442.36
Inversión Permanente	99.86	-47.51	2295.68

### INFLACION AL CIERRE DE AÑO

1985-1986	63.70	105.80	159.20
-----------	-------	--------	--------

ESTRUCTURA DE CAPITAL DE FENSA

1985

ACTIVO CIRCULANTE 31%	PASIVO CIRCULANTE 14%
ACTIVO LARGO PLAZO 69%	PASIVO LARGO PLAZO 64%
	PASIVO TOTAL 78%
	CAPITAL CONTABLE 22%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
3.64 VECES

1986

ACTIVO CIRCULANTE 37%	PASIVO CIRCULANTE 8%
ACTIVO LARGO PLAZO 63%	PASIVO LARGO PLAZO 86%
	PASIVO TOTAL 94%
	CAPITAL CONTABLE 6%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
16.10 VECES

1987

ACTIVO CIRCULANTE 21%	
ACTIVO LARGO PLAZO 79%	PASIVO CIRCULANTE 84%
	PASIVO LARGO PLAZO 1%
	PASIVO TOTAL 85%
	CAPITAL CONTABLE 15%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
5.68 VECES

La capacidad de pago mostró inconsistencias graves, el efectivo generado por la operación lograba cubrir hasta el 84% de los compromisos a corto plazo en 1985, en 1986 se muestra una supuesta mejoría y es hasta 1987 cuando se manifiesta el estado financiero de la empresa para generar efectivo, cayendo dicho indicador al .03%. En este mismo año el resultado por posición monetaria llegó a una utilidad de 449 mil 208 millones de pesos y el costo integral de financiamiento a 66 mil 90 millones de pesos de utilidad, con esto confirmamos como el alto endeudamiento al integrarse a los efectos inflacionarios del periodo y al tipo de cambio practicado, crean supuestas utilidades en las empresas, comportamiento que no es similar a la generación de efectivo.

#### **ACTIVIDAD**

El periodo de cobranza destaca como la administración de la empresa turnó sus esfuerzos a recuperar su cartera a los 30 días, política acertada para la generación de efectivo, más no suficiente por las razones antes mencionadas.

En 1985 la rotación del inventario fue de 186 días, es decir las ventas fueron muy lentas a penas de 1.94 veces al año en relación al costo de venta, en los dos siguientes años la fuerza de ventas respondió con mayor agresividad, en el mercado pero sólo en 1986 ésta produjo efectos satisfactorios en la generación de efectivo ya que 1986 se manifestó de lleno el sobre apalancamiento, por tal motivo aunque las ventas fueron buenas basadas en una demanda creciente, estas no lograron absorber los efectos negativos en el control de precios del sector refresquero y cervacero. En consecuencia al bajo nivel de ventas, la inversión en activo fue subaprovechada enfatizando tal situación en su rotación.

La versatilidad operativa no logró repercutir sus costos en las ventas aunque la tendencia de dichos gastos fue a la baja, pero también a la baja fue el margen de utilidad bruta. De hecho el costo de venta prácticamente absorbió a los ingresos de tal forma que el peso de venta reflejó porcentajes negativos después de estos rubros; la mayor pérdida neta fue en 1985 y ascendió a 10 mil 818 millones de pesos, lo cual demuestra como FEMSA trata de mantener su margen de mercado invirtiendo desequilibradamente recursos ajenos; originado principalmente por el escenario recesivo de la economía mexicana de aquellos años.

## **PRESION FINANCIERA**

Al pasar los años la situación financiera de FEMSA absorbía los impactos negativos del periodo de recesión y de una administración aunque agresiva en aspectos operativos relacionados con la estrategia de fuerza de ventas así como en reducción de gastos de operación, no fue capaz de mejorar, quizá el principal indicador que manifiesta la eficiencia de la empresa "la generación de efectivo" que relacionado con los intereses de cada ejercicio podemos ver como sólo en 1985 la empresa percibió utilidades vía intereses, en 1987 el pago de intereses fueron de 51% de las ventas.

La utilidad neta resume el comportamiento de la debilidad de la empresa. Así los intereses como elemento del componente del costo integral de financiamiento ocuparon un nivel importante, en los resultados de FEMSA declarando en forma latente el alto nivel de endeudamiento y el insostenible servicio derivado del mismo, castigando su dominio logrado en el mercado con un alto costo de endeudamiento.

## **RENTABILIDAD**

Como es lógico la estructura de capital, FEMSA no mostró ningún tipo de rendimiento favorable, ni para los accionistas, ni vía utilidades e inversión permanente. Aunque bien cabe destacar que los accionistas corrieron riesgos muy elevados, ya que en 1987 año que precede a la reestructuración, los accionistas por concepto de capital contable contaban con una inversión de \$148 mil 868 millones de pesos, con lo cual operaban una entidad de 993 mil 170 millones de pesos en recursos totales.

## **CRECIMIENTO**

En forma general podemos concluir que el capital contable no creció durante el periodo de 1985 a 1987, que las ventas crecieron más que la inflación pero no generaron el efectivo suficiente para respaldar el crecimiento del pasivo a largo plazo ni el incremento en intereses. La inversión permanente mostró un crecimiento que no fue respaldado por inversión de los accionistas.

En conclusión podemos resumir que tanto FEMSA, VISA y GCERMOC mostraron decrementos en sus niveles operativos para generar efectivo y una clara estructura financiera que recurrió en exceso al endeudamiento. El alto costo del servicio de dicha obligación restó efectividad a estas entidades.

Como alternativa de solución VISA contempló en las estrategias de la empresa la renegociación de la deuda y/o la posible capitalización de pasivos, además de la combinación de negocios entre estas empresas.

Antes del inicio del proceso de reestructuración la situación del grupo de empresas de VISA y Cervecería Moctezuma presentó un comportamiento similar al de la mayoría de las empresas mexicanas que habían recurrido al endeudamiento en monedas extranjeras. El impacto del entorno de dichas entidades se expone a continuación.

#### B. IMPACTO DEL ESTORNO

Las empresas mexicanas en este periodo resintieron los productos de esta época inflacionaria, el costo del dinero subió arriba de la tasa de inflación. Este hecho afecta directamente a las compañías que han desarrollado dependencias con los mercados de capital al producirse aumentos sustanciales en los costos financieros y una reducción en sus utilidades. El aumento en las tasas de interés provoca mayor riesgo de que la inversión no sea productiva y de que no se generen los ingresos suficientes para pagar el costo del financiamiento 28/.

La devaluación provocó en FEMSA, VISA Y GCERMOC, los siguientes efectos financieros.

1. Registraron pérdidas en sus estados financieros en 1987, del orden:

#### MILLONES DE PESOS

FEMSA	(19,980)
VISA	(360,134)
GCERMOC	(20,341)

- 28/. Enrique H. Ramírez y Zepeda "Rehabilitación financiera de empresas" Ed. Limusa, Méx. 1988 pág. 99-105

2. Se incrementaron los costos por devaluación y por la inflación, repercutiendo con incrementos en los pasivos:

**¢ DE INCREMENTO 87-86  
PASIVO**

FEMSA	164¢
VISA	224¢

3. Se modificaron los flujos de efectivo, concretamente la capacidad para generarlos, tal como se muestra la relación que existe entre la generación de efectivo a pasivo circulante.

**GENERACION DE EFECTIVO/  
PASIVO CIRCULANTE  
RAZON**

	¢
FEMSA	3
VISA	2
GCERMOC	(11)

Esto refleja la necesidad de mayores unidades monetarias para servicio de la deuda.

4. Merma en la inversión de los accionistas ya que el valor de los flujos de dividendos se ven modificados transfiriéndose al futuro, su rentabilidad en prácticamente nula.

**RENTABILIDAD DEL  
CAPITAL CONTABLE**

	¢
FEMSA	(13)
VISA	(246)
GCERMOC	(15)

Estas entidades manifestaron claramente en su situación financiera graves problemas operativos, y con excesivas cargas por préstamos en moneda extranjera, resistiendo los efectos de la devaluación con menor intensidad.

Bajo este esquema es de importancia relevante destacar que el gobierno practicó durante el periodo de análisis planes económicos, a efecto de mejorar y lograr el saneamiento de las finanzas públicas, evitar el repunte inflacionario, evitar subsidios e incrementar ingresos, así como mejorar la política cambiaria evitando sobrevaluación, entre otros objetivos. Concretamente en la política de precios en el pacto de estabilidad y crecimiento económico se definieron estos objetivos:

- "Reconocer rezagos en productos básicos que pueden generar desabasto o problemas para el mantenimiento de las empresas que los elaboran".

- "Evitar ajustes generalizados por aumento en algunos precios y tarifas públicas, aumento de salarios y deslizamiento en el tipo de cambio".

Para lograr ésto el gobierno instrumentó:

- Aumentos a ciertos productos básicos.
- Absorción por parte del sector empresarial de incrementos en bienes y servicios públicos, salario y tipo de cambio.
- Disminución general de los precios en 3% en promedio ponderado 12/.

Las empresas en cuestión además de contar con los problemas financieros, han tenido que implantar estrategias para disminuir los efectos de la recesión debido principalmente a que pertenecen al ramo de "alimento, tabaco y bebida", es decir clasificadas en el ramo de productoras de artículos de consumo no duradero cuyo control se tipifica en los pactos económicos del gobierno, ya que sus negocios se relacionan fundamentalmente con los artículos que sirven de indicadores para la elaboración del índice nacional de precios al consumidor y que a su vez es el parámetro básico para determinar la inflación generada en la economía.

12/ Macro análisis: La economía hoy, publicación mensual de CANACIN TRA, enero de 1989, pág. 6.

### C. INICIO DEL PROCESO

Durante el año de 1986 FEMSA, VISA y GCERMOC experimentaron los efectos del proceso de recesión e inflación sufrido en la economía del país, como consecuencia entre otros aspectos de la caída del precio del petróleo que se había proyectado en 20 dólares el barril y los precios cayeron a 11 dólares en promedio 40/.

El mercado de la industria cervecera y refresquera tiende a intensificarse en los años de economía recesiva; se crea una demanda artificial a niveles difíciles de sostener, ésta situación condujo a una generación de efectivo insuficiente para continuar cubriendo los intereses de la deuda en forma completa, esto denotó en el sobreapalancamiento financiero, el cual dificultaba en forma relevante

la asignación de recursos requeridos por la operación misma de los grupos empresariales, este sobreapalancamiento se registró principalmente en las Holdings y puede ser observado en su relación pasivo total a capital contable:

	DEUDA TOTAL (MDO)	PASIVO A C.C. (VECES)
- VISA HOLDING CONSOLIDADO	321.4 1,076.5	7.6
- FEMSA	710.1	4.2
- GCERMOC	300.1	10.3

A finales de 1986, VISA contrató la decisión de descontinuar el servicio de la deuda, para tal efecto convocó a una junta general de bancos el 11 de diciembre de 1986, en ésta se informó a los acreedores bancarios sobre dicha decisión y se presentó el calendario de trabajo para efectuar la reestructuración de la deuda de VISA y de Cervacería Moctezuma.

40/ Revista capital: mercados financieros, sección "Estadísticas Bursátiles" pág. 7; diciembre 1988.

#### **INTERVENCION DE LA CFI**

Al iniciarse 1987 VISA contrató los servicios de la Corporación Financiera Internacional (CFI), organismo del Banco Mundial dedicado a apoyar a la industria privada internacional. \*/

El servicio a efectuar de la CFI tenía como objeto realizar un estudio sobre las operaciones y negocios del grupo, a efecto de emitir recomendaciones de tipo operativo y financiero que apoyaran al proceso de reestructuración.

La CFI realizó un estudio profundo sobre los principales negocios, así como de proyecciones financieras independientes a las de VISA, a fin de validar las proyecciones presentadas por la empresa. Así en junio de 1987 VISA presenta a la comunidad bancaria una propuesta de reestructuración orientada a lograr una solución global que consistía esencialmente en:

- Pago del servicio de la deuda y amortizaciones variables del principal en función al flujo de efectivo.

- La opción de realizar prepagos de deuda con descuento para aquellos bancos que llegasen a estar interesados y sujetos a la obtención de los recursos necesarios.

- Necesidad de combinar los negocios de bebidas y empaque pertenecientes a VISA, a través de su subsidiaria FEMSA y de Cervecería Moctezuma, para aumentar la efectividad de sus operaciones.

Las reacciones de los bancos ante la mencionada propuesta llevaron a VISA a la necesidad de desarrollar una solución por partes para los acreedores de las distintas Holdings; VISA, FEMSA, GCERMOC. El principal aspecto de esta alternativa de solución fue:

- Procurar la obtención de recursos frescos en vista del gran interés de muchos bancos por la opción de prepagar de deuda con descuento.

\*/ Para un mejor enfoque léase el capítulo "El sistema financiero internacional"

En consecuencia la meta a lograr consistía en lograr reunir recursos en corto plazo para financiar la reestructuración, En seguida se presenta como VISA concretó dicha estrategia.

El mayor monto de los recursos se logró al negociar el vencimiento de los pasivos que mantenía el grupo, estos ascendían a 225 millones de dólares que representaron el 26% del total de los recursos para financiar la reestructuración de la deuda y el 55% de los recursos que no fueron pagados en efectivo, mientras que los pasivos capitalizados fueron de 184 millones de dólares. Si consideramos los recursos en efectivo aportados por el grupo y los reestructurados y capitalizados podemos destacar la capacidad de negociación de los directivos de VISA, ya que el 65% de los recursos fueron ajenos.

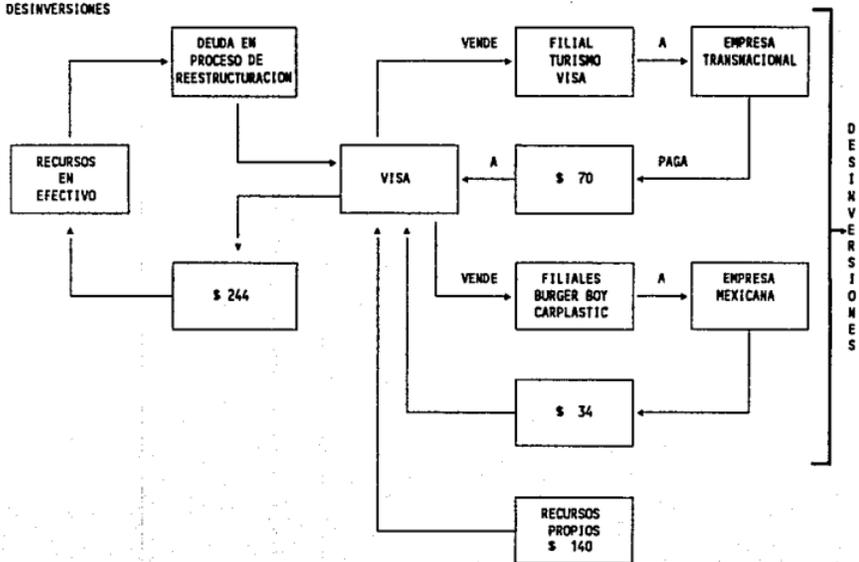
#### D. PROCESO DE REESTRUCTURACION

El financiamiento se obtuvo con 53% de recursos en efectivo y 47% de pasivos reestructurados y capitalizados, VISA aportó el 28% de los recursos totales que representaron 244 millones de dólares con recursos propios y por la venta de Turismo VISA, S. A. de C. V. del cual VISA era propietario del 100% de las acciones, también vendió su 60% de las acciones de CARPLASTIC, S. A. de C. V., así como de Burger Boy; el 7% de los recursos totales lo aportaron los accionistas vía incrementos de capital, de los cuales el 71% de éstos los proporcionó CITICORP y el resto de los accionistas aportaron 18 millones de dólares. Otro 18% se obtuvo de créditos bancarios y de la emisión de obligaciones quirografarias.

#### OSTENSION DE RECURSOS PARA FINANCIAR LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA. (MILLONES DE DOLARES)

ORIGEN	MONTOS	
<b>I. RECURSOS EN EFECTIVO</b>		
1 Desinversiones		\$104
Venta de turismo VISA	\$70	
Venta de CARPLASTIC	30	
Venta de BURGER BOY	4	
2 Nuevos préstamos		157
C.F.I.	80	
MAFINSA	55	
EMISION DE OBLIGACIONES QUIROGRAFARIAS	22	
3 Incrementos de capital		63
CITICORP	45	
Aportación de accionistas	18	
4 Recursos propios		<u>140</u>
		<u>464</u>
<b>II. OTROS RECURSOS</b>		
1 Pasivo reestructurado		225
2 Capitalización de pasivos		<u>184</u>
<b>TOTAL DE RECURSOS</b>		<b><u>873</u></b>

ETAPA I  
DESINVERSIONES



**IMPLEMENTACION DE LA REESTRUCTURACION POR PARTES Y COMBINACION DE FEMSA-GCERMOC**

- VISA Holding liquidó totalmente el principal y los intereses de su deuda por un total de 387 millones de dólares, para lo cual había propuesto un pago a elección del acreedor en efectivo o en el equivalente de papel de la deuda del gobierno mexicano.

El total del pago ascendió a 163.7 millones de dólares que provinieron de los recursos internos y desinversiones efectuadas.

Como ya se había mencionado con la reestructuración de FEMSA y GCERMOC se contemplaba la combinación de ambas compañías por lo que la deuda reestructurada, la nueva deuda y los aumentos de capital serían de la compañía resultante. Sin embargo, las negociaciones para la reestructuración se manejaron por separado.

- GCERMOC liquidó el total del principal y los intereses de su deuda por un total de 380 millones de dólares, a través de un pago en efectivo de 446 millones de dólares y la concesión del 13% del capital social de la nueva compañía.

- FEMSA ofreció dos opciones a los acreedores; una redención con descuento o intercambiar nuevos pagarés y acciones, como resultado los acreedores originales recibieron en efectivo 200.7 millones de dólares y el 9% del capital social de la nueva entidad como pago total del principal y los intereses adeudados ascendiendo la operación a 900 millones de dólares.

- Además se liquidaron pasivos de origen no bancario de las tres empresas por un total 50 millones de dólares.

De igual forma en que se logró una exitosa negociación también se manejaron las características para cubrir el pasivo remanente y que fue reestructurado.

**PASIVO REESTRUCTURADO  
(MILLONES DE DOLARES)**

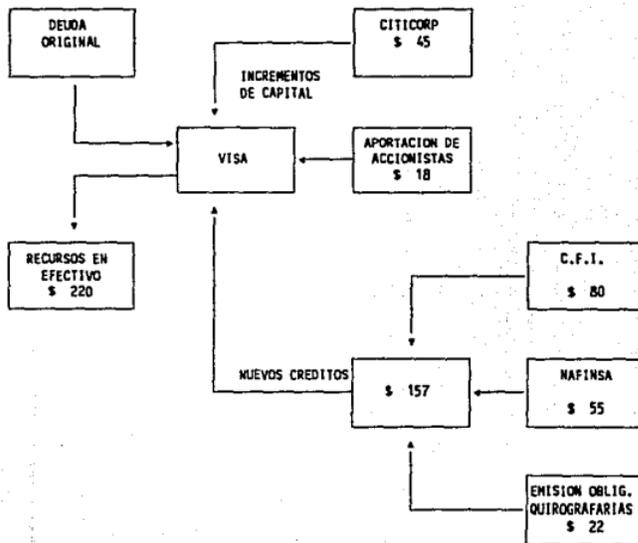
---

-	<b>PORCION "A"</b>	
	MONTO:	\$138. DLLS.
	PLAZO:	9 AÑOS 8 MESES
	GRACIA:	2 AÑOS 2 MESES
	AMORTIZACIONES:	CRECIENTES
	TASA DE INTERES:	LIBOR + 1.5%
-	<b>PORCION "B"</b>	
	MONTO:	\$72.7 DLLS.
	VENCIMIENTO:	10. DE MAYO DE 1999
	TASA DE INTERES:	5%
-	<b>ECIBANK</b>	
	MONTO:	\$8.5 DLLS.
	PLAZO:	9 AÑOS 8 MESES
	GRACIA:	2 AÑOS 2 MESES
	AMORTIZACIONES:	CRECIENTES
	TASA DE INTERES:	LIBOR + 1.5%
-	<b>C. F. I.</b>	
	MONTO:	\$80. DLLS.
	PLAZO:	SIMILAR A LA PORCION A
	TASA DE INTERES:	AÑO 1-5 11 9/16%
		AÑO 5-10 LIBOR + 1 7/8%
-	<b>NAFINSA</b>	\$55 DLLS.
	CONDICIONES:	EQUIVALENTES A LA PORCION "A" CON CAPITALIZACION DE INTERESES.

---

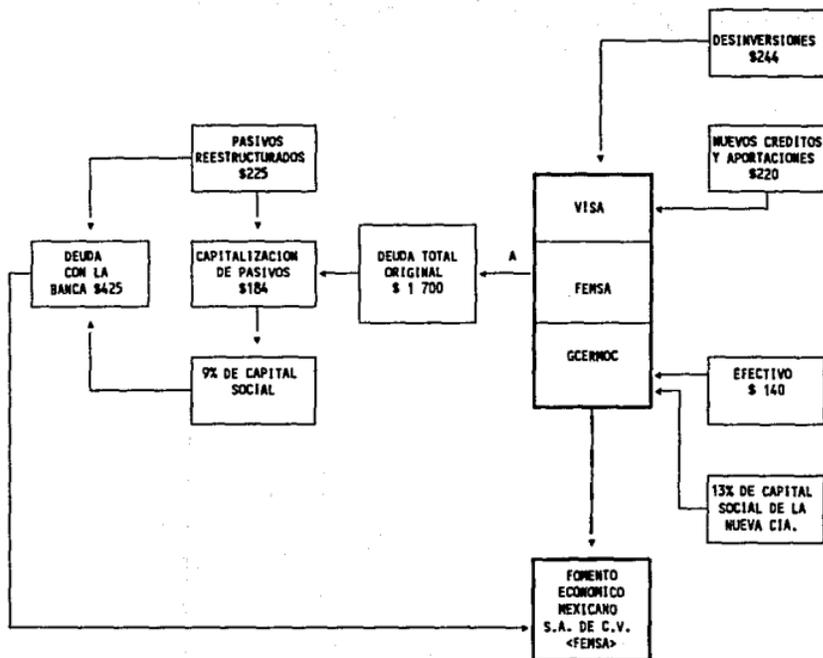
El cierre de la implementación se hizo a través de la aportación final del total de las acciones representativas del capital social de FEMSA en grupo GCERMOC, éste efectuó un aumento de capital que fue suscrito por los diferentes participantes del proceso de reestructuración mediante la aportación de acciones, recursos y/o capitalización de pasivos.

ETAPA II  
MUEVOS CREDITOS E INCREMENTOS DE CAPITAL



ETAPA III

NEGOCIACION DE PASIVOS



Como resultado final grupo CERMOC adquirió el control de todas las empresas operativas, así grupo CERMOC, S. A. de C. V. cambió de denominación tomando el nombre de Fomento Económico Mexicano, S. A. de C. V. En adición a VISA y a los accionistas originales en el capital social del grupo participan las siguientes instituciones.

CITICORP	15%
BANCOS FEMSA	9%
BANCOS GCERMOC	6.5%
C. F. I.	5%
INVERSIONISTAS LOCALES	<u>6.5%</u>
	42%

#### E. RESULTADO DEL PROCESO

Entre los productos del proceso de reestructuración, se logró:

- Reducir la deuda bancaria de VISA, FEMSA y GCERMOC de 1700 millones de dólares a 425.

- Mejorar las expectativas del grupo colocándolo en condiciones favorables para afrontar el futuro e impulsar su crecimiento en función del desarrollo de la economía mexicana, orientándose a las oportunidades de participar en los mercados externos.

- Con la combinación de negocios de FEMSA y GCERMOC fortalecer los negocios de cerveza y empaque, mejorando la capacidad para generar recursos y reanudar la política de pago de dividendos a los accionistas.

- Conservar el control accionario del grupo, liberando de riesgos a los accionistas al resolver el excesivo endeudamiento por la vía de negociación con los acreedores.

- Modificar el portafolio de negocios del grupo desincorporando los de Turismo y CARPLASTIC e incorporando los de producción y distribución de cerveza con los de vidrio, cartón y hermetapa. Aplicando una estrategia de concentración de las operaciones del grupo en sus negocios fundamentales.

Así la situación operativa del grupo quedó conformada de la siguiente forma:

FOMENTO ECONOMICO MEXICANO, S. A.



La posición financiera antes y después de implementar la reestructuración quedó así:

POSICION FINANCIERA

(MILLONES DE PESOS)  
(TERCER TRIM. 1988)

	ANTES	\$	DESPUES	\$
ACTIVO CIRCULANTE	\$ 896,953	21	781,299	19
INVERSION DE ACCIONES, VALORES Y OTROS	45,950		17,021	
ACTIVO FIJO	3,294,207	79	3,306,556	81
DIFERIDO NETO	<u>51,572</u>		<u>57,574</u>	
ACTIVO TOTAL	<u>4,288,682</u>		<u>4,162,450</u>	
PRESTAMOS BANCARIOS	2,632,703		30,727	
PASIVOS DE OPERACION	<u>259,230</u>		<u>231,257</u>	
PASIVO CIRCULANTE	2,891,933	67	261,984	6
PASIVO BANCARIO DE LARGO PLAZO	34,530	.01	928,017	23
CREDITOS DIFERIDOS	<u>21,666</u>		<u>22,165</u>	
PASIVO TOTAL	2,948,129	68	1,212,166	29
CAPITAL CONTABLE	<u>1,340,553</u>	32	<u>2,950,284</u>	71
TOTAL PASIVO Y CAPITAL	<u>4,288,682</u>		<u>4,162,450</u>	

Algunos de los indicadores más relevantes de la situación financiera que resultó de la implantación de la estrategia de reestructuración a septiembre de 1988 son los siguientes:

	ANTES	DESPUES	
LIQUIDEZ	.31	2.98	VECES
ACTIVO TOTAL/PASIVO TOTAL	1.45	3.43	VECES
PASIVO TOTAL/CAPITAL CONTABLE	2.19	.41	VECES

La relación que guardaron los principales rubros de la posición financiera en base a los recursos totales fueron:

	ANTES	(%)	DESPUES
ACTIVO CIRCULANTE	21		19
ACTIVO A LARGO PLAZO	79		81
PASIVO CIRCULANTE	67		6
PASIVO A LARGO PLAZO	1		23
CAPITAL CONTABLE	32		71

#### F. SITUACION FINANCIERA Y OPERATIVA POSTERIOR AL PROCESO

Como resultado del proceso de reestructuración GCERMOC, ya con el control de las subsidiarias de Fomento Económico Mexicano y denominándose FEMSA, registró un mejoramiento notable en sus indicadores de liquidez, el manejo de su tesorería se hizo eficiente y conservó un equilibrio sano con sus obligaciones a corto plazo.

La política de endeudamiento contrario al período anterior de 1988, muestra ahora una estructura de capital que tiende a ser conservadora, como parte de la posición que debe mantener en observancia a los compromisos que adquirió la administración al reestructurarse. Sin embargo, la capacidad de pago ha adquirido poder principalmente al trasladarse al pasivo de corto plazo a largo por la naturaleza de la fuente de inversión que les dió origen, los créditos bancarios contraídos con instituciones financieras que ascendieron a \$ 1,062 y 4,821 millones de dólares en 1989 y 1990 respectivamente, cuyo vencimiento se empieza a convertir a corto plazo; de hecho en octubre de 1991 tiene que concluirse el fideicomiso que se había creado y que contempla el derecho que tienen los acreedores para convertir esta

**FORNTO ECONOMICO MEXICANO**

(Millones de Pesos)

**POSICION FINANCIERA**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Disponible	18,397	11,265	49,120	205,985	170,086	105,435
Cuentas por Cobrar	6,179	54,882	29,671	178,329	226,096	347,128
Inventario	24,233	16,904	121,438	412,801	582,828	839,938
Otros Circulantes	6,870	43,528	9,332	21,557	19,545	26,378
<b>SUMA EL CIRCULANTE</b>	<b>55,679</b>	<b>126,579</b>	<b>209,561</b>	<b>818,672</b>	<b>998,555</b>	<b>1,318,879</b>
Activo a Largo Plazo	124,854	212,353	783,609	3,348,303	4,012,986	5,557,991
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>180,533</b>	<b>338,932</b>	<b>993,170</b>	<b>4,166,975</b>	<b>5,011,541</b>	<b>6,876,870</b>

Pasivo Circulante	25,095	28,278	830,104	260,443	389,677	786,894
Pasivo a Largo Plazo	116,544	290,834	14,299	935,492	842,011	852,286
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>141,639</b>	<b>319,112</b>	<b>844,403</b>	<b>1,195,935</b>	<b>1,231,688</b>	<b>1,639,180</b>

Capital Social Pagado	9,030	9,030	9,096	162,414	162,414	162,414
Actualización Patrimonial	38,093	50,463	198,213	247,099	1,486,695	2,839,598
Otras Cuentas de Capital	2,589	(9,136)	(38,562)	1,925,666	1,925,666	1,925,668
Utilidad del Ejercicio	(10,818)	(30,537)	(19,980)	635,861	205,078	310,010
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>38,894</b>	<b>19,820</b>	<b>148,767</b>	<b>2,971,040</b>	<b>3,779,853</b>	<b>5,237,690</b>
Mayoritario	34,703	19,820	134,964	2,960,470	3,773,647	5,237,690
Minoritario	4,191	0	13,904	10,570	6,206	9,739
<b>RECURSOS TOTALES</b>	<b>180,533</b>	<b>338,932</b>	<b>993,170</b>	<b>4,166,975</b>	<b>5,011,541</b>	<b>6,876,870</b>
<b>CAPITAL</b>	<b>155,438</b>	<b>310,654</b>	<b>163,066</b>	<b>3,906,532</b>	<b>4,621,864</b>	<b>6,089,976</b>

**RESULTADOS**

Ventas	69,485	669,973	371,521	2,411,381	3,218,595	4,335,183
Costo de Ventas	47,107	507,966	276,818	1,437,774	2,021,593	1,656,036
Utilidad de Operación	812	(30,822)	8,973	230,892	280,832	399,830
Intereses	(11,493)	340,766	185,721	107,593	164,312	203,816
Pérdida Cambiaria	60,953	461,828	197,397	37,265	92,741	59,335
Resul. Pos. Monetaria	(40,195)	(683,259)	(449,208)	(582,682)	(148,762)	(246,747)
Costo Integral Financ.	9,265	119,335	(66,090)	(437,824)	108,291	16,404
Utilidad Neta	(10,818)	(30,537)	(19,980)	635,861	205,078	310,010
Depreciación y Amort.	5,123	41,630	30,511	169,236	168,958	222,210
Generación de Efectivo	21,130	65,834	26,132	266,713	321,927	413,474

## ANÁLISIS FINANCIERO

### RAZONES DE:

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>LIQUIDEZ</b>						
Circulante	2.22	4.48	.25	3.14	2.56	1.68
Prueba de Acido	1.25	3.88	.24	1.56	1.07	.61
Prueba Rápida	.73	.40	.06	.79	.44	.13
<b>ENDEUDAMIENTO</b>						
Pas. Tot./Act. Tot.	.78	.94	.85	.29	.25	.24
Pas. Tot./Capital Cont.	3.64	16.10	5.68	.40	.33	.31
Apalancamiento	.75	.94	.09	.24	.18	.14
Capacidad de Pago	.84	2.33	.03	1.02	.83	.53
Veces Ganado el Interés	-0.07	-0.09	.05	2.15	1.71	1.96
<b>ACTIVIDAD</b>						
Periodo de Cobranza	32.01	29.49	28.75	26.62	25.29	28.83
Rotación del Inventario	1.94	30.05	29.66	3.48	3.47	1.97
Rotación del Activo	.38	1.98	.37	.58	.64	.63
Rotación de Inv. Permanente	.45	2.16	2.28	.62	.70	.71
Periodo Medio de Pagos	n.a.					
Margen de Utilidad Bruta	.32	.24	.25	.40	.37	.62
Gastos de Operación	.31	.29	.23	.31	.28	.53
<b>PRESIÓN FINANCIERA</b>						
Intereses a Ventas	-.17	.51	.50	.04	.05	.05
Intereses a Ut. Meta	1.06	-11.16	-9.30	.17	.80	.66
Intereses a Gen. Efect.	-.54	5.18	7.11	.40	.51	.49
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen de Utilidad Neta	-.16	-.05	-.05	.26	.06	.07
De Inversión Permanente	-.07	-.10	-.12	.16	.04	.05
Del Capital Contable	-.28	-1.54	-.13	.21	.05	.06
<b>CRECIMIENTO</b>						
	1985-1986	1986-1987	1987-1988	1988-1989	1989-1990	1985-1990
	C.Plazo	C.Plazo	C.Plazo	L.Plazo	C.Plazo	L.Plazo
Ventas	864.20	-44.55	549.06	226.18	34.69	128.57
Utilidad	182.28	-34.57	-3282.49	-85.25	51.17	-100
Efectivo Generado	211.57	-60.31	920.64	132.83	28.44	81.26
Intereses	-3064.99	-45.50	-42.07	.41	24.04	-100
Capital Contable	-1279.49	26.28	-5093.69	806.04	.00	275.22
Pasivo a Largo Plazo	149.55	-95.08	6442.36	100.22	1.22	-100
Inversión Permanente	99.86	-47.51	2295.68	192.92	31.76	-100
<b>INFLACION AL CIERRE DE AÑO</b>						
	63.70	105.80	159.20	51.70	19.70	

## ESTRUCTURA DE CAPITAL DE FERRO

1985

ACTIVO CIRCULANTE 31%	PASIVO CIRCULANTE 14%
ACTIVO LARGO PLAZO 69%	PASIVO LARGO PLAZO 64%
	PASIVO TOTAL 78%
	CAPITAL CONTABLE 22%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
3.64

VECES

1986

ACTIVO CIRCULANTE 37%	PASIVO CIRCULANTE 8%
ACTIVO LARGO PLAZO 63%	PASIVO LARGO PLAZO 86%
	PASIVO TOTAL 94%
	CAPITAL CONTABLE 6%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
16.10

VECES

1987

ACTIVO CIRCULANTE 21%	
ACTIVO LARGO PLAZO 79%	PASIVO CIRCULANTE 84%
	PASIVO LARGO PLAZO 1%
	PASIVO TOTAL 85%
	CAPITAL CONTABLE 15%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
5.68

VECES

1988

ACTIVO CIRCULANTE 20%	PASIVO CIRCULANTE 6%
	PASIVO LARGO PLAZO 23%
	PASIVO TOTAL 29%
ACTIVO LARGO PLAZO 80%	CAPITAL CONTABLE 71%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
.40

VECES

1989

PASIVO CIRCULANTE 20%	PASIVO CIRCULANTE 8%
	PASIVO LARGO PLAZO 17%
	PASIVO TOTAL 25%
ACTIVO LARGO PLAZO 80%	CAPITAL CONTABLE 75%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
.33

VECES

1990

ACTIVO CIRCULANTE 19%	PASIVO CIRC. 11%
	PASIVO TOTAL 23%
ACTIVO LARGO PLAZO 81%	CAPITAL CONTABLE 77%

PASIVO/CAPITAL CONT.:  
.31

VECES

CREDITOS BANCARIOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 1990

( MILLONES DE PESOS )

TIPO DE CREDITO	PORCION	VENCIMIENTO AÑOS	PERIODO DE GRACIA AÑOS	TASA DE INTERES	MILLONES DE PESOS 1990	MILLONES DE PESOS 1989
PAGARES CON TASA DE INTERES FLOTANTE (DOLARES)		7.60	0.1		6180	
	" A "			LIBOR + 2.75		
	" B "			LIBOR + 1.5 5% FIJO		9262 136
PRESTAMOS BANCARIOS CON: CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL (CFI) EN DOLARES		7.10	0.1	11.56% FIJO POR 5 AÑOS	214	275
NACIONAL FINANCIERA (NAFINSA) EN PESOS		7.80	0.5	VARIABLES	186	199
OBLIGACIONES QUIROGRAFARIAS EN PESOS		4.80	1.30	5% BONDE TASA DE CETES	90	117
CREDITOS REFACCIONARIOS				VARIABLE	108	
OTROS CREDITOS					43	73

Fuente : 4o. INFORME FINANCIERO DE 1990, B.N.V.

deuda por acciones, dicho fideicomiso representa alrededor del 6% del capital social, algunos bancos acreedores han mostrado interés por adquirir acciones con este mecanismo.

El bajo nivel de endeudamiento ha producido resultados optimistas para la empresa, dándole presencia y prestigio en el mercado al mostrar la susceptibilidad para ser sujeta de crédito. En 1990 puede llegar a endeudarse hasta 1.96 veces conservando una posición de equilibrio en su situación financiera.

En relación al desempeño de sus actividades FEMSA ha mantenido su política de cobranza a 30 días. La rotación del inventario ha disminuido de 3.48 veces en 1988 a 1.97 veces en 1990.

Tanto la rotación del activo como la inversión permanente ha mejorado en cada periodo. de igual forma ha logrado repercutir su costo de ventas incrementando su margen de utilidad bruta hasta en 62% en relación a las ventas, reflejando la eficiencia y experiencia que la empresa ha adquirido en sus métodos de producción, asimismo los gastos de operación no han superado del 9% de las ventas en cada uno de estos años.

La carga de intereses en relación a las ventas no ha reflejado graves problemas financieros ni con la generación de efectivo. Sin embargo en los resultados de la empresa dicho concepto ha adquirido importancia ya que en 1990 los intereses representaban el 69% de la utilidad neta.

La rentabilidad de la empresa no ha alcanzado niveles acordes con la inversión que han mantenido los accionistas.

Integralmente la empresa ha mejorado, se han incrementado sus ventas en 34.69% en relación de 1989 a 1990, la utilidad ha aumentado pero también los intereses, el capital contable se ha mantenido en promedio al 74% de los recursos totales con que opera la empresa.

En general ha rebasado en crecimiento a la inflación, pero considerando la trayectoria de la empresa podemos observar lo siguiente:

## DISTRIBUCION DE VENTAS POR PRODUCTOS

\*\*\*MERCADO NACIONAL\*\*\*

PRINCIPALES PRODUCTOS	PRODUCCION		VENTAS		NACIONALES		PRINCIPALES	
	VOLUMEN	IMPORTE	VOLUMEN	IMPORTE	IMPORTE	PART. MDO.	CLIENTES	MARCAS
CERVEZA	19921 MLS. ML.	1184598	18700 MLS. ML.	1971981	50.8%	CONSUMIDOR	BOHEMIA, TEKATE, CARTA BLANCA, XX LAGER, INDIU, KLOSTER, SOL XX, SUPERIOR	
LATA BEBIDAS	717 MLL. PZAS.	144764	885 MLL. PZAS.	168446		CER. CUAUHEMOC	FAMOSA	
LATA SANITARIA	235 MLL. PZAS.	58202	324 MLL. PZAS.	67901		CERVEZAS DEL PACIFICO S.A.	FAMOSA	
LAMINACION IMPRESA	5247 TON.	74696	5247 TON.	74696		CER. CUAUHEMOC CER. MOCTEZUMA	GRAFO	
PAPEL IMPRESO	1191 TON.	6676	1191 TON.	6676		CIGARRERA LA MODERNA PROPTER & GAMBLE	GRAFO	
BOTELLA	269 MLL. PZAS.	54515	303 MLL. PZAS.	81737		CER. CUAUHEMOC CER. MOCTEZUMA	SIVESA	
HERMETAPA	10128 MLL. PZAS.	127623	10128 MLL. PZAS.	127623		CIA. EMBOTELLADO DEL SUWESTE	FAMOSA	
ENFRIADORES DE BOTELLA	22056 PZAS.	25960	22056 PZAS.	25960		CONSUMIDOR	VENDO	
CARTON	34623 TONS.	79356	34623 TONS.	79356		CER. MOCTEZUMA	COTESA	
PAPEL	11966 TONS.	9178	11966 TONS.	9178		COTESA	CEPAJA	
COCA COLA	78400 MLS CAJAS	421425	118530 MLS CAJAS	414342	69.5%	CONSUMIDOR	COCA COLA, FANTA, DIET COKE, SPRITE, SIN RIVAL	
AGUA MINERAL Y SABORES	48624 MLS CAJAS	128811	50399 MLS CAJAS	265642	76.3%	CONSUMIDOR	PEÑAFIEL, BALSECA, DIETAFIEL, EXTRA	

FORNTO ECONOMICO MEXICANO S.A DE C.V.  
DISTRIBUCION DE VENTAS POR PRODUCTOS

\*\*\*MERCADO DE EXPORTACION\*\*\*

PRINCIPALES PRODUCTOS	VENTAS		%	LUGAR DE DESTINO	PRINCIPALES CLIENTES	MARCAS
	VOLUMEN	IMPORTE				
CERVEZA	671 MLS. MLS.	144800	91.7%	ESTADOS UNIDOS DE AMERICA CANADA E INGLATERRA	CONSUMIDOR	CARTA BLANCA, TEKATE
HERMETAPA	110 MILL. PZAS	1272	.8%	PUERTO RICO	CERVECERIA INDIO	FAMOSA
AGUA MINERAL	593 MLS. CAJAS	8284	5.2%	ESTADOS UNIDOS DE AMERICA	CONSUMIDOR	PEÑAFIEL, FAMOSA ETIQUETA AZUL
TAPAS Y VARIOS	463 TONS.	3506	2.2%	ESTADOS UNIDOS DE AMERICA		
TOTALES		157862	100.00%			

**FOMENTO ECONOMICO MEXICANO S.A DE C.V.**  
**CONSTRUCCIONES EN PROCESO**  
**DICIEMBRE DE 1990**  
**(MILLONES DE PESOS)**

PROYECTO	SUMA INVERTIDA DESDE SU INICIO A LA FECHA	PRESUPUESTO TOTAL DE LA INVERSION	GRADO DE AVANCE
PLANTAS CERVEZA	212984	230000	93%
DISTRIBUCION CERVEZA	46379	51000	91%
PLANTAS EMPAQUES METALICOS	20025	22000	91%
FLEXIBLES	4928	5450	90%
PLASTICOS Y VIDRIO	25704	42000	61%
PAPEL Y CARTON	4131	4550	91%
DIVISION REFRESCOS	28387	31200	91%
DIVISION AGUAS MINERALES	1458	1675	87%
OTROS	9259	10200	91%
<b>TOTALES</b>	<b>353255</b>	<b>398075</b>	<b>87% PROMEDIO</b>

- No ha logrado un nivel de ventas acorde a la inversión, aún si consideramos que satisface el 50.8% del mercado cervecero nacional, el 69.5% del consumo de coca-cola y el 76.3% de aguas minerales y de sabores.

- Debe incrementar su incidencia participativa en los mercados externos e incluso diversificar sus centros de destino, ya que E.U.A., Canadá e Inglaterra importan el 92% del importe de sus ventas al exterior por concepto cerveza. Especialmente puede crear un nicho de mercado para el agua mineral que actualmente representa el 5% de las ventas al exterior, así como el de productos relacionados con las tapas de empaques que hasta el cierre de 1990 representaban el 3% de sus exportaciones.

- Requiere desarrollar e intensificar su participación en el mercado, así como mejorar su estrategia de logística para las operaciones de distribución, para lo cual debe echar mano de la capacidad productiva que alcanzará con las construcciones en proceso que tienen y que están absorbiendo recursos; hasta el cierre de 1990, dichas inversiones se presupuestaron en 398 mil 75 millones de pesos de los cuales se han ejercido el 89% y en promedio llevan un grado de avance de 87.3%.

## **G. ESTRUCTURA Y PRODUCTOS**

### **DIVISION CERVECERA**

Es el área más importante del grupo contribuye con el 60% de las ventas y requiere del 68% de la inversión de los activos totales, las subsidiarias encargadas de la producción son Cervecería Cusuhtémoc, Cervecería Noctezuma y Carta Blanca de Occidente.

Maneja 105 agencias de distribución y 165 concesionarios. En el mercado al detalle, sus productos se distribuyen en 390 tiendas oxo, ubicadas en diferentes ciudades del país, estas tiendas también forman parte del grupo. Sus productos principales son: carta blanca, superior, tecate, xx lager, bohemia, sol, indio y heineken.

Gracias a la reestructuración ha logrado progresar sustancialmente; actualmente enfatiza sus esfuerzos de venta al segmento de las cervezas retornables disminuyendo costos por los materiales no retornables. Las ventas de exportación se han visto afectadas;

**FOMENTO ECONOMICO MEXICANO S.A DE C.V.**  
**PLANTAS DE CERVEZA: UBICACION Y ACTIVIDAD**  
**JUNIO DE 1991**

PLANTAS	UBICACION	ACTIVIDAD	% CAPACIDAD UTILIZADA	OBSERVACIONES
ORIZABA	ORIZABA, VER.	PRODUCCION CERVEZA	86.07%	% DEL ULTIMO
GUADALAJARA	GUADALAJARA, JAL.	"	79.67%	TRIMESTRE
MONTERREY	MONTERREY, N.L.	"	97.77%	CAPACIDAD EN HRS/MES
NOGALES	NOGALES, SON.	"	43.80%	"
TECATE	TECATE, B.C.	"	75.42%	"
CULIACAN	CULIACAN, SIN.	"	100.00%	"
GUADALAJARA	GUADALAJARA, JAL.	"	92.00%	"
TOLUCA	ZINATEPEC, MEX.	"	85.80%	"
MONTERREY	MONTERREY, N.L.	PRODUCCION MALTA	82.38%	TONS./MES
		PROD. FINO REAL	N.D.	
MEXICO	MEXICO, D.F.	PRODUCCION MALTA	N.D.	
		PROD. FINO REAL	N.D.	
TECATE	TECATE, B.C.	PRODUCCION MALTA	N.D.	
CULIACAN	CULIACAN, SIN.	PROD. FINO REAL	54.03%	TONS./MES
SONORA *	NOVOJOA, SON.	PRODUCCION CERVEZA	N.D.	

\*PRUEBAS DE ELABORACION Y ENVASADO, INICIO DE OPERACIONES PREVISTO PARA NOVIEMBRE DE 1991

tecate ha incrementado sus ventas en un 16% con destino a E.U.A., mientras que el crecimiento que había estado registrando XX tan sólo llegó al 20%, mientras que sol ésta adquiriendo importancia en el mercado de Inglaterra.

Los métodos de producción han logrado mejorar los costos variables, a través de la reducción de mermas y mayor experiencia para el procesamiento de empaque. También se han logrado asimilar las condiciones que ofrece el hecho de que se fabrique superior y XX lager en la planta de Toluca, agregándose a la producción de carta blanca, tecate y bohemia. De igual forma se implantó una estrategia similar en la planta de Guadalajara al agregar en su producción a tecate.

Con la nueva planta de Navojoa espera incrementar en 1.8 millones de hectolitros anuales la producción de la bebida y mejorar sus ventas de exportación.

#### **DIVISION REFRESCOS Y AGUAS MINERALES**

Los ingresos por venta de refrescos representan el 25% de la captación del grupo, opera principalmente en Villahermosa, Veracruz, Oaxaca, (ciudades de Juchitán y Oaxaca) y Chiapas, a través de coca-cola del sureste y en la zona metropolitana con coca-cola del Valle de México, los principales centros de operación para el negocio de refrescos son los siguientes:

Con la integración de las embotelladoras del Valle de México se han incrementado las ventas en 4.3% con relación a las logradas en 1989. Los principales productos que comercializa son coca-cola, diet coke, sprite, fanta y sin rival.

#### **DIVISION DE AGUAS MINERALES**

La división de aguas minerales está integrada por productos como peñafiel, balsaca, etiqueta azul, extra poma y dietafiel, que son embotellados y elaborados en 6 plantas, actualmente se estima que absorbe el 38% de la producción nacional.

FOMENTO ECONOMICO MEXICANO S.A DE C.V.  
 PLANTAS DE REFRESCOS: UBICACION Y ACTIVIDAD  
 JUNIO DE 1991

PLANTAS	UBICACION	ACTIVIDAD	% CAPACIDAD UTILIZADA
VILLAHERNOSA	VILLAHERNOSA, TAB.	ENVASORA Y DISTRIBUIDORA	73.50%
MINATITLAN	VERACRUZ, VER.	ENVASORA Y DISTRIBUIDORA	73.20%
OAXACA	OAXACA, OAX.	ENVASORA Y DISTRIBUIDORA	77.10%
JUCHITAN	JUCHITAN, OAX.	ENVASORA Y DISTRIBUIDORA	84.80%
SAN CRISTOBAL DE LAS CASAS	SAN CRISTOBAL DE LAS CASAS, CHIS.	ENVASORA Y DISTRIBUIDORA	75.70%
TLANEPLANTA	TLANEPLANTA, EDO. DE MEX.	ELABORACION Y ENVASADO	78.00%
CEDRO	MEXICO, D.F.	EMBOTELLADORA	82.00%
TLALPAN	MEXICO, D.F.	EMBOTELLADORA	88.00%
VIGA	MEXICO, D.F.	EMBOTELLADORA	82.00%

FOMENTO ECONOMICO MEXICANO S.A DE C.V.  
 PLANTAS DE AGUAS MINERALES: UBICACION Y ACTIVIDAD  
 JUNIO DE 1991

PLANTAS	UBICACION	ACTIVIDAD	% CAPACIDAD UTILIZADA
MANANTIALES PEÑAFIEL	TEHUACAN, PUE.	EMBOTELLADORA	86.00%
BALSECA	TEHUACAN, PUE.	ELABORACION	95.00%
JUGOS NATURALES	MEXICO, D.F.	EMBOTELLADORA	75.00%
CIA. EXPORTADORA DE AGUAS MINERALES	TECATE, B. C.	EMBOTELLADORA	50.40%
CATEMACO	CATEMACO, VER.	EMBOTELLADORA	62.00%
EXTRACTORA DE AGUAS MINERALES	TLAJOMULCO DE ZUNIGA, JAL.	EMBOTELLADORA	98.00%

Contribuye con el 25% de los ingresos por ventas del grupo junto con la división de refrescos y requieren del 15% de las inversiones en activo. Su mercado de refrescos aumento en 4% y en 5% el de aguas minerales.

#### **DIVISION ENPAQUE**

Participa con el 5% de las ventas y absorbe el 17% de la inversión del grupo, para lograr optimizar sus costos se ha dividido por empresas dedicadas al procesamiento de los insumos para envases metálicos, flexibles, plásticos, así como de elementos de vidrio, cartón y papel. Durante el primer semestre de 1991 cubrió el 100% de los requerimientos de envases y solo el 75% en botellas; la capacidad utilizada es del 66% debido al proceso de sustitución y actualización de tecnología que están implantando.

Sus principales productos son latas sanitarias para alimentos, hermatapas, etiquetas, laminaciones y envolturas para cigarrillos, jabones, chicles, botanas, leches, botellas de vidrio, cajas para refrescos, sillas, cajas de cartón y papel.

Hasta el primer semestre del 91 han incrementado sus ventas tanto en volumen físico como por precios, éstos se han incrementado en abril y septiembre en 16% cada vez para la cerveza y en 25% en noviembre; ambos incrementos se dieron a partir de 1990. Dichos incrementos fueron resultados de las pláticas que se llevaron a cabo ante SECOFI. La autorización se percibió de la siguiente forma:

- Incremento directo del 25% del precio,
- Derogación del impuesto especial sobre producción y servicios (IEPS) del refresco cuyas tasas eran del 15% al 40% como resultado de lo anterior se espera incrementar las ventas al cierre del ejercicio en 7%, de hecho hasta el primer semestre del 91 se han incrementado en 7.53% con 2,729 mil 778 millones de pesos resultado una utilidad de 251 mil 966 millones de pesos, es decir un margen de utilidad neta del 9.2%.

Contrario al incremento de precios el gobierno tomó la decisión de eliminar subsidios a la producción de refrescos embotellados cuyos mercados sean nacionales, así como liberar el subsidio al azúcar lo que ha provocado especulación en el precio y abasto del producto.

**FOMENTO ECONOMICO MEXICANO S.A. DE C.V.**  
**PLANTAS DE EMPAQUE: UBICACION Y ACTIVIDAD**  
**JUNIO DE 1991**

PLANTAS	UBICACION	ACTIVIDAD	% CAPACIDAD UTILIZADA	OBSERVACIONES
FAMOSA: MONTERREY	MONTERREY, N.L.	MANUFACTURA DE TAPAS METALICAS	76.00% 20.00%	EN HERMETAPA EN TAPAS
ENSENADA	ENSENADA, B.C.	MANUFACTURA DE ENVASES METALICOS	52.00% 47.00%	LATA DE BEBIDAS LATA SANITARIA
TOLUCA	TOLUCA, EDO. DE MEX.	PRODUCCION EN ARTES GRAFICAS		
GRAFO	MONTERREY, N.L.	PRODUCCION EN ARTES GRAFICAS	68	TONELADAS
SILICES	ORIZABA, VER. ACAYUCAN, VER.	FABRICA BOTELLA DE VIDRIO	100	MILLS. DE BOTTELLAS
CARTON: ORIZABA	ORIZABA, VER.	FABRICA EMPAQUE DE CARTON	79	TONELADAS
TEHUACAN	TEHUACAN,	FABRICA EMPAQUE DE CARTON	64	TONELADAS
MONTERREY	MONTERREY, N.L.	FABRICA CARTON	56	TONELADAS
ENFRIADORES DE BOTELLA: BELLA VISTA	MEXICO, D.F.	FABRICA REFRIGERADORES COMERCIALES	85.00%	
PAPEL: XALAPA	XALAPA, VER.	FABRICA	82	TONELADAS/DIARIAS

FEMSA para dar respuesta a tal contingencia promueve la creación de cooperativas para asegurar el abasto y consolidar la autosuficiencia de dicho producto, a efecto de no desequilibrar los procesos normales de producción. Asimismo continuará manejando la exclusividad de la cerveza heineken en México, a efecto de aprovechar la red de distribuidoras reduciendo costos y aumentando el margen de operación y rentabilidad.

La rentabilidad de la utilidad neta en relación a la venta fue en el primer bimestre del 91 de 9.23% incrementándose en 2.6% en relación al período anterior. De igual forma la rentabilidad del capital contable creció en 2.8% colocándose en 8.26%.

En la actualidad la empresa practica un programa de expansión y modernización como parte del horizonte de su planeación estratégica 91-95, que estima un ritmo de crecimiento del mercado a tasas que consideran un rango del 4 al 6% para el segmento cervecero y del 3 al 4% para el refresquero. Como parte de dicho plan estratégico en sus tácticas a corto plazo se contemplan aspectos como los siguientes:

- Iniciar la concertación con las autoridades del gobierno y SECOFI para efecto de lograr incrementar el precio de la cerveza en un 16% a partir de octubre del 91.

- Iniciar las operaciones de la planta de Navojoa y no desviar esfuerzos en la construcción de las plantas del Estado de México y Juchitán, Oax. cuya operación se ha previsto para 1992.

- En la división de refrescos los esfuerzos corporativos llevan la tendencia de dar mayor enfoque al consumidor, para lo cual se están creando nuevas rutas de distribución para abarcar una mayor cobertura del mercado.

- Optimizar las actividades de la división de empaque, para lo cual ha invertido 130 millones de pesos para no sacrificar el nivel de calidad en los productos. Realizar la conversión de líneas de producción de las latas de cervezas involucrando las conocidas como alta a la estandar, además de la producción de la tapa ecológica para la cerveza, la hermetapa, así como modernizar los hornos para fabricar botellas.

## H. SITUACION FINANCIERA Y APERTURA COMERCIAL

Conserva una adecuada liquidez (1.72%) su palanca financiera es de .33 veces. El 24 de abril de 1991 llevó al mercado la colocación de ADR'S por 23 millones 811 mil 913 acciones que ascienden al 4% del capital social a un precio unitario de 11000 pesos, éstas representan aproximadamente 89 millones de dólares, Bear Sterns & Cia Inc. fue el intermediario en el extranjero y Acciones Bursátiles el asesor en México, junto con esta oferta FEMSA se capitalizó otros 1,165 millones de pesos con obligaciones quirografarias a un plazo de 10 años; ambas colocaciones le han permitido captar recursos por más de 400 mil millones de pesos. Su apalancamiento al primer semestre del 91 es del .33 veces confirmando su posición financiera sana ante la apertura se estima que los impuestos y el arancel que se aplica a la industria cervecera disminuyan gradualmente.

La empresa cuenta con una estructura financiera y operativa acorde para desempeñarse competitivamente en el exterior, sin embargo, presenta dificultades para penetrar en otros mercados especialmente en lo que respecta a la división refresquera. Derivado de esto la empresa debe concentrar sus esfuerzos a cuidar los productos no retornables.

La publicidad es un aspecto que FEMSA debe considerar con mayor atención para el desarrollo de sus ventas de exportación, debido a que las empresas cerveceras a nivel mundial invierten un alto presupuesto por este concepto, asimismo se tiene que prestar atención a las operaciones de tráfico de las mercancías ya que los productos son pesados, y esto encarece el costo para colocar los productos en otra plaza, esto impactaría en el precio al consumidor dichas circunstancias dificultarían el proceso de decisión de compra de los clientes, tendrán que incluir otra marca y/o producto en sus alternativas de compra con precio quizá más alto a los productos ya conocidos en la localidad. Esto se cuenta en la definición de la estrategia de precios y en el mejoramiento de los canales de distribución que se desplazan en un mercado amplio y fragmentado de detallistas.

Es por ello que FEMSA recurre a tener centros de operación cercanos a su principal comprador de cerveza que es E.U.A.

La Dirección de FEMSA ha reconocido que la base de la calidad de sus productos se apoya en la modernidad y mejoramiento que imprima en sus métodos y procesos de fabricación. En atención al desarrollo que constantemente busca FEMSA, ha firmado un acuerdo de asistencia

técnica con la empresa Holandesa que administra "Heineken" marca con ventas en más de 150 plazas del mundo y con 40 plantas en países como Singapur, Argentina, Malasia y Brasil.

#### **CONCLUSION DE LOS EFECTOS DE REESTRUCTURACION**

Como resultado al proceso de reestructuración FEMSA logró rehabilitarse financiera y operativamente, pero como ente que participa en la dinámica económica que la, se ve afectado por aspectos del entorno, podemos citar como relevante lo siguiente:

- El crecimiento que se espera en el mercado de sus productos, su oportunidad para alinearse a la apertura económica y la solidez que ha logrado financieramente encuadran a FEMSA como una empresa de buenas oportunidades.

- En el corto plazo podrá beneficiarse instrumentando los proyectos de inversión que tiene planeados; para modernizar su planta operativa y dar mayor agilidad al desplazamiento de sus productos.

- En materia impositiva puede lograr repercusiones muy valiosas por la exención de incremento en los precios de sus productos, la que permitirá un mejoramiento gradual en su rentabilidad y utilidades.

Por todo lo presentado aquí se da soporte de por qué FEMSA ocupa el 13o. lugar de las refresqueras a nivel mundial y es la primera a nivel nacional. En consideración a su inversión en planta y ventas es la empresa de mayor magnitud del ramo en México. Como empresa cotizada en la Bolsa Mexicana de Valores se coloca en el sexto lugar del total de las emisoras y es líder en el mercado de aguas minerales y distribuidora exclusiva de Heineken en México.

Estos aspectos representan algunos rasgos que han permitido a FEMSA conservar su presencia y posicionamiento en el mercado como empresa de excelencia en los buenos y malos tiempos.

## ***VII. CONCLUSION***

## VII. CONCLUSION

Como se indicó en la metodología expuesta, el propósito planteado para este documento fue:

**"CONOCER LA ESTRATEGIA DE LA REESTRUCTURACION FINANCIERA DE UNA EMPRESA COTIZADA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES DEL RAMO DE ALIMENTACION, TABACO Y BEBIDA".**

Por tal razón se analizó el caso concreto de Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V., por lo cual la estrategia que se instrumentó coincide parcialmente con los mecanismos de reestructuración practicados en otras entidades de magnitud y nivel de competencia parecido.

En virtud de lo anterior, la estrategia aplicada en FEMSA se puede resumir en las etapas contenidas en el cuadro presentado en esta conclusión.

La situación crítica se manifiesta con el sobreapalancamiento en los efectos que arrojó el ambiente inflacionario y la devaluación del peso, que provocó a su vez que la deuda en moneda externa de la empresa creara problemas de generación de efectivo, especialmente para cubrir el servicio a corto plazo.

VISA decidió determinar e instrumentar alguna estrategia para mejorar su estructura financiera y operativa, al efecto y soportado con estudios de la Corporación Financiera Internacional presentó la propuesta para negociar su deuda, a través de amortizaciones variables en función a la generación de efectivo, de prepagos y la opción de obtener recursos frescos además de cambiar negocios relacionados con los empaques y bebidas y poder realizar sus operaciones conjuntamente entre FEMSA y GCERMOC.

El proceso de reestructuración se realizó por negociación directa y en forma separada por cada una de las controladoras; en consecuencia se practicaron desinversiones en VISA vendiendo empresas del Sector Servicios y Consumo no duradero (Hoteles Hyatt, Cadena Burger Boy, Clemete Jacques, Industrias Mafer y Quesos Caperucita) y conservó sólo FEMSA para comercializar bebidas, esta fue una gran decisión estratégica ya que el negocio de la cerveza fue el que dio origen a VISA y al mismo que le ha dado fortaleza <sup>2/</sup> y posteriormente a la reestructuración creó bajo el esquema de control de las empresas a GCERMOC como un grupo controlador, adquiriendo el nombre de FEMSA.

<sup>2/</sup> Una de las Holdings que naciera ante la fractura del Grupo Monterrey.

RESUMEN DE LA REESTRUCTURACION EN FEMSA

SITUACION CRITICA	INICIO DEL PROCESO	PROPUESTAS DE NEGOCIACION	PROCESO	RESULTADO
<ul style="list-style-type: none"> <li>-SOBRE APALANCAMIENTO</li> <li>-ENDEUDAMIENTO EXCESIVO EN MONEDA Y BANCA EXTRANJERA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- LA CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL: ANALIZA FINANCIAMIENTO Y OPERACIONES DE LA ENTIDAD.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-NEGOCIACION EN PAQUETE : VISA FEMSA , GCERMOG ?</li> <li>•AMORTIZACIONES VARIABLES</li> <li>•PREPAGOS DESCONTADOS Y RECURSOS FRESCOS</li> <li>•COMBINACION DE NEGOCIOS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- DESINVERSIONES</li> <li>- NUEVOS PRESTAMOS</li> <li>- INCREMENTOS DE CAPITAL</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-NEGOCIACIONES SEPARADAS</li> <li>- CREACION DE UNA ENTIDAD &lt;FEMSA&gt;</li> <li>- REESTRUCTURACION Y CAPITALIZACION DE PASIVOS</li> </ul>

También se obtuvieron recursos con la participación de instituciones financieras de relevancia internacional como es la Corporación Financiera Internacional, CITICORP y NAFINSA, además de incrementar el capital a través de la aportación de los accionistas.

El resultado más destacado consistió en que las tres controladoras lograron reducir su deuda vía capitalización y reestructuración de pasivos de mil 700 millones de dólares a 425 millones de dólares.

En relación a comprobar la validéz de la hipótesis planteada:

**"SI UNA EMPRESA COTIZADA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES DEL RAMO DE ALIMENTACION, TABACO Y BEBIDA TIENE PROBLEMAS DE ENDEUDAMIENTO ENTONCES LA ESTRATEGIA DE UNA REESTRUCTURACION FINANCIERA LA SANARA".**

Se concluye que efectivamente FEMSA como empresa representativa del resultado de la estrategia de reestructuración logró mejorar notablemente su situación financiera, podemos concretar dicha afirmación con la transformación que se dió en su estructura financiera, ya que su realación pasivo total a capital contable paso de 5.68 veces en 1987 a .40, .33 y .31 veces de 1988 a 1990 respectivamente \*/. De igual forma la razón pasivo a activo total bajó del 85% en 1987 al 29, 25 y 24% en los siguientes tres años, colocando a la entidad en una situación sana y de solidez que junto con el entorno que presenta la economía mexicana (y su influencia en las empresas) muestra un panorama con mayor estabilidad y presenta un horizonte de planeación bajo un esquema de menor riesgo y mayor confianza en el último quinquenio de la década de los ochentas y capaz de enfrentar los retos de los noventas.

La reestructuración financiera no sólo permitió que FEMSA sanara como lo revelan sus indicadores financieros, dicho saneamiento fue extensivo a todas las áreas de la entidad; FEMSA se ha posicionado como una empresa de excelencia por aspectos que entre otros, son:

- Aún con los problemas financieros que agravaron su funcionamiento, la gestión empresarial de FEMSA constantemente buscó generar un valor agregado a los negocios, este siempre con el fin de lograr mayor cercanía en sus clientes, a través de contar con producto en los puntos de venta y extender su red de distribución, pero primordialmente imprimiendo calidad desde la primer tarea de suministro y procesamiento de materias primas. La búsqueda de valor en sus productos y servicios de hecho reflejan la actitud permanente de innovación, que a fin de cuentas es la base de sobrevivencia en el mercado.

\*/ Véase análisis financiero de la página 190.

- La publicidad como medio para mantener contacto con el mercado nacional reforzó la imagen de la empresa así como la efectividad que ésta logra al posicionarse en el primer lugar de las empresas dedicadas a este ramo. La publicidad incrementó la participación de la empresa en el mercado, soportada por darle al cliente algo más que la competencia y pensar en qué darles a quienes aún no son clientes y sobre todo ha permitido que sus productos no se perciban como antiguos o maduros, sino como nuevos y diferentes en su ciclo de vida.

- Los directivos han manifestado su intención por hacer a FEMSA una empresa de pocos niveles, a fin de propiciar un comportamiento ágil y versátil, que se traduzca en efectividad de organización y logística.

- Instrumentar una política de recursos humanos en que cada empleado sea un socio, soportada por un paquete de prestaciones que mantengan a los empleados y obreros conciliados con sus funciones y los objetivos de la empresa. Esto busca garantizar un proceso constante de mejoramiento y consolidación de la empresa creando liderazgo de efectividad en cualquier nivel.

- FEMSA ha comprendido que su cadena para crear valor se inicia desde las adquisiciones para la producción por tal motivo ha asimilado su experiencia para reducir costos y mantener dicha medida como una ventaja competitiva. No sólo considera el reducir costos, sino el invertir para modernizar y en consecuencia crear una ventaja competitiva, de ahí la importancia de sus proyectos para construir nuevas plantas o adquirir nuevos centros de distribución, demostrando su liderazgo para lograr beneficios en costos.

En conclusión FEMSA ha logrado buenos avances como empresa con prestigio en el mercado pero tiene que repercutir su experiencia para lograr competir internacionalmente y ante todo mejorar su rentabilidad bajo el esquema de mantener su fuerza comercial, sin olvidar mantener una estructura adecuada de financiamiento.

## **VIII. BIBLIOGRAFIA**

#### VIII. BIBLIOGRAFIA

"La Rentabilidad del Peso";  
Revista; Capital: Mercado de Capitales,  
México, diciembre de 1988.

"Cline y el exitoso fracaso Baker";  
Revista; Capital: Mercado de Financieros,  
México, abril, 1989.

"Mercados Internacionales de Capital";  
Vázquez Seijas, Alicia,  
Universidad Autónoma Metropolitana - Azcapotzalco.  
México 1989.

"Los 500 Bancos del mundo"  
Revista Fortune;  
Julio 30 de 1990.

"El nuevo Sistema Financiero Mexicano";  
Eduardo Villegas H. y Rosa Ma. Ortega O.  
Ed. Pac. México 1991.

"El Discreto Encanto de los Swaps";  
Revista; Capital: Mercado de Financieros.  
México 1988.

"SELA ; EL FMI, Banco Mundial y la Crisis Latinoamericana";  
Siglo XXI Editores. México 1986.

"Evaluación Económica de Cuatro Sexenios";  
Revista Capital; Mercados Financieros.  
México 1986, septiembre 1988.

"Ingeniería Financiera, Herramienta Decisiva Frente al Reto  
de los 90's";  
Revista ; Ejecutivos de Finanzas,  
México 1986, octubre 1990.

"Problemas Económicos de México".  
Mendez, José Silvestre.  
Ed. Interamericana, México 1987.

"La Nacionalización de la Banca de México",  
Tello, Carlos .  
Siglo XXI Editores, México 1984.

"La Información Financiera en la Administración";  
Villegas H., Eduardo ,  
Ed. Pac. México 1989.

"Reestructuración de la deuda externa del sector privado"  
Beristáin Iturbide, Fernando. Katz Burtin Isaac  
IMEF. México, octubre de 1989.

"Rehabilitación financiera de empresas"  
Enrique H. Ramírez y Zepeda  
Ed. Limusa, México 1988.

"Macro análisis: La economía hoy";  
CANACINTRA, México, enero de 1989.

"Revista capital: Mercados Financieros";  
"Estadísticas Bursátiles",  
México 1988, diciembre 1988.

"The International Banking Handbook";  
William H. Baughn,  
Ed. CECSA, México 1985.

"Política Económica en México";  
Lazcano Espinoza, Enrique,  
IMEF, México 1989.

"Guía para elaborar la Tesis"  
Zorrilla, Santiago y Torres Xammar, Miguel,  
Ed. Interamericana, México 1989.

"Apuntes de Rentabilidad"  
Alvarez Maldonado, Elsa,  
Editado por la FCA, México 1989.

"FEMSA, Empresa con Presencia y Categoría Mundial"  
Revista capital: Mercados Financieros,  
México, agosto de 1991.

"FEMSA, En EL Principio Fue La Cerveza"  
Revista Expansión,  
México , julio de 1991.

"Sistema Financiero Internacional: Estudios Económicos";  
Sección. Enfoques 1a. parte  
Periódico: El Financiero,  
México , 15 de Noviembre de 1990.

"Sistema Financiero Internacional: Estudios Económicos";  
Sección. Enfoques 2a. parte  
Periódico: El Financiero,  
México , 27 de Noviembre de 1990.

"Breve Historia del Sistema Monetario Internacional: Estudios  
Económicos";  
Sección. Enfoques 1a. parte  
Periódico: El Financiero,  
México , 15 de febrero de 1990.

"Breve Historia del Sistema Monetario Internacional: Estudios  
Económicos";  
Sección. Enfoques 2a. parte  
Periódico: El Financiero,  
México , 10 de marzo de 1990.

"Fomento Economico Mexicano S.A. de C.V.";  
B.M.V.: Información Financiera Trimestral  
4o. Informe de 1991.

"Fomento Economico Mexicano S.A. de C.V.";  
B.M.V.: Información Financiera Trimestral  
3o. Informe de 1990.

"Sistema de Consulta de Emisoras:VISA";  
Ejercicios de 1985 a 1990.  
B.M.V.

"Sistema de Consulta de Emisoras:FEMSA";  
Ejercicios de 1986 a 1990.  
B.M.V.

"Sistema de Consulta de Emisoras:GCERMO";  
Ejercicios de 1987 a 1990.  
B.M.V.