



**UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTONOMA DE MEXICO**

**ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS
PROFESIONALES ACATLAN**



**PROYECTO PARA EL MANEJO DE INVERSION EXTRANJERA
CAPTADA EN VALORES GUBERNAMENTALES, EN EL
DEPOSITO DE VALORES DE MEXICO**

(1995 - 1999)

T E S I S

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

P R E S E N T A :

JAIME SALGADO BECERRIL

NAUCALPAN, ESTADO DE MEXICO

1995

FALLA DE ORIGEN



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.

Dedicatoria

A mis padres:

**Salvador Salgado Bustamante y Evangelina Becerril López,
por los sabios consejos que me dieron y los grandes sacrificios que realizaron para
guiarme y apoyarme en cada una de las etapas y actividades de mi vida.**

A mis hermanos:

**Hector Manuel, Salvador y Victor Hugo,
por su motivación y confianza para la realización de mis objetivos personales.**

**A la Universidad Nacional Autónoma de México,
por recibirme en sus aulas de la Escuela Nacional de Estudios Profesionales Acatlán
y brindarme una valiosa formación profesional.**

A mis profesores,

por contribuir con sus conocimientos y experiencias a mi educación académica.

A mis amigos y compañeros de estudio,

por ser parte de una sana y enriquecedora competencia profesional.

A mi asesor:

**Lic. Francisco E. Madrazo Granados,
por contribuir con su tiempo, conocimientos, experiencias y amistad a mi formación
académica y profesional.**

A mis sinodales,

**por el tiempo que dedicaron a la revisión del presente trabajo de tesis y por
enriquecerlo con cada comentario.**

**A los directivos del Depósito de Valores de México,
por su autorización, apoyo y orientación para el desarrollo de la presente
investigación.**

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
I. MARCO TEÓRICO	4
II. MARCO CONCEPTUAL	17
II.1 Antecedentes de los depósitos de valores	17
II.2 Origen del Depósito de Valores de México	18
II.3 Objetivo, funciones e importancia del Depósito de Valores en el mercado mexicano	19
II.4 Instrumentos que se operan en el mercado de valores mexicano	27
II.4.1 Los valores gubernamentales, descripción y mecánica de operación	31
III. ESTUDIO DE MERCADO.....	40
III.1 Identificación del producto o servicio	40
III.2 Análisis de demanda.....	47
III.3 Análisis de oferta	56
III.4 Análisis de precios o tarifas	61
III.5 Análisis de comercialización.....	64
III.6 Aspectos legales	65

IV. ESTUDIO TÉCNICO	67
IV.1 Descripción del mecanismo de custodia.....	67
IV.2 Análisis de montos en custodia	68
IV.3 Descripción del mecanismo de transferencia.....	71
IV.4 Descripción del mecanismo de administración.....	81
IV.5 Análisis de volúmenes de operación.....	84
IV.6 Inversiones.....	88
IV.7 Análisis de costos y gastos.....	90
IV.8 Análisis de ingresos.....	93
V. ESTUDIO FINANCIERO.....	95
V.1 Presupuestos.....	95
V.2 Estado de Resultados y Estado de Origen y Aplicación de Recursos	101
V.3 Evaluación financiera.....	104
VI. EVALUACIÓN ECONÓMICA.....	114
VI.1 El sistema económico como marco actual del proyecto.....	114
VI.2 Factores condicionantes del sistema económico sobre el cálculo económico del proyecto	118
VI.3 Evaluación de los efectos del proyecto sobre variables del sistema económico.....	125
CONCLUSIONES.....	127
ANEXOS	
BIBLIOGRAFÍA	

INTRODUCCIÓN

La búsqueda de nuevos esquemas de operación que tengan por objeto minimizar costos e incrementar la transparencia y eficiencia del mercado bursátil mexicano ha motivado la demanda directa tanto de inversionistas nacionales como extranjeros porque el Depósito de Valores de México mejore e incremente la infraestructura necesaria para la custodia, administración y transferencia de sus valores.

Desde 1990, el Depósito de Valores ha recibido diversas solicitudes para que, a través de un nuevo mecanismo de operación, lleve a cabo *los servicios de custodia, administración y transferencia de los valores gubernamentales a sus depositantes extranjeros con cuenta directa*. Esto, debido a que este tipo de valores son los únicos que no se encuentran bajo la custodia del Depósito, obligando a los inversionistas extranjeros a contratar una relación adicional con un custodio para el manejo exclusivo de tales valores; lo que les implica problemas de registro y control de sus inversiones a la vez de mayores costos.

En ese sentido, el objetivo del presente trabajo es conocer la viabilidad técnica y económica del *proyecto para el manejo de inversión extranjera captada en valores gubernamentales, en el Depósito de Valores de México para el período de 1995 a 1999*; mismo que trata de dar solución a la demanda antes señalada. Además, se propone demostrar que los ingresos generados por el nuevo servicio permitirán contrarrestar, en cierta proporción, la disminución de los ingresos potenciales del Depósito de

Valores ante descensos del valor de mercado del monto en depósito de los valores de renta variable; posibilitando también, el aumento de los ingresos estimados al contar con una base de cobro mayor. Asimismo, se busca probar que la puesta en marcha del nuevo servicio permitirá a los actuales y futuros inversionistas extranjeros integrar sus portafolios de inversión en una sola institución (el Depósito de Valores de México), disminuir sus costos y simplificar su administración de cuentas.

El ensayo está estructurado en seis capítulos y un apartado de conclusiones. En el capítulo I se presenta el marco teórico que sustenta y dirige el trabajo. El segundo capítulo muestra los antecedentes que dieron origen al Depósito de Valores, cuál es su objetivo, sus funciones e importancia dentro del sistema financiero mexicano, asimismo se señalan los diversos instrumentos de inversión existentes en el mercado profundizando en las características y mecánica de operación de los valores gubernamentales. En el capítulo III, se identifica y caracteriza el producto o servicio que se planea ofrecer y se presentan los resultados de un estudio que nos permiten conocer las características de la demanda y la oferta del servicio, así como la posibilidad legal de ofrecerlo. En el capítulo IV, se describen los mecanismos de operación necesarios (infraestructura) para la puesta en práctica del nuevo servicio, así como los requisitos técnicos y económicos necesarios para el manejo del volumen estimado; continuando, en el capítulo V, con un estudio financiero que demuestra la viabilidad económica del proyecto y donde se determina la aceptación o rechazo de las hipótesis. En el capítulo VI se presentan algunos de los principales cambios en el sistema financiero mexicano, así como las expectativas sobre las principales variables macroeconómicas de México para 1995 a fin de medir

su impacto sobre los resultados y beneficios del proyecto que aquí se presentan.

Finalmente se presentan las conclusiones de la evaluación que indican que, bajo los parámetros iniciales, el proyecto es rentable al obtenerse una tasa interna de retorno del 49.9% y una tasa de rentabilidad de N\$12.21 por cada peso invertido, además de que la inversión se recupera en aproximadamente tres meses; obteniendo beneficios adicionales para el Depósito de Valores como contar con la custodia de la totalidad de los instrumentos que se negocian en el mercado mexicano, incrementar la cartera de depositantes, incrementar el nivel de ingresos, facilitar la integración de portafolios de inversión de sus depositantes extranjeros, etc. Sin embargo, se demuestra también que la tardía implantación del proyecto y los drásticos cambios en el sistema financiero mexicano afectan considerablemente la rentabilidad del proyecto. En ese sentido se finaliza con un breve análisis de las ventajas competitivas sobre las que el Depósito de Valores sustenta la viabilidad del proyecto.

Para tener un panorama más claro de las variables y para fundamentar las afirmaciones que se externan en el texto, se presentan figuras, cuadros y gráficos, además de un anexo estadístico. Es importante señalar que las cifras que aquí se presentan fueron determinadas en base a la situación económica y a las expectativas que se tenían sobre la economía mexicana a fines de 1994.

I. MARCO TEÓRICO

"El paradigma de por qué las naciones triunfan internacionalmente en determinados sectores está evidenciando síntomas de fatiga, después de haber imperado durante bastante tiempo. Hay un amplio historial de teorías para explicar las pautas de la producción y el comercio de las naciones, que se remonta a los trabajos de Adam Smith y David Ricardo en el siglo XVIII. No obstante, se ha convenido de forma general que estas teorías resultan ya inadecuadas para el cometido."¹

Hoy en día existen nuevos y dinámicos factores que obligan a la búsqueda de una nueva teoría para explicar la realidad: el *Cambio tecnológico*, la *Dotaciones comparables de factores*, la *Mundialización*, entre otros.

La nueva teoría de ventaja competitiva nacional en los sectores, arranca de unas premisas que se apartan considerablemente de una gran parte del trabajo anterior. La nueva teoría va más allá de la ventaja comparativa y llega a la ventaja competitiva de la nación; refleja un rico concepto de la competencia que comprende los mercados segmentados, los productos diferenciados, las diferencias en las tecnologías y las economías de escala; esta nueva teoría arranca de la premisa de que la competencia es dinámica y evolutiva; por lo que reconoce como elemento central la mejora y la innovación en los métodos y la tecnología; asimismo explica tanto el comercio como la inversión

¹ Porter, Michael E. *La Ventaja Competitiva de las Naciones*. Argentina 1991. Pg. 23

extranjera; finalmente, considera que el comportamiento de las empresas es parte integrante de la nueva teoría de la ventaja competitiva nacional.

Esta nueva teoría sostiene que son las empresas, no las naciones, quienes compiten en los mercados internacionales. Las empresas, por medio de la estrategia competitiva, tratan de definir y establecer un método para competir en un sector que sea rentable a la vez que sostenible.

"Dos asuntos esenciales sirven de base para la elección de una estrategia competitiva. El primero es la *estructura del sector* en el que compete la empresa. Los sectores difieren notablemente en la naturaleza de la competencia, y no todos los sectores ofrecen las mismas oportunidades para conseguir una rentabilidad sostenida. El segundo asunto esencial en la estrategia es el *posicionamiento dentro del sector*. Algunas posiciones son más rentables que otras, con independencia de lo que pueda ser la rentabilidad media del sector."²

"La estrategia competitiva debe ser fruto de una perfecta comprensión de la estructura del sector y de cómo está cambiando. En cualquier sector, tanto si es nacional como internacional, la naturaleza de la competencia se compone de cinco fuerzas competitivas: 1) la amenaza de nuevas incorporaciones, 2) la amenaza de productos o servicios sustitutivos, 3) el poder de negociación de los proveedores, 4)

² IDEM. Pg. 64

el poder de negociación de los compradores, y 5) la rivalidad entre los competidores existentes."³ (Véase Figura 1.1).

Figura 1.1

LAS CINCO FUERZAS COMPETITIVAS QUE DETERMINAN LA COMPETENCIA EN EL SECTOR



Las cinco fuerzas competitivas determinan la rentabilidad del sector porque conforman los precios que pueden cobrar las empresas, los costes que tienen que soportar, y las inversiones necesarias para competir en el sector.

El posicionamiento en un sector comprende el enfoque general de la empresa en lo que atañe a su forma de competir.

³ IDEM. Pg. 65

"En el centro del posicionamiento está la *ventaja competitiva*. A la larga, las empresas alcanzan el éxito con relación a sus competidores si cuentan con una ventaja competitiva sostenible. Hay dos tipos fundamentales de ventaja competitiva: *coste inferior* y *diferenciación*. El coste inferior viene dado por la capacidad de una empresa para diseñar, fabricar y comercializar un producto comparable más eficientemente que sus competidores. A precios iguales o parecidos a los de sus competidores, el coste inferior se traduce en rendimientos superiores."⁴

"La diferenciación es la capacidad de brindar al comprador un valor superior y singular en términos de calidad, características especiales y servicio posventa del producto. La diferenciación permite que una empresa pueda obtener un precio superior, lo que a su vez genera una rentabilidad igualmente superior, dando por sentado que los costes sean comparables a los de sus competidores."⁵

La ventaja competitiva de cualquiera de estos dos tipos se traduce en una productividad más alta que la de sus competidores. Cualquier estrategia de éxito debe prestar mucha atención a *ambos* tipos de ventaja aunque mantenga un evidente compromiso de alcanzar la superioridad en uno solamente.

⁴ IDEM. Pg. 68

⁵ IDEM. Pg. 69

"La otra variable importante en el posicionamiento es el *ámbito competitivo*, o la amplitud del objetivo de la empresa dentro del sector."⁶ Una de las razones de que el ámbito competitivo sea importante se debe a que los sectores están *segmentados*. Los segmentos son importantes porque frecuentemente tienen necesidades diferentes.

"El tipo de ventaja y el ámbito de ella pueden combinarse en la noción de *estrategias genéricas*, o diferentes enfoques para una actuación superior en un sector. Cada una de estas estrategias tipo, representadas en la Figura 1.2, representa un concepto fundamentalmente diferente de cómo competir."⁷

Figura 1.2

		ESTRATEGIAS GENÉRICAS	
		VENTAJA COMPETITIVA	
ÁMBITO COMPETITIVO		COSTE INFERIOR	DIFERENCIACIÓN
		OBJETIVO AMPLIO	LIDERAZGO EN COSTES
OBJETIVO REDUCIDO	CENTRADO EN COSTES	DIFERENCIACIÓN CENTRADA	

⁶ IDEM. Pg. 69

⁷ IDEM. Pg. 70

La ventaja competitiva se deriva de la forma en que las empresas organizan y llevan a cabo actividades discretas. "Las empresas crean valor para sus compradores por medio de la realización de estas actividades. Para conseguir ventaja competitiva respecto a sus rivales, una empresa ha de ofrecer un valor comparable al comprador pero llevar a cabo las actividades de forma más eficiente que sus competidores, o realizar las actividades de una forma peculiar que cree mayor valor para el comprador y permita obtener un sobreprecio."⁸

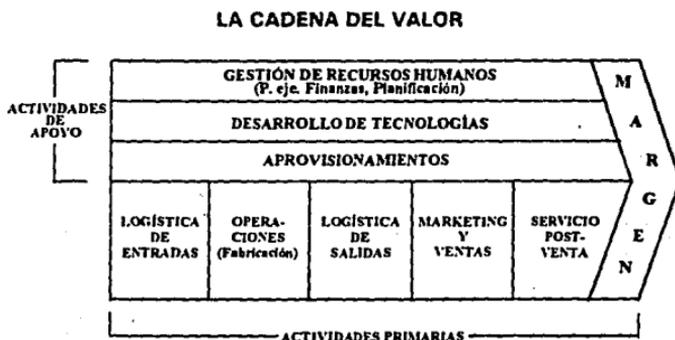
"Las actividades que se llevan a cabo al competir en un sector en particular se pueden agrupar por categorías tal como se muestra en la Figura 1.3; en lo que denomino la *cadena del valor*. Todas las actividades de la cadena del valor contribuyen a acrecentar el valor para el comprador. Las actividades pueden dividirse, a grandes rasgos, en dos grupos: aquellas que se refieren a la producción, comercialización, entrega y servicio posventa del producto, dentro de un plano cotidiano (actividades primarias) y aquellas que proporcionan recursos humanos, tecnología e insumos comprados, o funciones generales de infraestructura para apoyar las otras actividades. Cada actividad emplea insumos comprados, recursos humanos, alguna combinación de tecnologías y se aprovecha de la infraestructura de la empresa como la dirección general y la financiera."⁹

⁸ IDEM, Pg. 72

⁹ IDEM, Pg. 72

Las empresas consiguen ventaja competitiva al concebir nuevas formas de llevar a cabo sus actividades, emplear nuevos procedimientos, nuevas tecnologías o diferentes insumos.

Figura 1.3

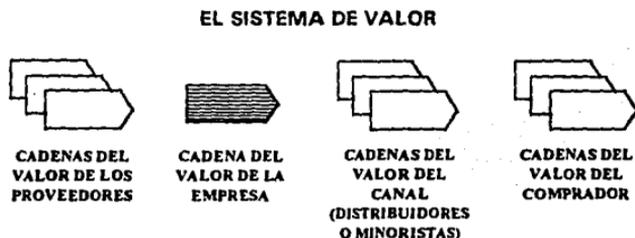


Una empresa es algo más que la suma de sus actividades. La cadena del valor de una empresa es un sistema interdependiente o red de actividades, conectado mediante *enlaces*. Los enlaces se producen cuando la forma de llevar a cabo una actividad afecta al coste o la eficiencia de otras actividades.

"La cadena del valor de una compañía para competir en determinado sector forma parte de una mayor corriente de actividades que se denomina el *sistema del valor* (véase Figura 1.4). El sistema del valor incluye a los proveedores que aportan insumos (tales como materias primas, componentes, maquinaria y servicios comprados) a la

materias primas, componentes, maquinaria y servicios comprados) a la cadena del valor de la empresa. En su camino hacia el comprador final, el producto de una empresa suele pasar por las cadenas del valor de los canales de distribución. En última instancia, los productos pasan a ser insumos comprados en las cadenas del valor de sus compradores, quienes utilizan los productos para llevar a cabo sus propias actividades."¹⁰

Figura 1.4



"Las empresas crean ventaja competitiva al percibir o descubrir nuevas y mejores formas de competir en un sector y trasladarlas al mercado, lo que en último extremo es un acto de innovación."¹¹

"Las causas más habituales de innovaciones que derivan ventaja competitiva son las siguientes: *nuevas tecnologías, nuevas o cambiantes necesidades del comprador, la aparición de un nuevo*

¹⁰ IDEM. Pg. 75

¹¹ IDEM. Pg. 78

segmento sectorial, el cambio en los costes o disponibilidad de los insumos, así como el cambio en las disposiciones gubernamentales."¹²

"La sustentabilidad de la ventaja competitiva depende de tres condiciones. La primera es la *fente* específica de la ventaja. Hay una jerarquía de fuentes de ventaja competitiva en términos de sustentabilidad. Las *ventajas de orden inferior*, tales como bajos costes de mano de obra o materias primas baratas, son relativamente fáciles de imitar."¹³

"Las *ventajas de orden superior*, tales como la tecnología de procesos propia de la empresa, la diferenciación de productos basada en productos o servicios singulares, la fama de la marca basada en esfuerzos de marketing acumulados, y las relaciones con los clientes protegidas por los altos costes que para éstos representaría el cambio de proveedor, son más duraderas. Las ventajas de orden superior están marcadas por unas cuantas características. La primera es que alcanzarlas requiere técnicas y capacidades más avanzadas, tales como personal especializado y con una elevada formación, capacidad técnica interna y, frecuentemente, unas estrechas relaciones con los clientes líderes."¹⁴ "La segunda, que las ventajas de orden superior normalmente dependen de un historial de inversiones sostenidas y

¹² IDEM. Pg. 79 y 80

¹³ IDEM. Pg. 84

¹⁴ IDEM. Pg. 84

acumuladas en instalaciones materiales y en aprendizaje, investigación y desarrollo o marketing frecuentemente bastante arriesgadas."¹⁵

Las ventajas competitivas de orden superior no son más sustentables sino que suelen estar asociadas a niveles superiores de productividad.

"El segundo determinante de la sustentabilidad es el *número diferente de fuentes de ventaja* de que dispone la empresa. Si una empresa depende exclusivamente de una ventaja, como pudiera ser un diseño de un producto inherentemente menos costoso o la disponibilidad de materia prima barata, los competidores se centrarán en anular o superar esa ventaja."¹⁶

"La tercera razón y más importante de que se mantenga la ventaja competitiva se basa en la *mejora y el perfeccionamiento constantes*. Con objeto de mantener su ventaja la empresa debe ser un blanco móvil y crear nuevas ventajas al menos tan difíciles como sus competidores puedan imitar las antiguas."¹⁷

La primer tarea es mejorar incesantemente la actuación de la empresa respecto a sus ventajas existentes. Esto hace que los competidores tropiecen con mayores dificultades para anularlas. Mantener la ventaja exige que se amplíen y mejoren sus fuentes,

¹⁵ IDEM. Pg. 84

¹⁶ IDEM. Pg. 85

¹⁷ IDEM. Pg. 85

elevándolas en la escala jerárquica hasta tipos más sustentables. Mantener la ventaja exige cambios. Exige que la empresa explote las tendencias del sector, en lugar de desentenderse de ellas; y protegerse de los mecanismo de ataque de la competencia.

Cada nación posee, en mayor o menor grado, lo que los economistas han dado en denominar *factores de producción*. Los factores de producción no son nada más que los insumos necesarios para competir en cualquier sector. Los factores pueden agruparse en unas cuantas categorías genéricas: recursos humanos, recursos físicos (tierra, agua, yacimientos minerales, reservas madereras, fuentes de energía hidroeléctrica, zonas pesqueras y otros recursos materiales), recursos de conocimiento (conocimientos científicos, técnicos y de mercado que importen para los bienes y servicios), recursos de capital, e infraestructura.

La ventaja competitiva que se deriva de los factores depende del *grado de eficiencia y efectividad con que se despliegan*. No solamente el *cómo* sino también el *dónde* se utilicen los factores es crucial en una economía.

Para comprender el perdurable papel de los factores en la ventaja competitiva, cada vez se hace más necesario diferenciar entre los tipos de factores.

"Dos distinciones particularmente importantes destacan entre todas. La primera es entre factores básicos y avanzados. Los *factores básicos* comprenden los recursos naturales, el clima, la situación geográfica, la mano de obra no especializada y semiespecializada y los recursos ajenos a largo plazo. Los *factores avanzados* comprenden la moderna infraestructura digital de comunicación de datos, el personal altamente especializado, tales como ingenieros titulados y los científicos informáticos y los institutos universitarios de investigación en disciplinas complejas."¹⁸

"Los factores avanzados son ahora los más significativos para la ventaja competitiva. Son necesarios para conseguir ventaja competitiva de orden superior, tales como productos diferenciados y tecnología de producción propia. Son más escasos porque su desarrollo exige inversiones cuantiosas y frecuentemente sostenidas de capital, tanto humano como monetario."¹⁹

"La segunda distinción importante entre factores de producción es su especificidad. Los factores *generalizados* incluyen la red de carreteras, una provisión de recursos ajenos o una dotación de empleados bien motivados con formación universitaria. Pueden utilizarse en una amplia gama de sectores. Los factores *especializados* comprenden personal con una formación muy específica, infraestructura

¹⁸ IDEM. Pg. 117

¹⁹ IDEM. Pg. 118

con propiedades peculiares, bases de conocimiento en unos campos en particular y otros factores pertinentes para una limitada gama de sectores o incluso para uno solo de estos."²⁰

"La ventaja competitiva más significativa y sustentable se produce cuando una nación [o una empresa] cuenta con los factores necesarios para competir en un sector en particular y dichos factores son, a la vez, avanzados y especializados. Por el contrario, la ventaja competitiva basada en factores básicos y/o generalizados es rudimentaria y frecuentemente efímera."²¹

"Los factores más importantes para conseguir la ventaja competitiva más sustentable y de orden superior, los más avanzados y especializados se crean."²²

Por su enfoque más específico y práctico hacia el desarrollo de una empresa, pero sin olvidar la importancia de su entorno, se optó por la Teoría de las Ventajas Competitivas para sustentar y dirigir el presente proyecto.

²⁰ IDEM. Pg. 119

²¹ IDEM. Pg. 120

²² IDEM. Pg. 121

II. MARCO CONCEPTUAL

II.1 Antecedentes de los depósitos de valores

Los esfuerzos orientados a facilitar, agilizar y reducir costos y riesgos en las operaciones bursátiles, así como a mantener un mejor control de las transacciones efectuadas en el mercado y de los valores²³ o instrumentos objeto de las mismas, dieron por resultado el surgimiento de diversas instituciones cuya finalidad común ha sido la inmovilización física de valores mediante su depósito en ellas. Estas instituciones son los denominados Depósitos de Valores²⁴.

"Países como Austria y Alemania en 1872, Francia en 1941, Corea en 1955, Estados Unidos a principios de la década de los sesentas, así como en Bélgica y Canadá en 1970, por citar algunos, no solo reconocieron la necesidad de la existencia de los Depósitos de Valores, sino que realizaron las modificaciones legales y operativas para su creación. Lo anterior facilitó y agilizó la circulación de valores en el mercado mediante su transferencia, a través de asientos contables (registros electrónicos) de cuenta a cuenta, sin necesidad de hacer el traslado físico de los títulos, además de permitir abatir los costos de operación sobre los valores objeto de transacción."²⁵

²³ Por valor se entenderá al título de derecho o crédito, emitido en serie o en masa, destinado generalmente para su colocación pública; evidencia un derecho, si es acción, o deuda, si es bono, de una empresa o de una entidad gubernamental.

²⁴ Será indiferente usar los términos "Depósito", "Depósito de Valores" o "institución para el depósito de valores", al referirnos al Depósito de Valores de México.

²⁵ El Depósito de Valores de México. Folleto promocional. México, 1990. Pg.5.

En México, en enero de 1975, se expidió la Ley del mercado de valores, con el objetivo fundamental de propiciar un marco institucional adecuado para el desarrollo y fortalecimiento del mercado bursátil.

Entre las disposiciones que comprende esta Ley, se previó la necesidad de constituir depósitos centralizados de valores (capítulo Sexto, artículo 54), siendo éste el antecedente más remoto del Depósito de Valores en México.

II.2 Origen del Depósito de Valores de México

La gran dinámica bursátil registrada en el lapso 1977-1980 en México, provocó una creciente complejidad de las operaciones, por su cuantía y modalidades. Debido a esto, se consideró oportuno crear el organismo que complementaría la infraestructura del mercado bursátil mexicano, para coadyuvar a las operaciones con valores, haciéndolas más seguras, económicas y expeditas.

El 28 de abril de 1978, se constituyó legalmente el primer Depósito de Valores en México como organismo gubernamental con personalidad jurídica y patrimonio propio. Siendo en octubre de 1979 cuando la institución empezó a recibir títulos en depósito.

Posteriormente, el 21 de julio de 1987, se publicó en el Diario Oficial de la Federación la privatización de los servicios del Depósito de Valores, para dedicarse a operar como sociedad privada. La nueva sociedad comenzó a operar como tal el 1º de octubre siguiente²⁶.

II.3 Objetivo, funciones e importancia del Depósito de Valores en el mercado mexicano

El objetivo fundamental del Depósito de Valores es contribuir al funcionamiento del mercado de valores de México mediante la adecuada prestación de los servicios de custodia²⁷, administración²⁸, compensación²⁹, liquidación³⁰ y transferencia³¹ de valores, a través de la inmovilización física de los títulos.

²⁶ Con el fin de guardar el anonimato de las instituciones que autorizaron la publicación de las cifras y datos para la realización del presente estudio se omitirá su nombre real.

²⁷ Se entenderá por custodia el servicio de guarda física de los valores y/o su registro electrónico en un banco o en una institución para el depósito de valores, en la cual el banco o el Depósito (según sea el caso) asume la responsabilidad por los valores en depósito.

²⁸ Se entenderá por administración el servicio de pago de los ejercicios de derechos, en especie o en efectivo, que devengan sobre los valores que se tienen en depósito.

²⁹ Se entenderá por compensación el mecanismo de determinar contablemente los importes y volúmenes a intercambiar de dinero y valores entre las contrapartes de una operación.

³⁰ Se entenderá por liquidación el complemento de una transacción, es decir, el mecanismo para que los valores sean traspasados a la(s) cuenta(s) de valores del nuevo propietario de los mismos y el efectivo acreditado a la(s) cuenta(s) de la contraparte correspondiente.

³¹ Se entenderá por transferencia el cambio de propiedad de valores. En el caso del Depósito de Valores el cambio de propiedad se hará por el procedimiento de giro o transferencia de cuenta a cuenta, mediante asientos en los registros de la institución.

Desde su origen, la Ley del mercado de valores (capítulo Sexto, artículo 57) estableció, en términos generales, las siguientes funciones para los depósitos de valores:

- I. El servicio de depósito de valores, títulos y documentos a ellos asimilables.
- II. La administración de los valores que se les entreguen en depósito.
- III. El servicio de transferencia, compensación y liquidación sobre operaciones que se realicen respecto de los valores materia de depósito.
- IV. Administración de garantías.

Otras disposiciones establecidas y que permiten que las funciones se lleven a cabo de manera eficiente son:

- Las casas de bolsa están obligadas a depositar en la institución para el depósito de valores los títulos que tengan por cuenta propia o de terceros; con lo cual se contribuye a lograr un mayor control sobre la intermediación financiera, protegiendo los intereses de los inversionistas³².

³² Para información más específica revisar el artículo 22, fracción V., inciso b). de la Ley del mercado de valores de 1993.

- Los valores nominativos depositados deberán ser endosados en administración a la institución³³. Este tipo de endoso tiene como única finalidad justificar la tenencia de los valores y el ejercicio de las funciones señaladas al instituto para el depósito de valores, sin constituir en su favor ningún derecho distinto a los expresamente consignados al mismo³⁴.

- La transferencia de valores depositados se hará por el procedimiento de giro o transferencia de cuenta a cuenta, mediante asientos en los registros de la institución; permitiendo así que los valores, objeto de transacciones, se encuentren inmovilizados, eliminando los riesgos que implica su traslado físico³⁵.

- La institución para el depósito de valores restituirá a los depositantes, títulos del mismo valor nominal, especie y clase de los que sean materia del depósito; lo cual, conocido como fungibilidad, permite la custodia global de los valores y facilita su retiro³⁶.

³³ Cabe señalar que todos los valores en custodia son nominativos, ya que desde 1982 se prohibió la emisión de valores al portador.

³⁴ Para información más específica revisar el artículo 67 de la Ley del mercado de valores de 1993.

³⁵ Para información más específica revisar el artículo 67 de la Ley del mercado de valores de 1993.

³⁶ Para información más específica revisar el artículo 71 de la Ley del mercado de valores de 1993.

- El Depósito de Valores deberá mantener en todo momento la guarda del secreto bursátil, que consiste en que la institución solo debe proporcionar información sobre los depósitos y operaciones al propio depositante y asegurar su confidencialidad³⁷.
- Las autoridades gubernamentales aseguran la supervisión y vigilancia del Depósito de Central de Valores por medio de la Comisión Nacional de Valores, a quien deberá proporcionar toda la información y documentos necesarios para ello³⁸.

Por sus funciones en las actividades *posteriores* a las operaciones de compraventa de valores, asegurando y haciendo más expeditas las operaciones; el Depósito de Valores es un elemento de vital importancia en la infraestructura del mercado de valores, el cual pertenece al sistema financiero mexicano.

"El sistema financiero mexicano es un conjunto orgánico de instituciones que generan, recogen, administran, orientan y dirigen tanto el ahorro como la inversión, constituyendo el gran mercado donde se ponen en contacto oferentes y demandantes de recursos monetarios. El propósito fundamental que se plantea es la asignación eficiente del ahorro de una economía en las actividades productivas".³⁹

³⁷ Para información más específica revisar el artículo 72 de la Ley del mercado de valores de 1993.

³⁸ Para información más específica revisar el artículo 58 de la Ley del mercado de valores de 1993.

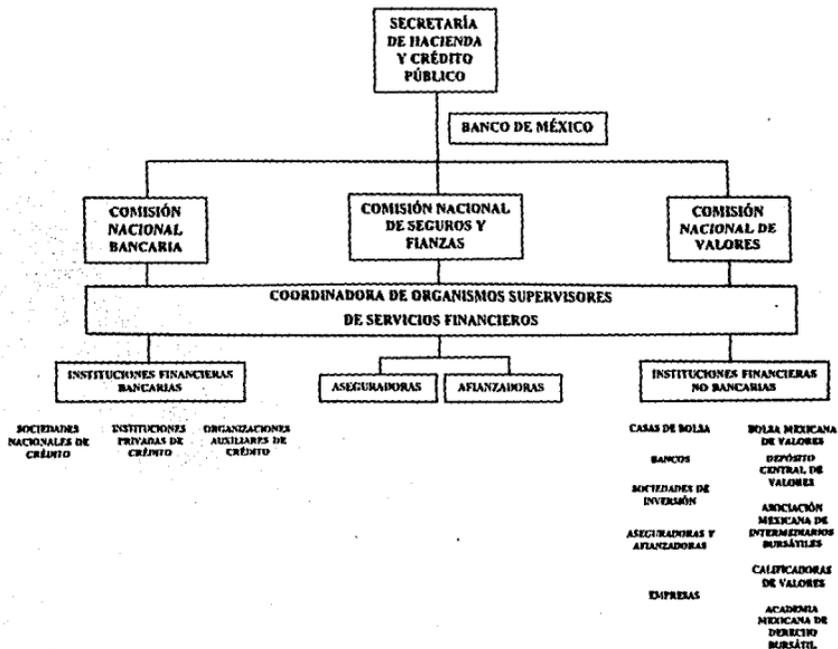
³⁹ Bolsa Mexicana de Valores. El mercado de valores. México, 1989. Pg. 8.

En la actualidad, la estructura del sistema financiero mexicano se encuentra en un acelerado proceso de transformación en respuesta tanto a las necesidades internas como a los cambios que implica la globalización de los sistemas financieros internacionales. Ejemplo de ello es la creación de los grupos financieros; la necesidad de conocer, además del precio o el rendimiento, la calidad del papel que se compra o vende; etc.

En la Figura 2.1 pueden apreciarse las entidades que en conjunto constituyen el sistema financiero mexicano, incluyéndose aquellas que ejercen funciones de regulación y vigilancia, las que desarrollan propiamente las funciones operativas del mercado y las que sirven de apoyo a cualquiera de las anteriores.

FIGURA 2.1

EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



FUENTE: - Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. Inducción al mercado de valores. México, 1994.
 - Bolsa Mexicana de Valores. El mercado de valores. México, 1989.

Separando, dentro del sistema financiero mexicano, nos encontramos con el denominado mercado de valores que "es el conjunto de instituciones y mecanismos que permiten realizar la emisión, colocación y distribución de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores"⁴⁰. El mercado de valores es una fuente importante de financiamiento para la empresa mexicana y el Gobierno Federal, así como una opción segura y atractiva para el inversionista nacional y extranjero.

En la Figura 2.2 se pueden distinguir las entidades que intervienen en el funcionamiento del mercado de valores, las cuales pueden clasificarse, al igual que en el sistema financiero, en tres grupos: las reguladoras, las operativas y las de apoyo (grupo al que pertenece el Depósito de Valores).

Como se puede observar, el Depósito de Valores, como organismo de apoyo y por sus funciones especiales en las actividades *posteriores* a las operaciones de compraventa de valores, es un elemento de vital importancia en el funcionamiento y desarrollo del mercado de valores mexicano.

⁴⁰ Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A.C. (AMIB). Inducción al mercado de valores. México, 1994. Pg. 19.

FIGURA 2.2

EL MERCADO DE VALORES



II.4 Instrumentos que se operan en el mercado de valores mexicano

Los instrumentos de ahorro e inversión propios del mercado de valores son muy diversos y cada uno posee determinadas características que, en sí, responden a ciertas necesidades de las entidades emisoras y del público inversionista. Sin embargo, considerando el riesgo y el plazo de negociación de los valores, éstos se clasifican en instrumentos del mercado de capitales, del mercado de dinero y del mercado de metales (véase Figura 2.3).

- a) El Mercado de Capitales tiene como característica fundamental que la oferta y la demanda de recursos es a mediano y largo plazos (mayor a un año), donde sus demandantes, empresas o instituciones, normalmente los solicitan para la formación de capital fijo. A su vez éste se clasifica en sector de renta variable y sector de renta fija.

El sector de renta variable agrupa a los instrumentos cuyo rendimiento no se conoce y puede incluirse, no existir o ser pérdida. El sector de renta fija o predeterminada engloba aquellos instrumentos que permiten a sus poseedores el derecho de recibir un rendimiento preestablecido en un plazo definido.

FIGURA 2.3

INSTRUMENTOS DEL MERCADO MEXICANO

MERCADO DE CAPITALES

RENTA VARIABLE

- Acciones de empresas industriales, comerciales y de servicios.
- Acciones de aseguradoras y afianzadoras.
- Acciones de casas de bolsa.
- Acciones de bancos.
- Acciones de grupos financieros.
- Acciones de sociedades de inversión.
- Warrants (sobre acciones, índices o canastas accionarias).
- Bonos bancarios indexados.

RENTA FIJA

- Obligaciones de empresas industriales, comerciales y de servicios.
- Obligaciones subordinadas.
- Bonos de renovación urbana.
- Bonos bancarios de desarrollo.
- Bonos bancarios de infraestructura.
- Bonos bancarios para la vivienda.
- Certificados de participación inmobiliaria.
- Pagaré a mediano plazo.
- Pagaré financiero.

MERCADO DE DINERO

- Certificados de la tesorería de la federación.
- Bonos de desarrollo del gobierno federal.
- Bonos de la tesorería de la federación.
- Bonos ajustables del gobierno federal.
- Papel comercial (avalado, quirografario o indizado).
- Aceptaciones bancarias.
- Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento.
- Pagaré a mediano plazo (avalado, quirografario o indizado).
- Bonos bancarios de desarrollo industrial.
- Certificados de participación ordinarios amortizables.
- Credibures.

MERCADO DE METALES

- Centenarios.
- Onzas troy de plata.
- Certificados de plata.

FUENTE: - Asociación Mexicana de Intermediarios B.
Inducción al mercado de valores.
México, 1994.
- Banco Mexicano de Valores.
El mercado de valores.
México, 1989.
- Banco Mexicano de Valores.
Indicadores bursátiles. (Varios).

- b) El Mercado de Dinero tiene por característica ser una actividad crediticia a corto plazo (menor a un año, y en ocasiones inferiores a un mes), en donde los oferentes invierten sus fondos con la expectativa de recuperarlos con prontitud, y los demandantes los requieren para tener equilibrados sus flujos de recursos⁴¹.

- c) El Mercado de Metales involucra las operaciones realizadas con metales amonedados (centenario de oro y onza troy de plata) o documentos respaldados por algunos de ellos (ceplatas). Debido a que la utilidad obtenida por la negociación con estos instrumentos es una función del valor de los metales en el mercado, este mercado es de renta variable.

Inicialmente, los valores bajo la custodia y administración del Depósito de Valores fueron títulos accionarios, incorporándose más adelante los instrumentos de deuda que cotizaban en Bolsa. Posteriormente, en 1990, como resultado de las disposiciones del Banco Central del país⁴², se comenzó a recibir en custodia los instrumentos del mercado bancario de

⁴¹ El día 20 de mayo de 1993, el presidente Carlos Salinas de Gortari envió al Congreso de la Unión seis iniciativas de reforma. Cinco de ellas con el objeto de modificar las diversas leyes que rigen el sistema financiero, de manera que las instituciones que lo componen estén en posibilidad de contribuir a acrecentar la captación del ahorro nacional. La sexta iniciativa propone introducir adecuaciones al esquema legal actualmente aplicable a los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). Esta iniciativa tiene como objetivo permitir que los CETES puedan ser emitidos a un plazo mayor a un año, y se pueda en ellos pactar intereses.

En base a lo anterior y con el conocimiento de la existencia de instrumentos del mercado de dinero como los Bonos, Ajustabonos, pagaré a mediano plazo, etc. con emisiones a plazos mayores de un año, es obvia e imperiosa la necesidad de redefinir las características de los instrumentos que se deberán considerar como del mercado de dinero a fin de evitar confusiones y contradicciones en la clasificación de los mismos.

⁴² El Banco Central del país es el Banco de México, cuya abreviación es Banxico.

dinero; siendo los valores gubernamentales⁴³ (cetes, bondes, tesobonos, ajustabonos) los únicos que actualmente no se encuentran depositados en la institución para el depósito de valores.

⁴³ Es importante aclarar que aún cuando existen otros valores que son gubernamentales por haber sido emitidos por instituciones de gobierno como los BIB's (emitidos por la SHCP en 1982), los BONDIS (emitidos por NAFINSA en 1989), etc.; los instrumentos denominados CETES, BONDES, TESOBONOS y AJUSTABONOS se han clasificado como valores gubernamentales por tener la característica común de ser emitidos por el Gobierno Federal por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y utilizando a Banco de México como agente exclusivo colocador. Por otra parte, puede existir la confusión de cómo llamar a los valores gubernamentales: valores o bonos. Lo correcto es valores. No es correcto, aunque es común, decir bonos (aún cuando los BONDES, TESOBONOS y AJUSTABONOS incluyan la palabra bonos) porque implica hablar de instrumentos a largo plazo y con otras características propias de instrumentos denominados bonos, como los Bonos de Indemnización Bancaria, los Bonos Bancarios de Infraestructura, etc.

II.4.1 Los valores gubernamentales, descripción y mecánica de operación

Los valores gubernamentales son "títulos-valor⁴⁴ que emite el Gobierno Federal y que generan un interés pagadero periódicamente y una garantía que está respaldada como rentas o fondos del patrimonio nacional (petróleo, reservas del Banco Central, etc.)."⁴⁵

Los actuales valores gubernamentales en circulación son: los certificados de la tesorería de la federación (cetes), bonos de la tesorería de la federación (tesobonos), bonos de desarrollo del Gobierno Federal (bondes) y los bonos ajustables del Gobierno Federal (ajustabonos)⁴⁶.

Tales instrumentos se clasifican, por sus características de riesgo y plazo, dentro del mercado de dinero; y por riesgo únicamente como instrumentos de renta fija. Sin embargo, en la actualidad instrumentos como los cetes, bondes y los ajustabonos se emiten a plazos mayores a un año.

⁴⁴ Los valores gubernamentales no existen físicamente, es decir, no existe un título que los respalde, estos sólo existen en registros en libros que lleva el Banco de México al ser el único emisor de los mismos.

⁴⁵ Bolsa Mexicana de Valores. Folletos Promocionales de los Valores Gubernamentales (varios).

⁴⁶ Los Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES), que también eran considerados como valores gubernamentales, y cuya característica principal era la de ser títulos de crédito denominados en base al dólar controlado y ofrecer una tasa garantizada en dólares, dejaron de ser emitidos en diciembre de 1991, para en febrero de 1992 ser amortizadas las últimas emisiones que estaban en circulación.

Las principales características de estos instrumentos son las que se muestran en el Cuadro 2.1

Cuadro 2.1

CARACTERÍSTICAS PARTICULARES DE LOS VALORES GUBERNAMENTALES

INSTRUMENTOS	CERTIFICADOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN	BONOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN	BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL	BONOS AJUSTABLES DEL GOBIERNO FEDERAL
CONCEPTO	Título de crédito al portador en los que se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal a pagar su valor nominal al vencimiento.	Títulos de crédito denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar, en una fecha determinada, una suma en moneda nacional, equivalente al valor de la moneda extranjera, calculada al tipo de cambio libre a la venta.	Títulos de crédito a largo plazo, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de pagar a su vencimiento una cantidad determinada de dinero, así como intereses cada 28 días.	Títulos de crédito a largo plazo, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de pagar una suma determinada de dinero a su vencimiento, determinable en relación al índice nacional de precios al consumidor (INPC) y que devengan además intereses.
NOMBRE SIMPLIFICADO	CETES	TESOBONOS	BONDES	AJUSTABONOS
EMISOR	Gobierno Federal por conducto de la SHCP y utilizando a Banco de México como agente colocador exclusivo.	Gobierno Federal por conducto de la SHCP y utilizando a Banco de México como agente colocador exclusivo.	Gobierno Federal por conducto de la SHCP y utilizando a Banco de México como agente colocador exclusivo.	Gobierno Federal por conducto de la SHCP y utilizando a Banco de México como agente colocador exclusivo.
PRIMERA EMISIÓN	Enero de 1978.	6 de julio de 1989.	13 de octubre de 1987.	20 de julio de 1989.
DESTINO Y OBJETIVO DE LOS RECURSOS CAPTADOS	Financiamiento del Gobierno Federal, regulación monetaria y de tasas de interés.	Apoyar el financiamiento del Gobierno Federal y como protección cambiaria.	Apoyar el financiamiento del Gobierno Federal.	Apoyar el financiamiento del Gobierno Federal y como protección contra la inflación.
GARANTÍA	Respaldo absoluto del Gobierno Federal.	Respaldo absoluto del Gobierno Federal.	Respaldo absoluto del Gobierno Federal.	Respaldo absoluto del Gobierno Federal.
CUSTODIO	Banco de México.	Banco de México.	Banco de México.	Banco de México.

Cuadro 2.1 (Continuación)

INSTRUMENTOS	CERTIFICADOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN	BONOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN	BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL	BONOS AJUSTABLES DEL GOBIERNO FEDERAL
CARACTERÍSTICAS				
DENOMINACIÓN	Se denominan en Moneda Nacional y su valor nominal es de N\$10.00 cada uno o sus múltiplos.	Se denominan en mil dólares americanos (\$1,000.00 U.S.A.) o sus múltiplos en dicha divisa.	Se denominan en Moneda Nacional y su valor nominal es de N\$100.00 cada uno o sus múltiplos.	Se denominan en Moneda Nacional y su valor nominal es de N\$100.00 cada uno. El valor nominal del título se ajusta con el INPC.
MONEDA EN QUE SE NEGOCIA	Moneda Nacional (M.N.).	Dólares de los Estados Unidos de Norteamérica, pagaderos en M.N.	Moneda Nacional (M.N.).	Moneda Nacional (M.N.).
PLAZO DE VENCIMIENTO	Semanalmente el Banco de México coloca a plazos de 28, 91 y 182 días, así como a uno y dos años.	Semanalmente el Banco de México coloca a un plazo de 28 días, por lo general.	Cada emisión tendrá su propio plazo, en múltiplos de 28 días. Actualmente, los bonos se colocan en plazos de 1 a 2 años.	Se colocan a plazos mayores de 1 año, en la actualidad se están colocando en plazos de 3 a 5 años.
BURSATILIDAD	Muy alta.	Media.	Alta.	Alta.
RENDIMIENTO	Los cotes se colocan a descuento, y otorgarán a sus tenedores un rendimiento producto del diferencial entre el precio de adquisición y su valor de redención (al el inversionista los mantiene hasta su vencimiento), o su precio de venta (si el inversionista opta por venderlos antes de su fecha de amortización). Las tasas dependen del mercado.	Los tesobonos se colocan a descuento y otorgarán a sus tenedores un rendimiento producto del diferencial entre el precio de adquisición y su valor de redención, o su precio de venta, además, del incremento debido a la variación del tipo de cambio.	Los bonos se colocan a precio el cual podrá estar por arriba o por abajo de su valor nominal. Su rendimiento proviene del diferencial entre el precio de adquisición y su valor de redención, o su precio de venta. Otorgan además, un interés que devenga sobre su valor nominal pagadero cada 28 días.	Los ajustabonos se colocan a precio, el cual puede estar por arriba o por abajo de su valor nominal. Su rendimiento proviene del diferencial entre el precio de adquisición y su valor de redención, o su precio de venta. Además, pagan el interés que devengan sobre su valor ajustado.
RÉGIMEN FISCAL	Persona física exente, persona moral acumulable, extranjeros exentos.	Persona física exente, persona moral acumulable, extranjeros exentos.	Persona física exente, persona moral acumulable, extranjeros exentos.	Persona física exente, persona moral acumulable, extranjeros exentos.
INTERMEDIARIOS QUE LOS NEGOCIAN	Casas de bolsa e Instituciones de Crédito.	Casas de bolsa e Instituciones de Crédito.	Casas de bolsa e Instituciones de Crédito.	Casas de bolsa e Instituciones de Crédito.
TIPOS DE OPERACIONES	Compra y reporte.	Compra y reporte.	Compra y reporte.	Compra y reporte.

Cuadro 2.1 (Continuación)

INSTRUMENTOS CARACTERÍSTICAS	CERTIFICADOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN	BONOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN	BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL	BONOS AJUSTABLES DEL GOBIERNO FEDERAL
POSIBLES ADQUIRIENTES	Personas físicas o morales, nacionales y extranjeras, e inversionistas institucionales, de acuerdo a su régimen jurídico.	Personas físicas o morales, nacionales y extranjeras, e inversionistas institucionales, de acuerdo a su régimen jurídico.	Personas físicas o morales, nacionales y extranjeras, e inversionistas institucionales, de acuerdo a su régimen jurídico.	Personas físicas o morales, nacionales y extranjeras, e inversionistas institucionales, de acuerdo a su régimen jurídico.
NORMATIVIDAD	Decreto del 28 de noviembre de 1977, Circular 10-79 de la CNV y Ley del Mercado de Valores (LMV).	Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, LMV; Disposiciones de Carácter General emitidas por la autoridad y Circular 10-123 de la CNV.	Circular 10-99 de la CNV y Bancxico.	Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, LMV; Disposiciones de Carácter General emitidas por la autoridad y Circular 10-123 de la CNV.
INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA	Con este instrumento nace el Mercado de Dinero en México. Los miércoles de cada semana se realiza una emisión.	El Banco de México actuará como agente exclusivo del Gobierno Federal para la redención de los títulos y, en su caso para el pago de los intereses que devenguen.	La máxima tasa bruta autorizada será aquella para depósitos a plazo fijo en bancos a 30 días, vigente al mismo período.	Valor ajustado. Durante la vigencia de los títulos, su valor se ajustará en cada período de interés, incrementándose o disminuyendo su valor nominal en la misma proporción en que lo hace el INPC, publicado por el Banco de México.

Fuente: Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A.C. Inducción al Mercado de Valores (México, 1994) y Operación del Mercado de Valores en México (México, 1992).

Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C. Instrumentos Financieros del Mercado de Dinero. México, 1992.

Al 31 de diciembre de 1994, el monto total en circulación de cetes fue de 72,595.0 millones de nuevos pesos; de 30,855.0 millones de nuevos pesos en ajustabonos⁴⁷; de 271,823.2 millones de nuevos pesos en tesobonos; y de 9,350.0 millones de nuevos pesos en bondes; lo que nos da un total de 384,623.2 millones de nuevos pesos en circulación en valores gubernamentales.

Es importante resaltar que durante los últimos 5 años los montos emitidos de valores gubernamentales han seguido una tendencia a la baja, la tasa media de crecimiento del monto total emitido en valores gubernamentales, para el período de 1990 a 1994 es de -8.83% (véase Gráfico 2.1). Esto ha repercutido, junto con las amortizaciones de emisiones vigentes, en los montos en circulación; de 1989 a 1990 el monto total en circulación de valores gubernamentales (a diciembre de cada año) se incrementó en un 21.68%, de 1990 a 1991 disminuyó en 0.18%, de 1991 a 1992 disminuyó 10.38%, de 1992 a 1993 aumentó 32.24% y de 1993 a 1994 aumentó en un 94.06% (véase Gráfico 2.2).

⁴⁷ Los Bonos Ajustables del Gobierno Federal (AJUSTABONOS), dejaron de ser emitidos en agosto de 1992, para volverse a emitir en agosto de 1993. Esto fue debido a un período de análisis y cautela por parte de todas las instituciones del medio, después de los problemas que surgieron con la operación de tales instrumentos en 1992.

Gráfico 2.1

EVOLUCIÓN DE LOS MONTOS EMITIDOS DE VALORES GUBERNAMENTALES 1989-1994

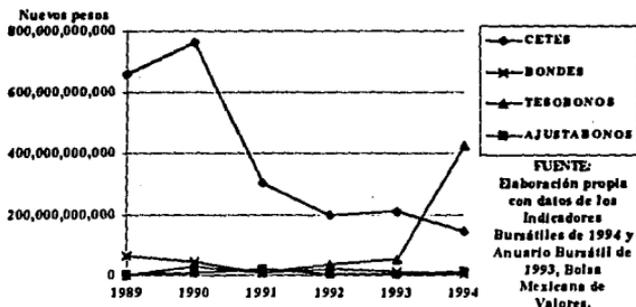
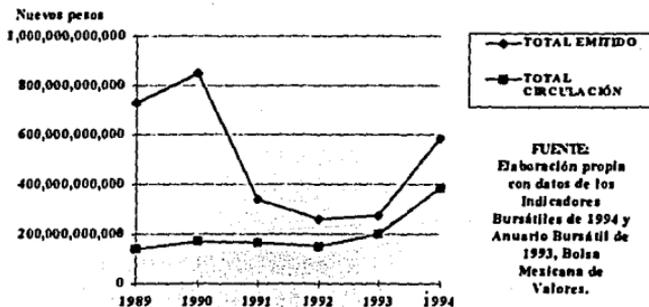


Gráfico 2.2

EVOLUCIÓN DE LOS MONTOS TOTALES EMITIDOS Y EN CIRCULACIÓN DE VALORES GUBERNAMENTALES 1989-1994



Estos dos últimos aumentos tan fuertes en los montos en circulación, principalmente en 1994, se debieron básicamente a que el gobierno emitió altos montos en tesobonos ante la incertidumbre económica y política del país y la gran demanda por un instrumento que brindara protección cambiaria, además del rendimiento pactado.

De igual manera, aún cuando las tasas de rendimiento de estos instrumentos han sido positivas y altas, su tendencia ha sido a la baja (véase Gráfico 2.3). Es importante señalar que, como promedio anual, las tasas reales de rendimiento de los valores gubernamentales han sido positivas; considerando que instrumentos como los tesobonos y ajustabonos, por sus características aseguran, además de un rendimiento, protección cambiaria o inflacionaria, respectivamente.

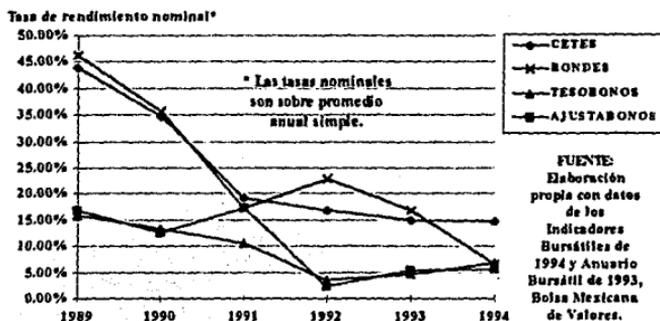
Cabe señalar que en 1991, los valores gubernamentales ajustabonos, bondes y cetes obtuvieron la categoría "Ready Market"⁴⁸ otorgada por la Securities and Exchange Commission⁴⁹ de los Estados Unidos.

⁴⁸ La categoría o status "ready market" dá a los intermediarios con posición en dichos valores el beneficio de recibir un trato favorable para el cálculo del capital neto; es decir, podrán contabilizar los valores para efectos de capitalización al 100% (esto bajo la Regla 15c3-1 de la U.S. Securities Exchange Act de 1934, the "net capital rule"). Los criterios para que un instrumento de deuda obtenga la categoría "ready market" son: que sea emitido como una obligación de un gobierno soberano, que tenga una fecha de vencimiento, que no existan retrasos en los pagos del principal e intereses y, que esté clasificado (implícita o explícitamente) en una de las cuatro más altas categorías de calificaciones de por lo menos dos importantes calificadoras de valores. La calificadora Duff & Phelps Credit Rating Co. (Duff & Phelps) dió a los cetes la calificación D-1+ y la calificadora Standard & Poor's Corporation ("S&P") le dió la calificación A-1+. (Para valores de corto plazo, las cuatro categorías de más altas calificaciones según Duff & Phelps son D-1+, D-1, D-1- y D-2; mientras que S&P usa las categorías A-1+, A-1, A-2 y A-3).

⁴⁹ La Securities and Exchange Commission es una figura del mercado estadounidense cuyas funciones son similares a las de la Comisión Nacional de Valores de México.

Gráfico 2.3

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS VALORES GUBERNAMENTALES 1989-1994



Tanto los montos emitidos como las tasas de los valores gubernamentales, principalmente cetes y tesobonos, han mostrado fluctuaciones que reflejan perfectamente los acontecimientos económicos, políticos y sociales que sufre el país; ejemplo de esto es el incremento en los montos emitidos y en la tasa de rendimiento de los tesobonos, principalmente, en 1993 y 1994. Durante este período lo que subió fue la tasa real, es decir, el premio por el riesgo que el país tuvo que pagar.

La tendencia a emitir menores montos en estos valores refleja la menor necesidad de financiamiento por parte del Gobierno Federal producto, principalmente, del mantenimiento de una política de finanzas públicas sanas que reducen la necesidad de endeudamiento. Recuérdese que desde el punto de vista de las fuentes de financiamiento del Gobierno Federal, los recursos que se obtienen a través de la colocación de los valores gubernamentales son en esencia deuda pública interna.

III. ESTUDIO DE MERCADO

III.1 Identificación del producto o servicio

Como se mencionó previamente, los únicos valores que actualmente no se encuentran bajo la custodia y administración del Depósito de Valores son los valores gubernamentales.

La principal razón de esto es que en la Circular-Telefax 45/90 del día 5 de diciembre de 1990, el Banco de México únicamente "... autorizó a las instituciones de crédito del país,...., [para que] presten el servicio de guarda y administración de Certificados de la Tesorería de la Federación y demás valores gubernamentales en favor de personas físicas y morales residentes en el extranjero, mediante la celebración de los correspondientes contratos de depósito en administración"; dejando fuera al Depósito de Valores.

Hasta 1994, los inversionistas extranjeros (entendidos como personas morales), cuyos portafolios de inversión incluían valores gubernamentales mexicanos, al no tener la posibilidad de abrir cuentas directamente con Banco de México⁵⁰, debían hacer uso de los servicios que a este respecto prestan los bancos, principalmente, y algunas casas de bolsa.

⁵⁰ Esto es debido a que los inversionistas extranjeros al no estar constituidos conforme a las leyes mexicanas y, por tanto, al no estar sujetos a la legislación y jurisdicción nacional no pueden operar en el mercado mexicano como un intermediario financiero nacional.

Debido a la cuantía de sus carteras, por razones de costo en algunas ocasiones necesitan utilizar varias de estas instituciones, lo que complica grandemente su administración.

El hecho de que el Depósito de Valores no lleve a cabo el servicio de custodia y administración de tales valores, tiene las siguientes implicaciones:

- Limitada "cartera de valores elegibles", lo que representa que algunos de los actuales depositantes extranjeros del Depósito mantengan su portafolio de inversión (generalmente integrado por instrumentos de renta fija y renta variable) fraccionado, es decir, que sus valores gubernamentales se encuentren bajo la custodia y administración de instituciones de custodia o custodios⁶¹. Esto significa dejar de percibir ingresos potenciales.
- Limitada "cartera de clientes", debido a que algunos inversionistas extranjeros, a fin de evitar mantener su portafolio de inversión fraccionado, mantienen la totalidad de su portafolio con los denominados custodios; lo cual significa no contar con más clientes y, por consecuencia, dejar de percibir ingresos potenciales.

⁶¹ Un custodio es una institución de crédito que mantiene en custodia los valores y otros activos de sus clientes, ofreciendo tanto servicios básicos de custodia como servicios de valor agregado.

- No contar con la totalidad de los instrumentos del mercado de dinero y poder contrarrestar, en cierta proporción, la caída en los ingresos ante el descenso del valor de mercado del monto en depósito de los valores de renta variable. Durante 1994, el 68% en promedio mensual de los ingresos del Depósito de Valores (resultado de la aplicación de tarifas) corresponden a la custodia de este tipo de valores. Estos ingresos se calculan tomando el promedio mensual de la posición⁵² total en dichos valores de cada cliente (es decir, la cantidad de títulos en posesión al precio del último hecho de día), y multiplicándola por la tarifa correspondiente. Por consiguiente, cuando el precio de las acciones que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores cae⁵³ o se realizan retiros físicos de este tipo de valores, los ingresos del Depósito de Valores son menores.

- No cumplir completamente con la Recomendación No. 3 del Grupo de los Treinta⁵⁴, que considera que "sería ideal, que un Depósito de Valores mantenga depositadas todas las emisiones fungibles en sus mercados. Preferentemente, los Depósitos Centrales de Valores deben aceptar tantas emisiones de valores como les sea posible, en la forma

⁵² Por posición se entenderá la cantidad en dinero que represente la cantidad de instrumentos (valores) que un depositante mantenga en su(s) cuenta(s).

⁵³ Esto se ve reflejado en el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, que es un indicador que muestra el comportamiento del mercado basado en el seguimiento de la evolución de los precios de las acciones que en él se consideran.

⁵⁴ El Grupo de los Treinta es un organismo privado que busca estandarizar prácticas del Sistema Financiero Internacional; sus principales sedes son Nueva York y Londres. La recomendación número 3 a que se hace referencia es parte de un documento denominado Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets, mismo que propone 9 recomendaciones para mejorar las prácticas de los mercados de valores.

nominativa o al portador; sean éstas acciones, instrumentos de deuda, warrants, valores del mercado de dinero u otro tipo de instrumentos”.

- Una imagen de una institución con infraestructura poco sólida, al no contar con los mecanismos de operación necesarios para realizar la custodia de la totalidad de los valores que se negocian en el mercado mexicano.
- Para el mercado significa una estructura muy diversificada, debido a que los intermediarios bursátiles, para manejar sus portafolios de inversión, deben hacer uso de varias instituciones que ofrecen el servicio de custodia. Esto representa para los intermediarios costos mayores y un complejo sistema de administración de sus portafolios.

Por lo anterior, se tiene como proyecto que el Depósito de Valores ofrezca un nuevo servicio, un nuevo mecanismo de operación para llevar a cabo el manejo de inversión extranjera captada en valores gubernamentales.

El objetivo del proyecto es ofrecer a los inversionistas extranjeros con cuenta directa⁶⁵ en el Depósito, el servicio de control de las operaciones que realicen con valores gubernamentales, proporcionando en forma eficiente y competitiva los servicios de custodia, administración y transferencia de los mismos. El proyecto se dirige a los actuales y futuros depositantes con cuenta directa, porque éste mercado es un mercado cautivo ya conocido por el Depósito de Valores.

Las razones del porqué no se ofrece este servicio a los depositantes nacionales y a los depositantes extranjeros con cuentas mancomunadas son las siguientes:

- a) Autorización limitada para el manejo de los valores gubernamentales por parte del Banco de México. El Banco de México autorizó en junio de 1993 al Depósito de Valores el manejo de los valores gubernamentales pero sólo *relativo a depósitos de valores gubernamentales que constituyan residentes en el exterior*, ésto a través de un contrato de

⁶⁵ El Depósito de Valores cuenta desde 1989 con un área especializada para manejar las cuentas de inversionistas extranjeros, sean éstas Cuentas Directas o Cuentas Mancomunadas. Los clientes extranjeros con cuentas directas pueden instruir al Depósito para la realización de trasposos de valores (a una contraparte o entre sus cuentas), obtener información directa del Depósito de Valores, un estado de su posición actualizada así como los movimientos realizados, acreditación a su cuenta bancaria de los dividendos, intereses y otros pagos por medio de transferencia electrónica de fondos.

La diferencia entre las cuentas directas y las cuentas mancomunadas es que las primeras son abiertas directamente por el inversionista extranjero (bancos, casas de bolsa, sociedades de inversión y compañías afianzadoras y aseguradoras); mientras que las últimas están dirigidas a aquellos inversionistas que quieren ser representados ante el Depósito de Valores por una sucursal de una casa de bolsa mexicana ubicada en el extranjero.

depósito de títulos en administración; señalando en la cláusula primera lo siguiente:

"El BANCO (Banco de México) está dispuesto a recibir del Depósito de Valores, en depósito en administración, los valores gubernamentales definidos como TÍTULOS para efectos del presente contrato. Dichos depósitos se registrarán en las cuentas que al efecto el Banco dé a conocer al Depósito.

Por su parte, el Depósito se obliga a constituir depósitos únicamente por cuenta de terceros, siempre y cuando éstos *no sean instituciones de crédito o casas de bolsa -ambas del país-*, salvo que tratándose de casas de bolsa provengan de depósitos en prenda⁵⁶ constituidos conforme a las disposiciones aplicables".

No se contempló ofrecer los servicios a los clientes extranjeros con cuentas mancomunadas porque serían, en cierta forma, la contraparte nacional, en vez de ser el cliente extranjero directamente; lo que contravendría las disposiciones señaladas por el Banco de México para el Depósito.

⁵⁶ Los depósitos en prenda se constituyen, según el Art. 77 de la Ley del mercado de valores, "cuando dentro de su régimen autorizado, los depositantes distintos a casas de bolsa celebren operaciones con o por cuenta de sus clientes, cuyo cumplimiento se asegure con valores depositados mediante contrato de caución bursátil", observando lo señalado en el artículo 99 de la Ley del mercado de valores.

- b) Los inversionistas extranjeros han mantenido en posesión, desde 1992 a la fecha, en promedio anual el 29% del monto total en circulación de los valores gubernamentales; lo que representa para el Depósito un mercado bastante grande.

Con la realización del proyecto se podrá contrarrestar, en cierta proporción, la disminución de los ingresos potenciales del Depósito de Valores ante descensos del valor de mercado del monto en depósito de los valores de renta variable; posibilitando también, el aumento en los ingresos estimados, al contar con una base de cobro mayor. Asimismo, lo que se busca es concentrar en el Depósito la totalidad de los valores que se operan en el mercado mexicano a fin de facilitar a los actuales y futuros depositantes extranjeros con cuenta directa la integración de sus portafolios de inversión en una sola institución, con la consecuente disminución de costos y simplificación en el manejo administrativo de los mismos.

III.2 Análisis de demanda

La globalización de los mercados de valores y la competencia internacional por captar mayores montos de inversión en un contexto de escasez de capital, han hecho necesaria la búsqueda de nuevos esquemas de operación que tengan por objeto minimizar costos e incrementar la transparencia y eficiencia de los mercados. Bajo este criterio, algunos intermediarios extranjeros han solicitado directamente (vía fax, carta, reuniones de trabajo, etc.) al Depósito de Valores que éste lleve a cabo la custodia y administración de los valores gubernamentales.

Las diversas solicitudes que se han recibido desde septiembre de 1990⁵⁷, por parte de diversos intermediarios extranjeros (entre los que se cuentan algunos de los actuales depositantes), tienen los siguientes fundamentos:

- a) Consideran que es importante y conveniente para todo inversionista extranjero el contar con una sola institución que ofrezca los servicios necesarios para la custodia y administración de todos los valores que se operan en el mercado mexicano.
- b) Juzgan que el concentrar todos sus valores mexicanos en una sola institución significa un sustancial ahorro en costos.

⁵⁷ El Depósito de Valores en México. Documentos internos.

- c) Los intermediarios extranjeros están interesados en adquirir o seguir adquiriendo valores gubernamentales, pero el hecho de tener que contratar una relación adicional con otro custodio para el manejo exclusivo de los valores gubernamentales, en vez de concentrar todo su portafolio en una sola cuenta (o en varias cuentas, pero en una sola institución), los desalienta por los diversos problemas y costos que esto representa.

- d) Debido al tamaño de las inversiones de algunos intermediarios extranjeros, y a la necesidad de incurrir en los menores gastos posibles en beneficio de sus clientes, se han visto en la necesidad de utilizar un número sustancial de casas de bolsa y/o bancos (en ocasiones hasta 10 ó 12 instituciones) para ejecutar sus transacciones.

- e) Con el propósito de minimizar los esfuerzos de registro y control, y de presentar a sus clientes la más eficiente administración, es sumamente importante que se use una sola institución para la custodia y administración de los valores que integran sus portafolios de inversión.

- f) Instituciones extranjeras de vigilancia como la Securities and Exchange Commission, así como firmas de consultores, consideran que una institución como el Depósito de Valores debería globalizar los servicios para todos los valores que se operan en el mercado mexicano a fin de tener un mejor control del mercado, ya que cuenta con la infraestructura necesaria para la administración de los mismos.

- g) El Depósito de Valores de México es reconocido como una de las más modernas y eficientes instituciones de depósito, con características muy similares a las de otras instituciones de depósito, con las cuales los intermediarios extranjeros están muy familiarizados. Estos dos elementos crean un alto nivel de confianza y una imagen de profesionalismo en el Depósito, lo cual será en un futuro un importante elemento para medir el grado de desarrollo de la economía mexicana y del mercado de valores en particular.
- h) En opinión de los actuales depositantes con cuentas directas, el que el Depósito de Valores custodie los valores gubernamentales significa, además, consolidar y expandir la actual relación que se tiene.

Estos antecedentes muestran la demanda directa y la premura que existe para que el Depósito de Valores lleve a cabo la custodia y administración de los valores gubernamentales en beneficio de los inversionistas extranjeros.

A fines del mes de diciembre de 1994, el Depósito de Valores contaba con 14 instituciones extranjeras⁵⁸ registradas con cuenta(s) directa(s) (instituciones que de ahora en adelante denominaremos *depositantes extranjeros*, tengan o no posición), de las cuales sólo 9 tenían valores depositados y 5 no tenían posición alguna.

⁵⁸ Para este caso práctico, se considerará como institución extranjera a la institución mundial que engloba a sus sucursales; ésto debido a que en la facturación mensual del Depósito de Valores se sigue éste criterio.

Esos 9 depositantes extranjeros mantienen en depósito portafolios integrados por valores de renta variable (acciones de empresas industriales, comerciales y de servicios; acciones de grupos financieros; acciones de bancos; acciones de sociedades de inversión; warrants; etc.), mientras que sólo 2 tienen bajo la custodia del Depósito algunos valores de renta fija (pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento y aceptaciones bancarias). Se ha investigado que 8 de esas 9 instituciones tienen sus portafolios integrados con valores gubernamentales, mismos que están depositados en diferentes custodios. De lo anterior, se concluye que los actuales depositantes extranjeros del Depósito tienen sus portafolios de inversión fraccionados y distribuidos en otras instituciones de custodia.

Es importante señalar que 3 de esos 9 depositantes, que por cierto son los que mayores volúmenes en depósito mantienen y realizan la mayor cantidad de traspasos, solicitaron al Depósito en marzo de 1991 (depositante 2), en abril de 1991 (depositante 1) y en agosto de 1991 (depositante 3), vía carta, que se incorporaran al Depósito los valores gubernamentales.

De los 5 clientes que no tienen posición alguna, sólo 3 tienen planeado trasladar sus portafolios de inversión al Depósito en el momento en que éste cuente con la custodia de los valores gubernamentales.

En base a lo anterior, los denominados depositantes que se considerarán para el presente proyecto son 11.

Por otra parte, existen *clientes potenciales*, estos son todas aquellas instituciones extranjeras (principalmente norteamericanas) que tienen integrados sus portafolios con valores gubernamentales o que en un futuro los considerarán y que actualmente no son depositantes.

Los "clientes potenciales contactados", es decir, aquellos con los que se ha tenido pláticas y que han mostrado interés por contar con los servicios del Depósito son 13; de los cuales 2 han señalado por escrito desde septiembre de 1990 (cliente 2) y en septiembre de 1992 (cliente 1) su deseo y necesidad de que se incorporen los valores gubernamentales.

De lo anterior se concluye que el tamaño del mercado meta es de 24 instituciones (11 depositantes y 13 clientes potenciales).

Una forma de medir el tamaño del mercado potencial es comparando el monto total estimado a custodiar y el monto total en tenencia de los inversionistas extranjeros. A diciembre de 1994, el 21.8% (83,904 millones de nuevos pesos) del monto total en circulación de los valores gubernamentales estaba en poder de inversionistas extranjeros, mientras que el importe total estimado a custodiar en valores gubernamentales, dado el tamaño del mercado meta asciende aproximadamente a 32,962.4 millones de nuevos pesos, correspondiendo 7,261.1 millones de nuevos pesos a los denominados depositantes y 25,701.3 millones de nuevos pesos a los denominados clientes potenciales contactados. Por lo anterior, se concluye que el mercado meta representa el 39.3% del mercado total (véase Gráfico 3.1), siendo, en base a la suma de los montos a custodiar, el mercado potencial bastante grande.

Gráfico 3.1

**TENENCIA EXTRANJERA TOTAL EN VALORES GUBERNAMENTALES
Y TAMAÑO DEL MERCADO META**

**EL MONTO QUE SUMAN LAS INSTITUCIONES
DEL MERCADO META REPRESENTA EL 39.3%
DE LA TENENCIA TOTAL DE EXTRANJEROS
EN VALORES GUBERNAMENTALES.**

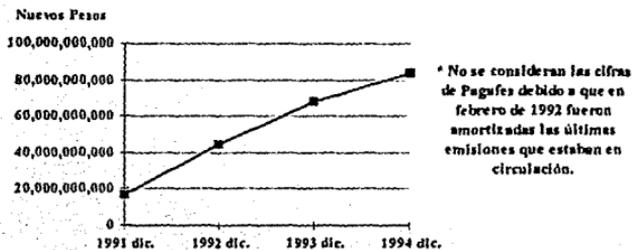


FUENTE: Elaboración propia con datos del Indicador Bursátil de diciembre de 1994, Bolsa Mexicana de Valores; de documentos internos del Depósito de Valores de México y de investigaciones propias.

Asimismo, es importante resaltar que la tenencia externa en los valores gubernamentales ha ido aumentando a un ritmo promedio anual de 71.1% en los últimos 4 años, aún cuando la tendencia de los montos a emitir y, por consecuencia a estar en circulación, es cada vez menor (véase Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2

EVOLUCIÓN DE LA TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR INVERSIONISTAS EXTRANJEROS



FUENTE: Elaboración propia con datos de los Indicadores Bursátiles de 1992, 1993 y 1994; y Anuario Bursátil de 1993, Bolsa Mexicana de Valores.

Las características cuantitativas de las instituciones que integran el mercado meta se muestran en el Cuadro 3.1; mientras que las características cualitativas de los depositantes y clientes potenciales se señalan en el Cuadro 3.2.

CUADRO 3.1

**CARACTERÍSTICAS CUANTITATIVAS DE LOS INVERSIONISTAS
QUE CONFORMAN EL MERCADO META**

DEPOSITANTE	PORTAFOLIOS POTENCIALES A ESTRAR AL DEPÓSITO (Nuevos Pesos)						CANTIDAD DE TRANSACCIONES	
	CLASIF. I)	CLASIF. II)	OTROS VAL. A	VAL. GUB. B	CLASIF. III) A + B	TOTAL (I + II + III)	LIBRES DE PAGO (al mes)	CONTRA PAGO (al mes)
DEPOSITANTE 1	0	0	21,200,000,000	429,000,000	21,629,000,000	21,629,000,000	40	20
DEPOSITANTE 2	0	0	0	3,432,000,000	3,432,000,000	3,432,000,000	140	48
DEPOSITANTE 3	0	0	11,480,000,000	150,000,000	11,630,000,000	11,630,000,000	20	10
DEPOSITANTE 4	0	0	13,900,000,000	600,000,000	14,500,000,000	14,500,000,000	30	15
DEPOSITANTE 5	0	0	5,141,400,000	100,000	5,141,500,000	5,141,500,000	8	5
DEPOSITANTE 6	4,000,000,000	0	7,950,000,000	500,000,000	8,450,000,000	12,450,000,000	12	10
DEPOSITANTE 7	0	0	0	150,000,000	150,000,000	150,000,000	8	6
DEPOSITANTE 8	1,100,000	0	8,400,000,000	350,000,000	8,750,000,000	8,751,100,000	24	16
DEPOSITANTE 9	0	0	11,300,000,000	170,000,000	11,470,000,000	11,470,000,000	10	7
DEPOSITANTE 10	0	0	11,400,000,000	280,000,000	11,680,000,000	11,680,000,000	12	10
DEPOSITANTE 11	8,000,000,000	0	12,500,000,000	1,200,000,000	13,700,000,000	21,700,000,000	24	16
CLIENTE 1	15,000,000,000	0	21,900,000,000	3,432,000,000	25,332,000,000	40,332,000,000	280	180
CLIENTE 2	4,000,000,000	0	1,201,200,000	3,088,800,000	4,290,000,000	8,290,000,000	250	70
CLIENTE 3	25,000,000,000	0	18,000,000,000	6,177,500,000	24,177,500,000	49,177,600,000	514	86
CLIENTE 4	14,000,000,000	0	19,000,000,000	4,000,000,000	23,000,000,000	37,000,000,000	110	280
CLIENTE 5	2,000,000	0	2,560,300,000	700,000	2,561,600,000	2,563,600,000	380	70
CLIENTE 6	1,900,000	0	5,750,000,000	450,000	5,750,450,000	5,752,350,000	160	110
CLIENTE 7	10,000,000,000	0	13,000,000,000	3,000,000,000	22,000,000,000	32,000,000,000	115	60
CLIENTE 8	9,000,000,000	0	28,000,000,000	2,500,000,000	30,500,000,000	38,500,000,000	210	190
CLIENTE 9	7,000,000,000	0	1,600,000,000	1,500,000,000	3,100,000,000	10,100,000,000	220	180
CLIENTE 10	3,000,000	0	1,120,000,000	900,000	1,120,900,000	1,123,900,000	200	170
CLIENTE 11	1,800,000	0	14,650,000,000	350,000	14,650,350,000	14,652,150,000	160	90
CLIENTE 12	1,500,000	0	2,470,000,000	500,000	2,470,500,000	2,472,000,000	140	80
CLIENTE 13	8,000,000,000	0	25,000,000,000	2,000,000,000	27,000,000,000	35,000,000,000	210	170
TOTAL	103,011,300,000	0	263,523,500,000	32,962,400,000	296,485,900,000	399,497,200,000	3,257	1,899

- Las clasificaciones i), ii) y iii) son en base a la estructura tarifaria 1994 del Depósito de Valores.
- La clasificación i) corresponde al conjunto de acciones, warrants, obligaciones, DORES, CPIs, CPOs y ceplatas.
- La clasificación ii) corresponde al conjunto de metales anonedados. (En ningún caso se a encontrado tenencia en este tipo de valores).
- OTROS VAL. = Otros Valores, se consideran a los valores diferentes a los previstos en las clasificaciones i) y ii), y diferentes a los valores gubernamentales.
- VAL. GUB = Valores Gubernamentales, se consideran a los Cetes, Tesobonos, Dondes y Ajustabonos.
- En donde se encuantran "ceros" (0) significa que esos portafolios ya están depositados [excepto en la clasificación ii)].

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

CUADRO 3.2

CARACTERÍSTICAS CUALITATIVAS DE LOS INVERSIONISTAS
QUE CONFORMAN EL MERCADO META

DEPOSITANTE O CLIENTE POTENCIAL	SU CUSTODIO EN MÉXICO	CONFIRMACIONES VIA*	ENVÍO DE INFORMACIÓN VIA**	UBICACIÓN PARA ENVÍO DE INFORMACIÓN	MENSAJERÍA MENSUAL
DEPOSITANTE 1	CUSTODIO I	SWIFT	SWIFT	Estados Unidos	SI
DEPOSITANTE 2	CUSTODIO B	RECOGE	RECOGE	México, D.F.	NO
DEPOSITANTE 3	CUSTODIO A	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
DEPOSITANTE 4	CUSTODIO A	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
DEPOSITANTE 5	CUSTODIO B	SWIFT	SWIFT	London	SI
DEPOSITANTE 6	CUSTODIO B	FAX	FAX	México, D.F.	NO
DEPOSITANTE 7	CUSTODIO C	FAX	FAX	México, D.F.	NO
DEPOSITANTE 8	CUSTODIO B	FAX	FAX	México, D.F.	NO
DEPOSITANTE 9	CUSTODIO A	SWIFT	SWIFT	Estados Unidos	SI
DEPOSITANTE 10	CUSTODIO I	FAX	FAX	México, D.F.	NO
DEPOSITANTE 11	CUSTODIO A	FAX	FAX	México, D.F.	NO
CLIENTE 1	CUSTODIO B	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
CLIENTE 2	CUSTODIO C	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
CLIENTE 3	CUSTODIO A	SWIFT	SWIFT	Estados Unidos	SI
CLIENTE 4	CUSTODIO A	SWIFT	SWIFT	Estados Unidos	SI
CLIENTE 5	CUSTODIO A	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
CLIENTE 6	CUSTODIO A	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
CLIENTE 7	CUSTODIO A	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
CLIENTE 8	CUSTODIO A	SWIFT	SWIFT	Estados Unidos	SI
CLIENTE 9	CUSTODIO A	SWIFT	SWIFT	Estados Unidos	SI
CLIENTE 10	CUSTODIO B	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
CLIENTE 11	CUSTODIO A	SWIFT	SWIFT	Estados Unidos	SI
CLIENTE 12	CUSTODIO A	FAX	FAX	Estados Unidos	SI
CLIENTE 13	CUSTODIO B	RECOGE	RECOGE	México, D.F.	NO

* Cuando se señala "RECOGE" significa que el depositante o cliente realiza(rá) los traspaños vía ficha, misma que lleva(rá) a las oficinas del Depósito y se queda(rá) con copia.

** Cuando se señala "RECOGE" significa que el depositante o cliente recoge(rá) la información diaria en las oficinas del Depósito.

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

III.3 Análisis de oferta

En el mercado mexicano, el servicio de custodia de los valores lo puede realizar tanto el Depósito como otras instituciones denominadas *custodios*. En México existen dos tipos de custodios, los custodios locales como los bancos y algunas casas de bolsa; y los custodios globales⁵⁹, por lo general bancos extranjeros.

Por lo regular, cuando algún custodio desea ofrecer sus servicios sobre valores que están depositados en la institución para el depósito de valores, tiene que abrir cuentas con él y, por tanto, absorber los costos en que incurre con éste. Sin embargo, para la custodia de los valores gubernamentales no es así debido a que, tanto el Depósito como los Custodios pueden abrir cuentas con Banco de México para poder ofrecer el servicio de custodia. Esto debido a que Banco de México es el emisor y custodio directo de los mismos.

Se investigó que 13 integrantes del mercado meta mantienen la custodia de los valores gubernamentales con el "Custodio A" (custodio global), 7 con el "Custodio B" (custodio local), 2 con el "Custodio C" (custodio local), y 2 con el "Custodio I" (custodio local). Es importante resaltar que los depositantes y clientes potenciales que conforman el

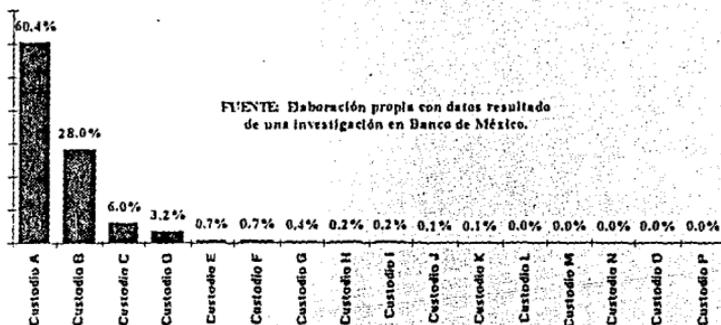
⁵⁹ Un custodio global es institución de crédito que provee los servicios de custodia con respecto a valores que fueron objeto de una operación y liquidados en los diferentes mercados del mundo, es decir, es una institución con cobertura mundial.

mercado meta y que tienen los mayores montos en valores gubernamentales mantienen la custodia de los mismos en las instituciones de custodia A y B.

Por otra parte, según cifras del Banco de México, el monto total de valores gubernamentales en poder de inversionistas extranjeros (al 31 de mayo de 1993) fue de N\$ 60,114,952,719; teniendo en custodia el 60.4% el "Custodio A", el 28.0% el "Custodio B", el 6.0% el "Custodio C", el 3.2% el "Custodio D", y el restante 2.4% se distribuye entre otros custodios⁶⁰ (véase Gráfico 3.3)

Gráfico 3.3

TAMAÑO DE LOS CUSTODIOS
En base a los montos que tienen en custodia de valores gubernamentales



⁶⁰ Debido a la dificultad de obtener cifras de Banco de México (referente a los montos en valores gubernamentales que mantienen los custodios) no se han podido actualizar las cifras que aquí se presentan.

En base a lo anterior, se concluyó que la competencia más fuerte para el Depósito la representan el Custodio A, el Custodio B y el Custodio C; por lo que se analizaron y compararon los servicios que cada uno ofrece (véase Cuadro 3.3).

Como se observa en el cuadro, el Depósito ofrece los mismos servicios básicos para llevar a cabo la custodia, sin embargo, no ofrece cuentas de efectivo, lo que es una limitante importante para ofrecer servicios de valor agregado, como el mecanismo de entrega contra pago (Delivery Versus Payment, DVP) para liquidar operaciones de compraventa⁶¹, la liquidación contractual⁶², el autocrédito⁶³, el préstamo de valores, los enlaces con depósitos y custodios internacionales, etc. Esto obliga a sus depositantes a liquidar "por fuera" las operaciones de compraventa de valores. Aquí es importante señalar, que para los casos en que se tiene que realizar la liquidación por ejercicios de derechos, pago de intereses o amortizaciones (hablando únicamente de los valores gubernamentales), el Depósito envía los fondos a las cuentas de efectivo que los depositantes le indiquen.

⁶¹ El servicio de entrega o recepción contra pago es un mecanismo para el intercambio simultáneo de valores y efectivo para liquidar una operación.

⁶² La liquidación contractual es un mecanismo que, a través de asistencia administrativa, provee de efectivo al cliente en caso de que éste no cuente con él en la fecha de liquidación.

⁶³ El mecanismo de autocrédito consiste en ofrecer crédito provisional al cliente en la fecha de pago de algún ejercicio de derechos en caso de que el emisor o su agente no envíe los fondos a tiempo.

CUADRO 3.3

CUADROS COMPARATIVO DE SERVICIOS QUE OFRECEN LOS CUSTODIOS Y EL DEPÓSITO DE VALORES

SERVICIOS QUE OFRECEN

INSTITUCIÓN	SERVICIO	CUSTODIA	TRANSACCIONES*		CORRECCIÓN DE INSTRUCCIONES	PAGO DE		REPORTE	CUENTA(S) DE EFECTIVO	MENSAJERÍA
			DVP/RVP	DFP/RFP		INTERESES	AMORTIZACIONES			
Custodio A		X	X	X	X	X	X	X	X	X
Custodio B		X	X	X	X	X	X	X	X	X
Custodio C		X	X	X	X	X	X	X	X	X
Depósito de Valores		X		X	X	X	X	X		X

* DVP (Delivery vs. Payment) / RVP (Receipt vs. Payment), se refieren a transacciones de entregar (DVP) o recibir (RVP) valores contra pago.

* DFP (Delivery Free of Payment) / RFP (Receipt Free of Payment), se refieren a transacciones de entregar (DFP) o recibir (RFP) valores libres pago.

SERVICIOS SUJETOS A UNA TARIFA

INSTITUCIÓN	SERVICIO	CUSTODIA	TRANSACCIONES*		CORRECCIÓN DE INSTRUCCIONES	PAGO DE		REPORTE	CUENTA(S) DE EFECTIVO	MENSAJERÍA
			DVP/RVP	DFP/RFP		INTERESES	AMORTIZACIONES			
Custodio A		C*	C	C	C	L	C	C	C	I
Custodio B		C	C	C	C	C	C	C	C	I
Custodio C		C	C	C	C	C	C	C	C	I
Depósito de Valores		C		C	L*	C	C	L		C

* La letra "C", significa que está sujeto a un cobro; la letra "L", significa que es libre de cobro; y la letra "I" significa que está incluido en la custodia.

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

Por el lado de los servicios que son sujetos a cobro, el Depósito de Valores ofrece ventajas como el no cobrar por servicios como la corrección de instrucciones y por reportes, con la salvedad de que estos últimos son sujetos a cobro cuando el reporte solicitado corresponda a una fecha tres meses anterior a la solicitud. Además, los servicios de pagos de ejercicios de derechos (pago de intereses y amortizaciones) no se cobran uno por uno, sino que el Depósito conjunta todos los pagos a realizarse en un día y realiza un solo pago por cada Intermediario, es decir, liquida a través del mecanismo de neteo de efectivo.

III.4 Análisis de precios o tarifas

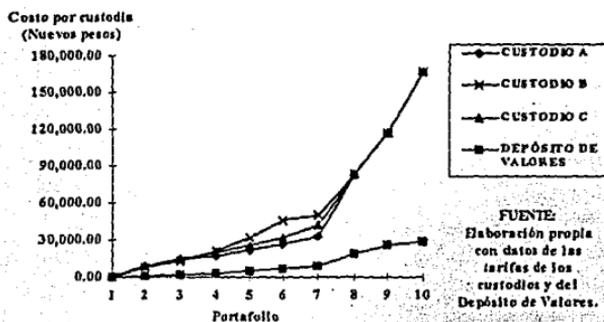
Por lo expuesto en el punto anterior, se analizaron y compararon las tarifas de aquellos servicios comunes a los principales custodios (custodio A, B y C), así como del Depósito de Valores (véase Anexo 1).

En el caso de la custodia, suponiendo que el monto a custodiar de cada depositante o cliente potencial es únicamente en valores gubernamentales y tomando diferentes volúmenes, se observa, en el Gráfico 3.4, que el Depósito, tanto para volúmenes bajos como para volúmenes altos, ofrece tarifas en promedio 74% menores que el custodio A, 76% menores que las que ofrece el custodio B y, 75% menores que el custodio C. Esto se debe básicamente a que la *mayor* tarifa que el Depósito aplica por la custodia de los valores gubernamentales y otros valores de renta fija es de 1.5 puntos base⁶⁴, mientras que la *menor* tarifa que ofrecen los custodios es de 4 puntos base. Es importante señalar que los custodios pueden negociar una baja en las tarifas, dependiendo del tamaño (refiriéndonos a los montos a custodiar) e importancia del cliente (en caso de que el cliente invierta en otros países y use los servicios del custodio, caso del custodio A que es un custodio global). Sin embargo, la brecha entre las tarifas por custodia del Depósito y los custodios es muy amplia.

⁶⁴ Un Punto Base (Basis Point, B.P. o BIPs) es un grado en una escala de 100 puntos que representa 1% (0,01%). La unidad Puntos Base, que es usada para determinar las tarifas por custodia, es de uso común y generalizado a nivel nacional e internacional.

Gráfico 3.4

COSTOS POR CUSTODIA EN CADA CUSTODIO Y EN EL DEPÓSITO CENTRAL DE VALORES



En cuanto al costo por transacción, únicamente se pueden comparar aquellos costos por operaciones de recepción o entrega de valores libres de pago, es decir, únicamente traspasos de valores entre cuentas, sin manejar efectivo por parte del Depósito o el Custodio. El Depósito aplica una tarifa de N\$30 por cada operación de entrega libre de pago (no aplica cobro alguno por las operaciones de recepción libre de pago), mientras que tanto el custodio A como el B y el C ofrecen una tarifa de N\$69 por operaciones, tanto de entrega como de recepción de valores libres de pago. Es decir, el Depósito de Valores ofrece tarifas por traspaso libre de pago 56% menores que los custodios, además de no cobrar por las recepciones de valores.

En caso de existir instrucciones incorrectas que se deben corregir, el Depósito, a diferencia de los custodios, no realiza cobro alguno. Lo mismo sucede en el caso de los reportes o estados de posiciones, con la salvedad de que cuando el reporte solicitado corresponda a una fecha tres meses anterior a la solicitud, se aplicará un cobro.

En el caso de los ejercicios de derechos que se realizan sobre este tipo de valores, lo que es pago de intereses y amortizaciones, mientras que los custodios cobran un porcentaje sobre el monto a pagar, resultado de cada ejercicio o una cuota fija por cada pago que realice, el Depósito junta los diversos pagos que se deban efectuar a un depositante durante un día (pagos de intereses, amortizaciones, dividendos en efectivo) y en vez de realizar "n" número de pagos, realiza sólo uno, aplicando una tarifa fija de N\$35 por el mismo. Tanto por la unidad de cobro como por la mecánica de cobro, se concluye que el servicio de pago de ejercicios de derechos resulta sustancialmente menor con el Depósito.

En el caso de cuota mínima mensual por cuenta, son los custodios A y C quienes ofrece la tarifa más alta (N\$515), seguido del custodio B (N\$500); mientras que la tarifa más baja la ofrece el Depósito (N\$400, y se denomina cuota mínima mensual por custodia).

Por lo antes expuesto, se concluye que el Depósito ofrece las tarifas más bajas por los servicios básicos necesarios para llevar a cabo la custodia de los valores gubernamentales; con la consecuente reducción de costos para los inversionistas extranjeros.

III.5 Análisis de comercialización

La compraventa de valores gubernamentales en México, puede llevarse a cabo en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores o a través de las mesas de dinero de las casas de bolsa y/o bancos.

Actualmente, los servicios de custodia, transferencia y administración de los valores gubernamentales los llevan a cabo los bancos (principalmente) y las casas de bolsa. Esto lo realizan abriendo una cuenta de valores y efectivo en el sistema electrónico de Banco de México, denominado Sistema de Atención a Cuentahabientes de Banco de México (SIAC-BANXICO)⁶⁵, debido a que Banco de México es la única institución autorizada para la guarda de los valores gubernamentales.

Después de analizar los mecanismos operativos posteriores de custodia, administración y transferencia que realizan los bancos y casa de bolsa que actúan como custodios de los valores gubernamentales, se encontró que esos mecanismos son muy similares a los que realizará el Depósito. Por esto, los esquemas de operación y su descripción se presentarán en el Capítulo V, anteponiendo la figura del Depósito a la de un banco o una casa de bolsa.

⁶⁵ El Sistema de Atención a Cuentahabientes de Banco de México, denominado SIAC-BANXICO, es un sistema que permite tener comunicación directa con el computador central de Banco de México, a través de terminales remotas instaladas en las oficinas de los cuentahabientes, para que éstos realicen en línea el trámite de sus operaciones en valores y/o efectivo, la consulta de saldos y movimientos del día, de sus cuentas; la demanda de sus estados de cuenta correspondientes al día hábil inmediato anterior, y otros reportes.

III.6 Aspectos legales

- El Depósito de Valores está facultado para realizar la custodia de los valores gubernamentales según el artículo 70 de la Ley del mercado de valores, que a la letra dice: "Las instituciones para el depósito de valores serán responsables de la guarda y debida conservación de los valores, quedando facultadas para mantenerlos en sus instalaciones, en cualquier institución de crédito, o bien en el Banco de México".
- El Depósito de Valores está facultado para realizar la administración de los valores gubernamentales según el artículo 75 de la Ley del mercado de valores que a la letra dice: "A solicitud del depositante, las instituciones para el depósito de valores podrán administrar los valores que se entreguen para su depósito, en cuyo caso solo estarán facultadas para hacer efectivos los derechos patrimoniales que deriven de esos valores, pudiendo, en consecuencia, llevar a cabo el cobro de amortizaciones, dividendos en efectivo o en acciones, intereses y otros conceptos patrimoniales".
- El Depósito de Valores está facultado para realizar el servicio de transferencia sobre los valores gubernamentales según el artículo 57, fracción III, de la Ley del mercado de valores que a la letra dice: "Las instituciones para el depósito de valores tendrán por objeto la prestación de: [...] III.- El servicio de transferencia, compensación y liquidación

sobre operaciones que se realicen respecto de los valores materia de los depósitos en ellas constituidos...".

- Banco de México, vía la celebración de un "contrato de depósito de títulos en administración", autorizó en junio de 1993 al Depósito de Valores a realizar la custodia, administración y transferencia de los valores gubernamentales para inversionistas extranjeros.

IV. ESTUDIO TÉCNICO

El giro comercial del Depósito (servicios) y las características del proyecto que se evalúa, obligan a remarcar que lo que se ofrecerá al mercado es un servicio (englobando los servicios de custodia, transferencia y administración) y no un producto físico.

IV.1 Descripción del mecanismo de custodia

El Banco de México es la única institución autorizada para la guarda de los valores gubernamentales, por lo que, el Depósito de Valores abrirá una cuenta de depósito (cuenta global) con Banxico para actuar como subcustodio y administrador de dichos valores, por cuenta de los inversionistas extranjeros.

Para lograr lo anterior, el Depósito se enlazará con el Banco Central a través del sistema electrónico SIAC-BANXICO. Esto debido a que los valores gubernamentales no existen físicamente, sino a través de registros electrónicos.

Al mismo tiempo, el Depósito de Valores contará con un sistema propio que denominaremos Sistema para Extranjeros (SE), en el cual serán dadas de alta las cuentas directas de los depositantes, así como las características de las emisiones de valores gubernamentales que entren al depósito; y a través del cual realizará la custodia de dichos valores de manera particular, es decir, diferenciando la posición de cada depositante.

La posición total en valores gubernamentales que se refleje en la cuenta global con Banco de México deberá, en todo momento, ser igual a la suma de las posiciones de los depositantes extranjeros que se registren en el SE.

En otras palabras, el servicio de custodia se entenderá como el servicio de registro y monitoreo de saldos en valores, de manera global y por cada depositante.

IV.2. Análisis de montos en custodia

La estimación de los montos en valores gubernamentales a entrar al depósito depende del tamaño de los portafolios potenciales y del interés de las instituciones que conforman el mercado meta por trasladar dichos portafollos a la custodia del Depósito.

Al 31 de diciembre de 1994, los portafollos en valores gubernamentales de los depositantes suman aproximadamente 7,261.1 millones de nuevos pesos; y de los clientes potenciales contactados ascienden aproximadamente a 25,701.3 millones de nuevos pesos; lo que en conjunto significa un portafolio total estimado de 32,962.4 millones de nuevos pesos en valores gubernamentales a entrar al depósito.

Es importante señalar que la incorporación de los valores gubernamentales significa, para el inversionista extranjero, poder integrar sus portafolios de inversión en el Depósito de Valores (al contar éste con la totalidad de los valores que se operan en el mercado mexicano), que además es una institución imparcial y con reconocimientos mundiales⁶⁶. *Para el Depósito, esto representa no solo la entrada de los valores gubernamentales, sino también la posibilidad de incorporación del resto de los valores (valores de renta variable y renta fija) que conforman los portafolios de los inversionistas extranjeros, y que se mantienen distribuidos en diversos custodios.*

En base a la anterior afirmación, se estima que se podrían captar de manera adicional 103,011.3 millones de nuevos pesos en valores de renta variable y 263,523.5 millones de nuevos pesos en valores de renta fija, exceptuando los valores gubernamentales. Estos montos, en conjunto con los señalados en valores gubernamentales, suman un total estimado de 399,497.2 millones de nuevos pesos a ser incorporados al depósito; como resultado del impacto global del proyecto.

Por otra parte, la incorporación de dichos portafolios al depósito se estima será gradual si consideramos el mayor o menor interés de los depositantes y clientes potenciales contactados. La suma de los portafolios

⁶⁶ El Depósito de Valores de México ha obtenido diversos reconocimientos como custodio extranjero elegible de parte de la Securities and Exchange Commission (SEC), del U.S. Office of the Comptroller of the Currency (OCC), del U.S. Department of Labor y de la Securities And Futures Authority Limited of London; reconocimientos que dan confianza y seguridad a los inversionistas extranjeros.

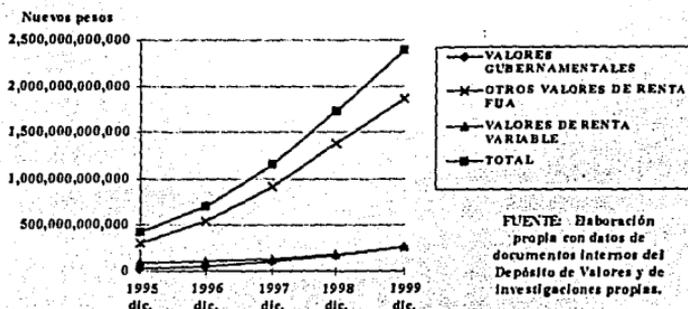
en valores gubernamentales de aquellos que mostraron de manera expresa su interés porque el depósito realizara la custodia de tales valores, representa el 31.9% del monto total estimado. Por consecuencia, se tiene planeado que estos portafolios comiencen a entrar al depósito a principios de 1995, para contar con la totalidad de esos portafolios a más tardar en julio del mismo año. Los portafolios de las otras instituciones que conforman el mercado meta, se considera que comenzarán a ser incorporados a mediados de 1995 y durante 1996 y 1997, una vez realizada la promoción necesaria.

Asimismo, se ha considerado la variación de los portafolios en el tiempo, tomando en cuenta la evolución de los mismos, las nuevas alternativas de inversión y los pronósticos en materia económica. En base a lo anterior, se estima que los montos a custodiar en valores gubernamentales crecerán a ritmos menores cada año (excepto en 1995, por la inestabilidad económica, política y social), por lo cual, se tomó el ritmo de crecimiento anual de la tenencia externa en este tipo de valores durante los últimos 4 años, 71.1%.

El Gráfico 4.1, muestra los montos en valores gubernamentales, valores de renta variable y otros valores que a diciembre de cada año (dentro del período que abarca el estudio) se tiene estimado entrarán al depósito.

Gráfico 4.1

MONTOS ESTIMADOS A CUSTODIAR RESULTADO DEL IMPACTO GLOBAL DEL PROYECTO



IV.3 Descripción del mecanismo de transferencia

Con el propósito de comprender de manera más clara las actividades *posteriores* necesarias que lleva a cabo el Depósito de Valores para concretar los tipos de operación que se realizan con valores gubernamentales (compra, venta y reporto), a continuación se describen los mecanismos de operación.

Primeramente, es conveniente señalar que el Depósito de Valores podrá depositar [es decir, acreditar o recibir en su(s) cuenta(s)] los valores gubernamentales de distintas emisiones en la(s) cuenta(s) que Banco de México le asigne. Los depósitos de inversión extranjera captada en valores gubernamentales a favor del Depósito únicamente podrán constituirse mediante traspasos que efectúen las instituciones de crédito y/o casas de bolsa (intermediarios financieros) -ambas del país- a través de su terminal del SIAC-BANXICO.

La institución para el depósito de valores sólo podrá retirar (es decir, debitar de su(s) cuenta(s)) los valores depositados a su favor mediante traspasos para abono a la posición propia de las referidas instituciones de crédito y/o casas de bolsa, vía su terminal del SIAC-BANXICO.

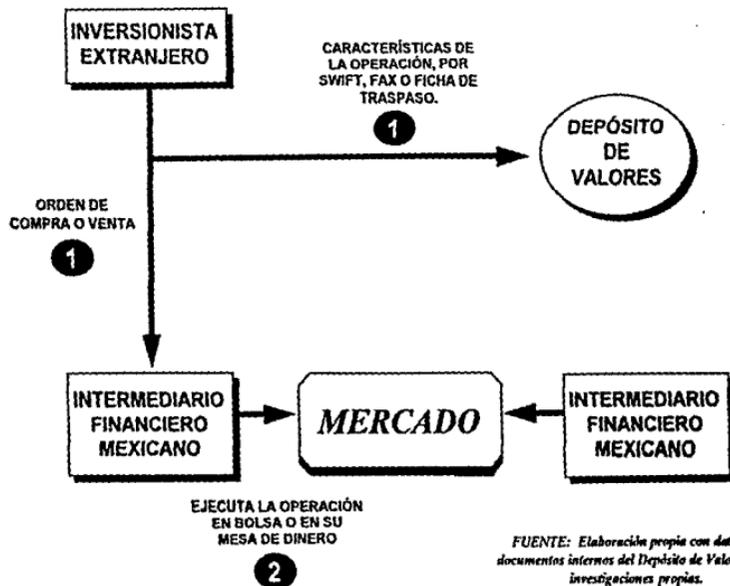
Los traspasos entre cuentahabientes del Banco Central, se efectuarán por simples cargos y abonos que Banxico haga en las cuentas de los respectivos transmitentes y beneficiarios, es decir, llevará a cabo lo que se denomina *compensación y liquidación* de operaciones.

El Depósito de Valores, en su función de custodio, llevará a cabo las actividades posteriores a las operaciones de compraventa bajo el siguiente esquema general (véase Figura 4.1):

FIGURA 4.1

FLUJO DE COMPRA-VENTA DE VALORES GUBERNAMENTALES

DÍA DE LA OPERACIÓN



- * El inversionista extranjero enviará la información de las operaciones (compras o ventas) que realizó a través de un intermediario financiero mexicano vía SWIFT⁶⁷ o fax. Dicha información deberá contener:
 - Cantidad de títulos a recibir o entregar.
 - Descripción de los títulos.
 - Nombre del intermediario financiero mexicano con quien realizó la operación, así como el número de cuenta en Banco de México.
 - Cuenta del depositante extranjero en el Depósito donde se van a dar de alta o baja los valores.

Es conveniente señalar que el Depósito de Valores no realizará los traspasos y la liquidación del efectivo debido a que no maneja cuentas de efectivo; por lo que el manejo del efectivo se hará por fuera (es decir, el Depósito no participará) y entre las mismas contrapartes. La institución para el depósito de valores únicamente realizará los traspasos de valores.

CASO DE UNA OPERACIÓN DE COMPRA (Véase Figura 4.2)

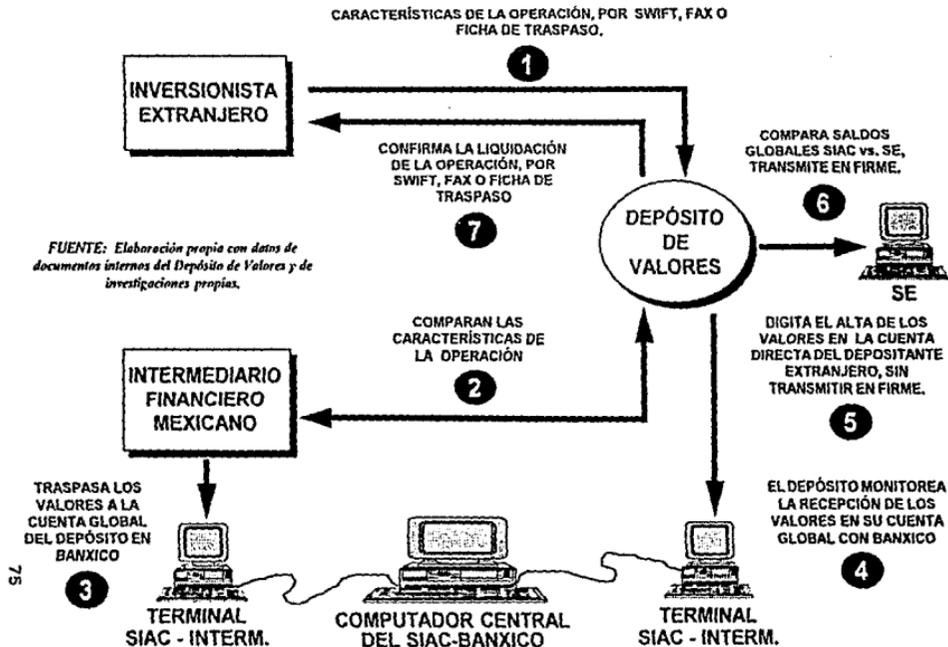
- * El Depósito recibirá la información por parte del inversionista extranjero sobre la o las operaciones de compra de valores gubernamentales que éste realizó. La información puede ser enviada el mismo día de la operación o el día de la liquidación.

⁶⁷ El sistema S.W.I.F.T. (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) fue creado para transmisión de mensajes de las transacciones bancarias más usuales. Este sistema, basado en equipos de cómputo, permite la transmisión rápida y eficaz de todos los mensajes (características de las operaciones) y la seguridad de que serán recibidos por los usuarios a quienes son dirigidos, a través de terminales remotas.

FIGURA 4.2

PROCESO POSTERIOR A UNA OPERACIÓN DE "COMPRA"

DÍA DE LA LIQUIDACIÓN



- El día de la liquidación de la operación, es decir, el día en que se entreguen valores y efectivo, el Depósito se comunica con el intermediario financiero mexicano (con quien el depositante extranjero realizó la operación) y confirma las características de la operación a realizar por cuenta del inversionista extranjero.

Ese mismo día, el intermediario financiero mexicano efectúa el traspaso de los valores a la cuenta global del Depósito por medio del SIAC-BANXICO.

- Durante el día de la liquidación, el Depósito de Valores monitoreará, en base al número de folio del SIAC que señale el intermediario financiero mexicano, la recepción de los valores objeto de la compra en su cuenta global con Banxico.
- Asignados los valores en el SIAC, se captura en el Sistema para Extranjeros el depósito o alta de los mismos a la cuenta del depositante extranjero, que éste tiene en la institución para el depósito de valores; sin transmitir en firme.
- Una vez que Banco de México cerró su operación diaria y no eliminó alguna operación⁶⁸, el Depósito consulta el saldo global del SIAC contra el saldo global del SE para verificar que no haya ninguna diferencia. De no existir diferencia alguna, se transmitirán en firme las operaciones

⁶⁸ Banco de México elimina operaciones en los casos de existir una posición corta de una operación. En caso de suceder, el Depósito no transmitirá en firme los valores y esto se dará a conocer al inversionista extranjero a través de un reporte.

previamente capturadas en el SE, afectando las posiciones en las cuentas de los depositantes extranjeros.

- Posteriormente, el Depósito confirma al inversionista extranjero vía SWIFT o fax que la operación fue realizada (liquidada) de acuerdo a las instrucciones originales.

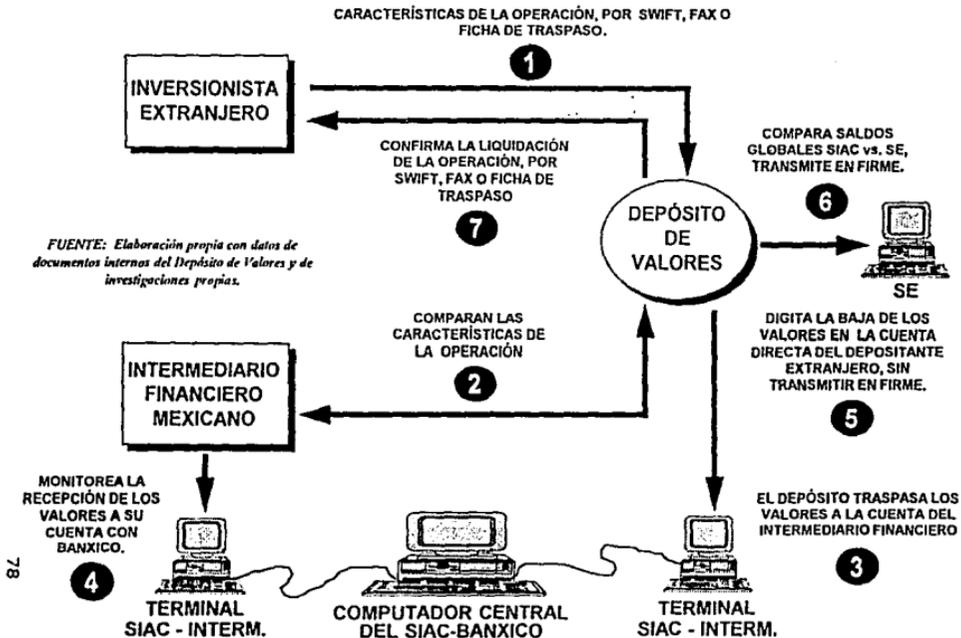
CASO DE UNA OPERACIÓN DE VENTA (Véase Figura 4.3)

- El Depósito recibirá la información por parte del inversionista extranjero sobre la o las operaciones de venta de valores gubernamentales que éste realizó. La información puede ser enviada el mismo día de la operación o el día de la liquidación.
- El día de la liquidación de la operación, es decir, el día en que se entreguen valores y efectivo, el Depósito se comunica con el intermediario financiero mexicano (con quien el depositante extranjero realizó la operación) y confirma las características de la operación a realizar por cuenta del inversionista extranjero.
- Ese mismo día, el Depósito de Valores efectúa el traspaso de los valores a la cuenta del intermediario financiero mexicano por medio del SIAC-BANXICO.

FIGURA 4.3

PROCESO POSTERIOR A UNA OPERACIÓN DE "VENTA"

DÍA DE LA LIQUIDACIÓN



A su vez, el intermediario financiero monitoreará, en base al número de folio del SIAC que le señale el Depósito, la recepción de los valores objeto de la venta en su cuenta con Banxico.

- Una vez que esos valores ya han sido traspasados, se digita en el SE el retiro o baja de los mismos de la cuenta del depositante extranjero, que éste tiene en la institución para el depósito de valores; sin transmitir en firme.
- Una vez que Banco de México cerró su operación diaria y no eliminó alguna operación, el Depósito consulta el saldo global del SIAC contra el saldo global del SE para verificar que no haya ninguna diferencia. De no existir diferencia alguna, se transmitirán en firme las operaciones previamente capturadas en el SE, afectando las posiciones en las cuentas de los depositantes extranjeros.
- Posteriormente, el Depósito confirma al inversionista extranjero vía SWIFT o fax que la operación fue realizada (liquidada) de acuerdo a las instrucciones originales.

**ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA**

Para el caso de operaciones de reporto⁶⁹, operaciones que de manera general consisten en adquirir valores por un plazo determinado y regresarlos en la fecha pactada, el o los mecanismos posteriores que realizará el Depósito de Valores serán: 1º el descrito para el caso de una operación de compra de los valores y 2º el descrito para el caso de una operación de venta. Esto se debe a que los inversionistas extranjeros con cuentas directas no están autorizados para realizar operaciones de reporto con regreso automático a través de dichas cuentas, por lo que para el Depósito serán dos operaciones distintas (una de compra cuando el inversionista extranjero adquiere los valores y una de venta cuando los regresa).

Al día siguiente de efectuadas las operaciones de compra o de venta y, de manera diaria, se le enviará a cada depositante extranjero los siguientes reportes:

1. Daily Securities Position (documento que informa de manera detallada la posición total en valores de cada depositante extranjero).
2. Reporte de operaciones pendientes de liquidar por eliminación de cortos por Banxico.

⁶⁹ El reporto es una operación típica del mercado de dinero mismo que consiste en obtener una tasa de rendimiento asegurada a un plazo determinado. Los plazos de los reportos pueden pactarse libremente por las partes, sin extenderse a más de 360 días; celebrándose dichas operaciones con personas físicas o morales, incluyendo instituciones de crédito y casas de bolsa.

En las operaciones de reporto sobre valores, el reportado (el que tiene los valores) se obliga a transferir la propiedad de los valores reportados a el reportador (el que tiene el efectivo) y éste se obliga a pagar una suma determinada de dinero y a transferir a el reportado la propiedad de otros tantos valores de la misma especie en el plazo convenido, contra el reembolso que haga el reportado del mismo precio pactado más el premio convenido.

Estos reportes se enviarán vía SWIFT o fax . Al final del mes, se le enviará a cada depositante extranjero, vía mensajería, los originales de los daily securities position, daily account statement (documento que informa de manera detallada la operación diaria del depositante extranjero) y los reportes de operaciones pendientes de liquidar por eliminación de cortos por Banxico.

En otras palabras, por el servicio de transferencia se entenderá el mecanismo para realizar los traspasos de valores en el SIAC-BANXICO, así como las altas y/o bajas en el SE; con actividades complementarias como confirmaciones, generación de reportes, etc.; a fin de concretar las operaciones de compraventa de valores.

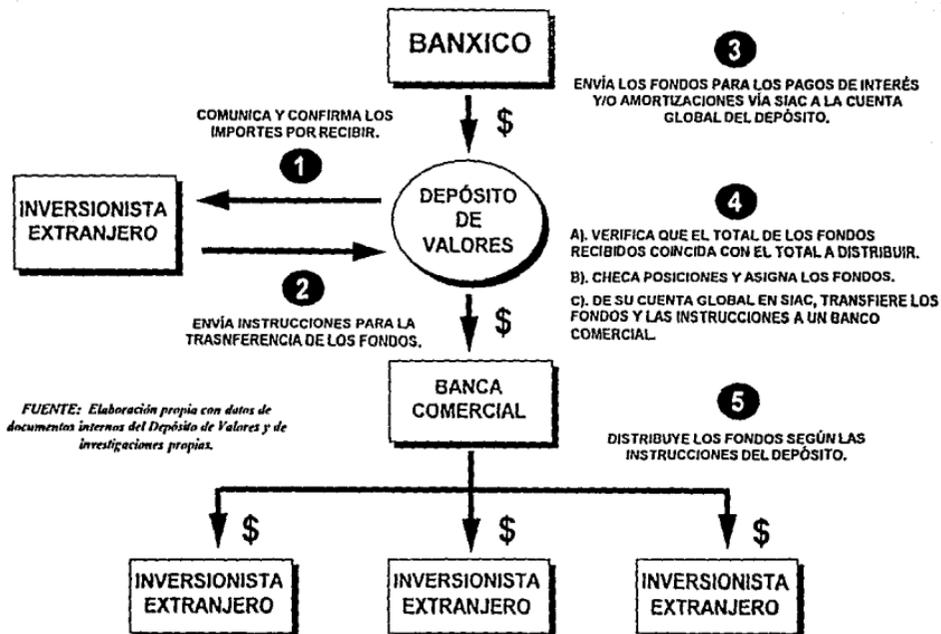
IV.4 Descripción del mecanismo de administración

Una vez que se han dado de alta en el SE las características de las emisiones en valores gubernamentales depositadas, el mismo sistema considera las características de cada instrumento para establecer el calendario diario de pagos de los ejercicios de derechos (intereses y amortizaciones). (Véase Figura 4.4).

Diariamente, el Depósito de Valores, por medio del sistema, consulta el calendario de pagos de los ejercicios de derechos (pago de intereses y amortizaciones) que devengan los valores gubernamentales.

FIGURA 4.4

EJERCICIO DE DERECHOS PATRIMONIALES



Un día antes de la fecha del ejercicio, comunica y confirma al inversionista extranjero vía SWIFT o fax, los montos a recibir por concepto de intereses y/o amortizaciones correspondientes a su posición de valores gubernamentales.

Al día siguiente, el día de pago, el inversionista extranjero informará al Depósito a dónde (institución de crédito y número de cuenta) se deberán asignar dichos fondos. Los datos son capturados en el SE para que, una vez generados los listados de liquidación de las cuentas de valores gubernamentales, se consulte en el sistema las instrucciones de liquidación.

Una vez realizado lo anterior, el Depósito verifica en la terminal del SIAC-BANXICO que los abonos efectuados por el Banco de México a la cuenta de efectivo del Depósito, con esa misma institución, estén correctos. Posteriormente, efectúa la transferencia de fondos a una cuenta concentradora en un banco comercial, para que conforme a las instrucciones del depositante se realice la distribución de fondos.

Como se observa, el servicio de administración de valores gubernamentales consiste en dar de alta las características de las emisiones depositadas, calendarizar los pagos de intereses y/o amortizaciones, calcular los importes a pagar por cada depositante y distribuir los fondos correspondientes.

IV.5 Análisis de volúmenes de operación

Para la estimación de los volúmenes de operación a manejar se considerarán las actividades necesarias para que el Depósito lleve a cabo los servicios de transferencia y administración de los valores gubernamentales a cada una de las instituciones que conforman el mercado meta, una vez que ya se han estimado los montos en valores gubernamentales a entrar al depósito.

La institución para el depósito de valores realizará, por cuenta del depositante extranjero, operaciones de traspaso (con las actividades complementarias que conlleva como confirmaciones, generación de reportes, etc.). La cantidad de traspasos a efectuar está en función de las siguientes variables:

- El número de instituciones que conforman el mercado meta,
- el momento, durante el período que abarca el proyecto, en que comenzarán a depositar sus portafolios, y
- la cantidad mínima, promedio y máxima de traspasos que actualmente cada institución realiza.

Tomando como base a lo anterior, se estiman las siguientes cantidades de traspasos:

AÑO	TRASPASOS TOTALES (Promedio mensual)	TRASPASOS DIARIOS (Promedio)
1995	1,489	71
1996	2,671	127
1997	3,183	152
1998	3,257	155
1999	3,257	155

Como se observa, para los años 1998 y 1999 se estima la misma cantidad total de traspasos, aún cuando los montos en custodia aumentan, esto es debido a que se estableció el supuesto de que no necesariamente a mayor monto en custodia se realiza una mayor cantidad de operaciones, por lo que, en una posición conservadora, la cantidad total máxima de traspasos que cada intermediario actualmente realiza se mantendrá para el final del período de estudio. Asimismo, es importante señalar que en base a un estudio de cargas de trabajo se determinó que un ejecutivo de cuenta (persona que se tiene comunicación directa con el depositante extranjero) puede realizar hasta 200 transferencias al día; por lo que se concluyó que para el proyecto sólo se requiere contratar a una persona.

En lo referente a la cantidad estimada de pagos por ejercicios de derechos (pago de intereses y amortizaciones), que el Depósito realizará por la administración de valores gubernamentales es importante señalar lo siguiente:

- Generalmente, los días jueves el Gobierno Federal realiza, vía Banco de México, el pago global por las emisiones que pagan interés y/o amortizan⁷⁰; por lo que se concluye que Banco de México distribuiría en cuatro ocasiones al mes los fondos correspondientes.
- El Depósito de Valores concentra todos los pagos de intereses, amortizaciones y dividendos en efectivo, de todas las emisiones que son sujetas de ejercicio en una fecha determinada, en uno o dos pagos. Cuando se realizan dos pagos es debido a que una parte de los montos se distribuye vía SIAC-BANXICO y la otra parte a través de la banca comercial. En el caso de los valores gubernamentales, todas los pagos se realizan a través de la banca comercial.

Por lo antes señalado y, en base al número de instituciones que conforman el mercado meta, así como al momento en que comenzarán a depositar sus portafolios, se estima la siguiente cantidad de pagos globales por ejercicios de derechos:

⁷⁰ El pago de interés y/o amortización de un instrumento podrá ser realizado en cualquier día hábil de la semana (según la fecha de pago o vencimiento del instrumento en cuestión), debido a que Banco de México tiene la facultad de emitir un instrumento gubernamental cualquier día hábil.

AÑO	TOTAL PAGOS (Promedio mensual)
1995	65
1996	86
1997	95
1998	96
1999	96

Respecto a la entrega de los reportes que se generan, se tienen dos modalidades: la entrega diaria de reportes vía SWIFT, fax o la entrega directa al mensajero (para los casos en que los inversionistas tengan oficinas de representación en México) y, la entrega mensual de los originales ya sea vía mensajería o entrega directa al mensajero.

Se estima que una vez que se incorpore al depósito el total de instituciones que conforman el mercado meta (en marzo de 1997), el total de reportes diarios será de 24, 8 de los cuales serán vía SWIFT, 14 vía fax y el resto entrega directa al mensajero. En cuanto a la entrega mensual de los originales vía mensajería al extranjero se estima será de 17 paquetes y el resto se entregará directamente al mensajero.

IV.6 Inversiones

Las inversiones requeridas para el proyecto son de dos tipos: Inversiones fijas e Inversiones diferidas.

Las *inversiones fijas* a realizar son las siguientes:

- Adquisición de 2 equipos de cómputo, cada uno con las siguientes características: monitor, CPU, velocidad 486, 240 megas en disco duro, 8 megas en RAM, software DOS 6.0, Windows 3.1, línea Vectra, Hewlett Packard. Un equipo será para conectar la línea con el SIAC-BANXICO y el otro equipo será para la terminal del Sistema para Extranjeros (SE). El costo de cada equipo es de N\$5,000.00 y tiene una tasa de depreciación del 25% anual.
- Adquisición de un equipo de cómputo especial para la terminal de SWIFT, con las siguientes características: Unisys ST200, estación maestra B38 con 4 megas en RAM, una unidad de disco duro de 68 megas, una unidad de disco flexible doble, cable de red local e impresora 8070. El costo aproximado del equipo es de N\$7,000, con una tasa de depreciación anual del 25%.

Como equipo complementario a cada terminal de SWIFT, se requiere un equipo lector de tarjetas que facilitará el acceso al sistema, evitando digitar todas las claves de acceso. Este equipo que consiste en un Equipo Lector de Seguridad (SCR), en un Equipo Lector Básico (BCR) y en nueve

tarjetas de circuito integrado (ICCs) será proporcionado de manera gratuita por la empresa SWIFT.

- Desarrollo del software necesario para digitar las altas y/o bajas en el SE. El costo estimado del software que se desarrolló internamente asciende aproximadamente a N\$40,361 y tiene una tasa de depreciación del 25% anual.
- Adquisición de un equipo de oficina integrado por una mesa pentagonal, silla reclinable, mesa para impresora y accesorios de oficina; debido a que será necesaria la contratación de una persona. El costo aproximado del equipo de oficina asciende a N\$5,000, con una tasa de depreciación anual del 10%.

Las *inversiones diferidas* a realizar son las siguientes:

- La instalación del software necesario para el enlace de la terminal del Depósito con el computador central de Banco de México (enlace SIAC-BANXICO). El costo por el enlace es de N\$ 1,500; con una tasa de amortización del 5% anual.
- La autorización para el enlace de la estación del Depósito con el computador central de SWIFT. El costo aproximado es de N\$2,000; con una tasa de amortización del 5% anual.

IV.7 Análisis de costos y gastos

La realización y mantenimiento del proyecto implica diversos costos y gastos. Los costos en que se incurrirá los podemos clasificar en costos variables y costos fijos.

Los costos variables para ofrecer los servicios de custodia, transferencia y administración de valores gubernamentales son los siguientes:

- Costo por mensaje de SWIFT. Este costo se adquiere *solo* por mensajes que el Depósito envía, no por los que recibe. Los mensajes por SWIFT, resultado de confirmaciones o envío diario de información, se realizarán con aquellos depositantes que también cuenten con el sistema. Actualmente, el costo aproximado por mensaje es de N\$3.88.
- Costo por cada mensaje vía fax. Este costo, que opera de manera similar al costo por mensaje en SWIFT, se calculó en base a los costos mensuales reales del área y al número de fax que envió, por lo que, el costo unitario por mensaje vía fax es de N\$0.5.
- Costo por cada paquete de mensajería que se envía. La entrega de los reportes originales a los depositantes extranjeros a través de mensajería, en los casos en que aplica, ocasiona los siguientes costos por cada paquete cuyo peso esté en el rango de 0 - 500 gramos: a Estados Unidos y Canadá N\$80, y al resto del mundo N\$93.

Los costos fijos en que se incurrirá son los siguientes:

- Sueldo y prestaciones a la persona que sea contratada para realizar las funciones de un ejecutivo de cuenta. Se considera un sueldo nominal mensual de N\$4,200, 13% de fondo de ahorro, 5% en vales de despensa, gratificación anual por los servicios prestados durante el ejercicio (comúnmente denominado aguinaldo), prima vacacional del 30%, pago de vacaciones, SAR, INFONAVIT, IMSS, recursos para capacitación, seguros, impuesto del 2% sobre nómina.
- Costo anual por mantenimiento del equipo de soporte (hardware y software) del SWIFT. El costo aproximado por el soporte del hardware es de N\$5,286 y del soporte del software es de N\$21,144.
- Costo anual por mantenimiento del SIAC-BANXICO que asciende a N\$21,000.
- Costo por corrección del software del SE. Previniendo que durante el primer mes de operación real surja la necesidad de realizar modificaciones al sistema se han contemplado 4 sesiones (días) de mantenimiento; lo cual se estima tendrá un costo total de N\$5,232.

Los gastos que se realizarán para el proyecto son básicamente por administración y venta; siendo los siguientes:

- **Publicación de un artículo promocional en una revista extranjera con enfoque financiero. La revista elegida circula en 54 países (incluyendo Estados Unidos, donde está la mayor parte de nuestro mercado meta), se distribuye en líneas aéreas y en diversas conferencias todo un año. Para la publicación será necesario realizar el diseño y originales mecánicos que se estima tengan un costo global de N\$4,600, mismos que serán enviados a la revista para ser publicado en una página interior en color, lo cual tendrá un costo de N\$50,000. En total, se estima que la publicación tenga un costo total de N\$54,600. Este gasto se realizará sólo una vez.**
- **Gasto mensual por el uso de teléfono. En base a gastos reales mensuales y al número de personas que realizan dicha operación, se ha considerado un costo mensual por persona de N\$382.5.**
- **Gasto mensual por papelería y artículos de oficina. La estimación de este gasto fue similar a la aplicada en los gastos por teléfono, resultando en N\$312 mensuales por persona.**

IV.8 Análisis de ingresos

Los ingresos que serán generados con la puesta en marcha del proyecto son, básicamente por el servicio de custodia de los valores, por la realización de traspasos libres de pago (es decir, las bajas o entregas libres de pago resultado de una operación de venta), por el servicio de pago de ejercicios de derechos y por mensajería (el envío de paquetes). Todos estos cobros, así como su mecánica de cálculo, se llevarán a cabo según la estructura tarifaria del Depósito de Valores que fue implantada el 1º de mayo de 1994 (véase Anexo 1).

Para la determinación de la tarifa por custodia y, por tanto, para el cálculo de los ingresos por custodia de los valores gubernamentales será necesario considerar no solo los montos en estos valores, sino también los montos en otros valores de renta fija que se incorporen, resultado del impacto global del proyecto. Esto es por la metodología de cálculo establecida en las Tarifas 1994, sin embargo, se diferenciarán los ingresos que se generen únicamente por la custodia de los valores gubernamentales. Las tarifas a aplicar por la custodia de los valores antes señalados serán las indicadas en el punto I. CUSTODIA DE VALORES, inciso c). En ese sentido, es importante aclarar que en base a la estructura tarifaria se considera a los depositantes extranjeros como *participantes* para la determinación de la tarifa correspondiente.

La tarifa que se aplicará solo a aquellas operaciones de entrega de valores libres de pago (es decir, operaciones que implican una baja de valores en el Sistema para Extranjeros y un retiro en el SIAC-BANXICO), será la referente a transferencias, señalada en el punto III. TRANSFERENCIA, "traspaso de valores otro medio". No se aplica la tarifa por traspaso electrónico (es decir, a través del sistema de cómputo del Depósito) porque los depositantes extranjeros no tienen la autorización para hacer sus depósitos, retiros o traspasos a través de este medio; por lo que deben hacer uso del SWIFT, fax o la ficha de traspaso para enviar las instrucciones. A las operaciones de reporto se les aplicará la tarifa antes señalada, porque para el Depósito, la segunda parte de éste tipo de operación, el "regreso" es una operación de entrega de valores.

Por los pagos de ejercicios de derechos se aplicará la tarifa señalada en el punto II. ADMINISTRACIÓN, "recepción de efectivo en cada cuenta". Esto debido a que los ejercicios de derechos sobre los valores gubernamentales son únicamente en efectivo.

Y, finalmente, otra de las actividades que son sujetas a cobro es el envío de paquetes de mensajería. A los depositantes extranjeros, cuyos paquetes de mensajería se envían al extranjero de manera mensual, la tarifa a aplicar es la señalada en el punto VI. OTROS SERVICIOS, mensajería - extranjero. El resto de los depositantes que recogen sus paquetes en las oficinas del depósito están exentos del cobro.

V. ESTUDIO FINANCIERO

V.1 Presupuestos

Como resultado de lo expuesto en el capítulo IV. del presente estudio y con el propósito de hacer pronósticos de las inversiones, los costos y los gastos a realizar, así como de los ingresos a obtener, se generan diversos presupuestos; cada uno para un período que abarca de enero de 1995 a diciembre de 1999.

El período de 5 años se definió en base a los siguientes elementos:

- El mayor activo fijo del proyecto será el software desarrollado para el Sistema para Extranjeros, que tiene una tasa de depreciación del 25%, es decir, al finalizar el 4º año de adquirido el equipo su valor en libros será de cero.
- El mercado de dinero, al cual pertenecen los valores gubernamentales, es un mercado que se mueve a una gran velocidad y cuyo comportamiento responde tanto a factores económicos como políticos, por lo que realizar la evaluación para períodos muy largos arrojaría resultados muy poco confiables.
- El Depósito de Valores de México es una institución que cuenta con una infraestructura desarrollada y con personal con experiencia (desde 1989, año en que fue creada la Subdirección de División Internacional) en el manejo de valores en beneficio de sus depositantes extranjeros, por lo

que la inversión necesaria para el proyecto sería mínima y recuperable en un corto plazo.

Los cálculos de los diversos presupuestos son en base a cifras mensuales, esto porque la demanda es en el corto plazo y porque con una mayor cantidad de datos los resultados de los cálculos son más exactos.

Presupuesto de gastos de depreciación y amortización

Las inversiones, tanto fijas como diferidas, se realizarán antes de la fecha de inicio del proyecto, noviembre de 1994, comenzando a depreciarse o amortizarse a partir de enero de 1995 (véase Cuadro 5.1).

Cuadro 5.1

PRESUPUESTO DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

CONCEPTO	VALOR DE LA INVERSIÓN	TASA DEPREC./ AMORT. ANUAL	MONTO DEPREC./ AMORT. ANUAL	VALOR DE RESCATE
INVERSIONES FIJAS	62,361			
EQUIPO PARA EL "SIAC-BANXICO"	5,000	25%	1,250	0
EQUIPO PARA "SE"	5,000	25%	1,250	0
EQUIPO PARA "SWIFT"	7,000	25%	1,750	0
SOFTWARE PARA EL "SE"	40,361	25%	10,090	0
OFICINA	5,000	10%	500	2,500
INVERSIONES DIFERIDAS	3,500			
INSTALACIÓN DE SIAC-BANXICO	1,500	5%	75	1,125
AUTORIZACIÓN DE TERMINAL DE SWIFT	2,000	5%	100	1,500
TOTAL	65,861			5,125

Al final del período que abarca la evaluación del proyecto, *solo* las siguientes inversiones tendrán valor de rescate: el equipo de oficina por N\$2,500; la inversión en la instalación del SIAC-BANXICO por N\$ 1,125 y la inversión en la autorización para el enlace de la estación del Depósito con el computador central de SWIFT por N\$1,500. El valor de rescate total al final del período será de N\$5,125 (véase Anexo 2).

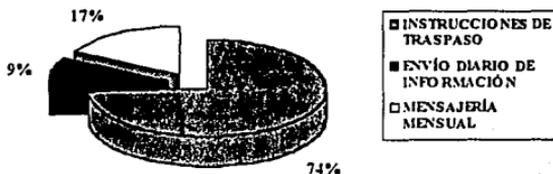
Presupuesto de costos variables de operación

Para la elaboración del presupuesto de costos variables se ha considerado, además de los elementos señalados en los puntos IV.5 y IV.7, un incremento anual estimado en cada uno de los considerados costos variables que se realizarán durante el período establecido (véase Anexo 3).

La distribución acumulada de los costos variables en que se incurrirá son los que se presentan en el Gráfico 5.1.

Gráfico 5.1

DISTRIBUCIÓN DE LOS COSTOS VARIABLES DEL PROYECTO



FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de Investigaciones propias.

Presupuesto de costos fijos de operación

Para la elaboración del presupuesto de costos fijos se han considerado, además de los elementos señalados en el punto IV.7, incrementos anuales en cada uno de los considerados costos fijos que se realizarán durante el período establecido. Además de un aumento del 100% en el sueldo del ejecutivo de cuenta al inicio del 3er año del proyecto (véase Anexo 4).

La distribución acumulada de los costos fijos en que se incurrirá son los que se presentan en el Gráfico 5.2; exceptuando el costo por corrección del software para el SE por realizarse sólo una vez.

Gráfico 5.2

DISTRIBUCIÓN DE LOS COSTOS FIJOS DEL PROYECTO



FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

Presupuesto de gastos de administración y venta

Para la elaboración del presupuesto de gastos de administración y venta se han considerado, además de los elementos señalados en los puntos IV.7, incrementos anuales en cada uno de los gastos que se realizarán durante el período establecido (véase Anexo 5).

La distribución acumulada de los gastos de administración y venta en que se incurrirá son los que se presentan en el Gráfico 5.3; exceptuando el gasto del artículo en una revista extranjera por realizarse sólo una vez.

Gráfico 5.3

**DISTRIBUCIÓN DE LOS GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y VENTA
DEL PROYECTO**



FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

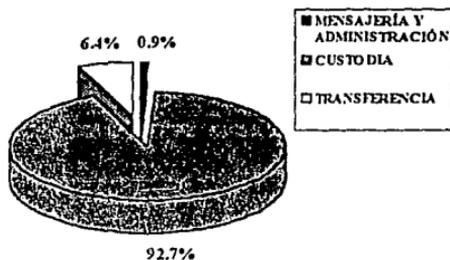
Presupuestos de ingresos de operación

Para la elaboración de los presupuestos de ingresos por custodia (considerando únicamente los que se generen por la custodia de los valores gubernamentales), transferencias, administración y por mensajería (véase Anexo 6); las tarifas del Depósito se han considerado constantes a lo largo del período establecido y se han tomado las proyecciones de los montos a custodiar y movimientos a realizar señalados en los puntos IV.2 y IV.5.

La distribución acumulada de los ingresos de operación en que se incurrirá son los que se presentan en el Gráfico 5.4.

Gráfico 5.4

**DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS DE OPERACIÓN
RESULTADO DEL PROYECTO**

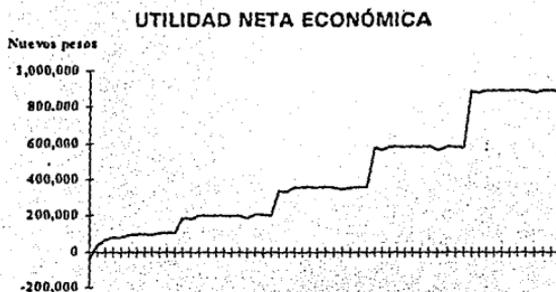


FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de Investigaciones propias.

V.2 Estado de Resultados y Estado de Origen y Aplicación de Recursos

Bajo los supuestos anteriores, los cálculos del Estado de Resultados (véase Anexo 7) indican que el Depósito de Valores tiene utilidades desde el segundo mes de operación (véase Gráfico 5.5).

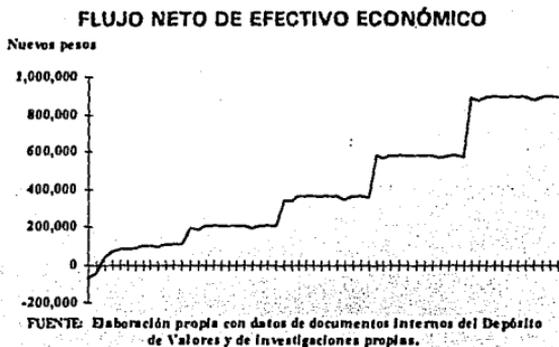
Gráfico 5.5



FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de Investigaciones propias.

El flujo de efectivo económico, que muestra el Estado de Origen y Aplicación de Recursos (véase Anexo 8), es suficiente para cubrir en el corto plazo las inversiones programadas (véase Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6



Es importante señalar que debido a que no se tienen gastos financieros (créditos), la evaluación de los estados antes señalados es sólo económica.

V.3 Evaluación financiera

Para el cálculo de los diversos indicadores que nos permitan evaluar la viabilidad económica del proyecto, se tomó la Tasa de Rendimiento Empresarial Mínima Aceptable (TREMA) que considera elementos externos. Esto es debido a que el mercado meta está compuesto de instituciones extranjeras (principalmente norteamericanas), y a que la TREMA "mexicana" de 6.0% es inferior (se considera la tasa de cetes a 28 días 31%, riesgo cero en éste tipo de instrumento y la tasa de inflación anual estimada 25%).

La TREMA extranjera definida en 12.6% anual, suma los siguientes elementos: la tasa de rendimiento de los Treasury Bills de E. U. a 3 meses (5.6% anual), la tasa estimada de inflación externa (3% anual), un riesgo nulo y la ganancia por tipo de cambio peso/dólar (10% en un año).

Los resultados cuantitativos de la evaluación del proyecto son los siguientes:

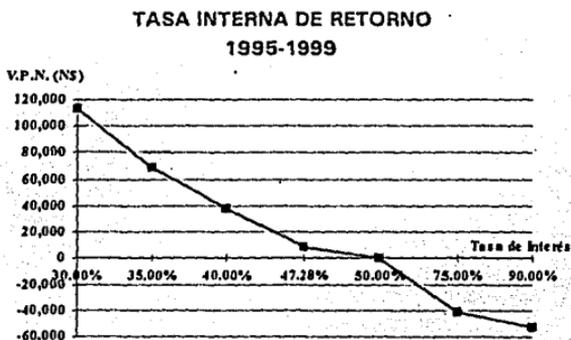
- Las cifras anuales acumuladas del valor presente neto, son las siguientes:

AÑO	VALOR PRESENTE NETO ACUMULADO (Nuevos Pesos)
1995	324,321
1996	613,903
1997	737,724
1998	786,330
1999	804,328

Dado que la equivalencia en el tiempo cero de los flujos de efectivo futuros que genera el proyecto es mayor que la inversión (es positivo), se recomienda aceptar el proyecto.

- Una vez que se ha calculado el valor presente neto de los flujos netos de efectivo, se obtiene que la Tasa Interna de Retorno (TIR), es decir, la tasa de interés que reduce a cero el valor presente de una serie de ingresos y egresos, es del 49.9%. (Véase Gráfico 5.7).

Gráfico 5.7



FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de Investigaciones propias.

- La TIR Social, la diferencia entre la TIR antes de impuestos y la TIR después de impuestos, es decir, lo que en teoría recauda el gobierno por concepto de impuestos y puede canalizar a obras de beneficio social, es de 17.3%.
- El Período de Recuperación de la Inversión (PRI) es de aproximadamente 3 meses.
- La Tasa de Rentabilidad del proyecto es de N\$12.21 por cada peso invertido.

Como se puede observar, el proyecto es muy rentable y la inversión se recupera en el corto plazo.

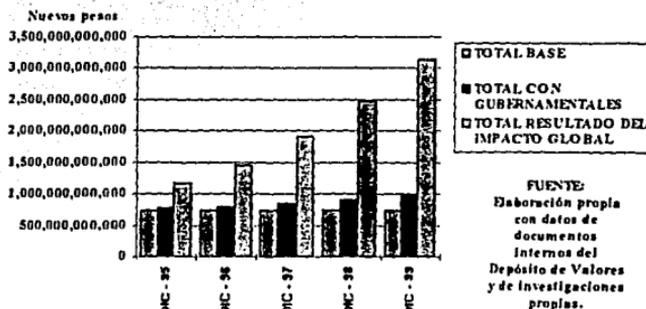
Con la puesta en marcha y la correcta implantación del proyecto, el Depósito de Valores obtendrá, *ceteris paribus*, los siguientes beneficios:

- Mayor cartera de valores elegibles. Se podrá ofrecer el servicio de custodia, administración y transferencia sobre la totalidad de los valores que se operan en el mercado.
- Crecimiento de la cartera de clientes. La cartera de instituciones extranjeras registradas con cuenta(s) directa(s) se incrementará en 13, pasando de 14 a 27 instituciones.

- Aumento de la base de cobro con el consecuente aumento de los ingresos estimados (véase Gráfico 5.8). Si tomamos únicamente la base sobre la que se calculan los ingresos por custodia (es decir, el valor de mercado de los valores en depósito) tenemos que ésta, al 31 de diciembre de 1994, ascendía 744,188 millones de nuevos pesos, misma que se estima crecerá en un 4% para el mismo mes pero de 1995, en un 8% para 1996, en un 14% para 1997, en un 23% para 1998 y en un 36% para 1999; esto considerando únicamente el monto en valores gubernamentales que se estima entrarán al Depósito. Si tomamos los montos que se estima entrarán al Depósito, resultado del impacto global del proyecto, tenemos que para diciembre de 1995 el valor total del depósito (Incluyendo valores gubernamentales, valores de renta variable y renta fija) crecerá en un 57%, para 1996 en un 96%, para 1997 en un 156%, para 1998 en un 233% y para 1999 en un 321%.

Gráfico 5.8

ESTIMACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL VALOR DEL DEPÓSITO



Es importante señalar que falta considerar la cantidad de traspasos, paquetes de mensajería, pagos de ejercicios de derechos, etc. que serían, adicionalmente, sujetos a cobro.

- Mayores ingresos de operación. Se estima que de enero de 1995 a diciembre de 1999 se generarán en promedio anual 9.3 millones de nuevos pesos adicionales, considerando lo que en estricto sentido ingrese por los valores gubernamentales (ingresos por custodia, traspasos, mensajería y administración) (véase Cuadro 5.2). Ahora bien, si consideramos el impacto global del proyecto (donde se adicionan los ingresos por custodia de los portafolios en valores de renta variable y renta fija), se estima que para el mismo período se generarán en promedio anual 76.9 millones de nuevos pesos adicionales (véase Cuadro 5.3).

Cuadro 5.2

**PRESUPUESTO DE INGRESOS
 TOTALES POR
 VALORES
 GUBERNAMENTALES
 (Nuevos Pesos)**

AÑO	INGRESOS TOTALES	
	(Acumulado)	(Promedio Mensual)
1995	1,928,460	160,705
1996	4,556,518	379,710
1997	7,995,463	666,289
1998	12,776,522	1,064,710
1999	19,484,770	1,623,731
Promedio	9,348,347	779,029

Cuadro 5.3

**PRESUPUESTO DE INGRESOS
 TOTALES POR IMPACTO
 GLOBAL DEL
 PROYECTO
 (Nuevos Pesos)**

AÑO	INGRESOS TOTALES	
	(Acumulado)	(Promedio Mensual)
1995	21,974,613	1,831,218
1996	42,902,615	3,575,218
1997	70,560,723	5,880,060
1998	104,890,411	8,740,868
1999	144,173,395	12,014,450
Promedio	76,900,351	6,408,363

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

- Contrarrestar, en cierta proporción, la caída en los ingresos de operación ante el descenso del valor de mercado del monto en depósito de los valores de renta variable. Los resultados de una regresión de dos variables, utilizando datos mensuales reales desde enero de 1992 a diciembre de 1994, indican que los ingresos totales de operación del Depósito de Valores son determinados, aproximadamente, en un 72% por el valor de mercado de los instrumentos del mercado de renta variable. Esto se ratifica por el simple hecho de que los ingresos por custodia generados por éstos últimos valores representan el 68% en promedio, de los ingresos totales de operación.

Si consideramos únicamente la incorporación de los portafolios en valores gubernamentales, valores correspondiente al mercado de dinero, se estima que la participación de los ingresos por custodia generados por valores de renta variable pase de 68% en 1994, a 66% en 1995, a 64% en 1996, a 61% en 1997, a 58% en 1998 y a 53% en 1999 (véase Cuadro 5.4). Como se ve, se pronostica que los ingresos totales de operación sean determinados en cada vez menor proporción por los ingresos resultantes por la custodia de valores de renta variable.

Cuadro 5.4

**IMPACTO DE LOS INGRESOS POR VALORES GUBERNAMENTALES
EN LOS INGRESOS TOTALES DEL DEPÓSITO
(Nuevos Pesos)**

CONCEPTO	1994		1995		1996		1997		1998		1999	
	DICIEMBRE Acumulado	% *	DICIEMBRE Acumulado	%								
TOTAL	71,476,000	100%	73,404,460	100%	76,032,518	100%	79,471,463	100%	84,252,522	100%	90,960,770	100%
POR CUSTODIA DE RTA. VAR.	48,603,680	68%	48,603,680	66%	48,603,680	64%	48,603,680	61%	48,603,680	58%	48,603,680	53%
POR CUSTODIA DE RTA. FIJA	8,577,120	12%	8,577,120	12%	8,577,120	11%	8,577,120	11%	8,577,120	10%	8,577,120	9%
POR OTROS SERVICIOS	14,295,200	20%	14,295,200	19%	14,295,200	19%	14,295,200	18%	14,295,200	17%	14,295,200	16%
POR VALORES GUBERNAMENT.	0	0%	1,928,460	3%	4,556,518	6%	7,995,463	10%	12,776,522	15%	19,484,770	21%

* Estos porcentajes se tomaron en base a los resultados de las tarifas 1994, mismas que son la base del proyecto.

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

Sin embargo, esto tal vez no sea así debido a que *también* se tiene planeado que se incorporen portafolios integrados por valores de renta variable. Por otra parte, dadas las expectativas de la economía mexicana y el desarrollo de nuevos instrumentos de inversión (por ejemplo, las opciones y los futuros), es lógica la relación que se presenta al tomar mayor importancia el mercado de renta variable y disminuir la preferencia por instrumentos de renta fija.

Por lo antes expuesto, se concluye que el problema de que los ingresos de operación del Depósito se reduzcan de manera importante ante el descenso del valor de mercado del monto en depósito de los valores de renta variable, es un *problema estructural*. Es decir, el problema de que por cada un mil millones de nuevos pesos que baje el monto en depósito, a valor de mercado, de los instrumentos de renta variable (resultado de una baja en el precio de los valores y/o retiro de este tipo de títulos), los ingresos de operación Depósito de Valores bajen, aproximadamente, en N\$6,174.36 tiene su origen en el esquema tarifario, debido a que la mayor parte de los ingresos se generan por la custodia y, la mayor parte de estos, por la custodia de valores de renta variable (el monto en custodia de valores de renta variable ha representado el 71% del total depositado y, las tarifas que se aplican sobre éstos valores son 42% superiores, en promedio, a las de los instrumentos de renta fija).

De cualquier forma, con el impacto global de la incorporación de los valores gubernamentales, el Depósito de Valores alcanzará un nivel superior en su curva de ingresos de operación.

- Cumplir totalmente con la recomendación No. 3 del grupo de los treinta y, así, alcanzar estándares y seguir prácticas mundiales.

Para el inversionista extranjero, los beneficios del proyecto serán:

- Posibilidad de reducir sus costos por custodia en un 75% en promedio y por operaciones de traspaso libres de pago en un 56%; mientras que la reducción en los costos de administración es sustancial porque el Depósito aplica una cuota fija mínima, mientras que los custodios un porcentaje sobre el interés o la amortización pagada.
- Facilidad de concentrar e integrar sus portafolios de inversión en una sola institución, con la consecuente simplificación de la administración interna de sus portafolios. Los inversionistas extranjeros recibirían los reportes de sus operaciones, de sus posiciones, sus estados de cuenta de manera consolidada en un formato único y de una sola institución en vez de varios reportes en distintos formatos por provenir de diferentes instituciones, con el posterior problema de tener que consolidar sus movimientos y costos.
- Confianza en que sus instrucciones para realizar las operaciones, así como los pagos por ejercicios de derechos, serán realizados por una institución imparcial y con reconocimientos mundiales.

VI. EVALUACIÓN ECONÓMICA

VI.1 El sistema económico como marco actual del proyecto

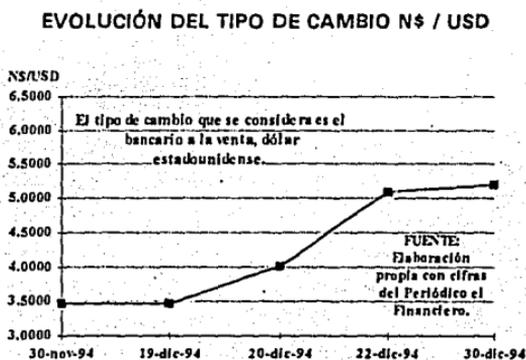
Para tomar la decisión de invertir o no en México, como en otros países, no se debe analizar la situación económica, política y social a una fecha determinada; sino que se deben considerar las perspectivas del país tomando como base el análisis de la situación actual.

A fines de 1994, en México se pensó que se estaba dejando atrás la crisis económica que estalló en 1982, y que contábamos ahora con un sistema económico dinámico y cambiante pero con estabilidad macroeconómica; donde, a través de un proceso de reconversión industrial, se habían sentado las bases para el desarrollo del país. Esto, en un marco de mayor competencia y progresiva apertura de todas las áreas de la economía.

Sin embargo, nos equivocamos. Para fines de 1994, los problemas del déficit creciente de la cuenta corriente (que en 1994 alcanzó los 28 mil millones de dólares), la menor entrada de capitales, el mayor endeudamiento externo de corto plazo, así como las menores condiciones de rentabilidad y crecimiento que ofrecía la economía nacional, trajeron consigo una reducción en las reservas internacionales (que en unos cuantos meses descendieron a solo seis mil millones de dólares). Esto motivó la devaluación del peso frente al dólar y la crisis de pagos de la economía.

A raíz de las fuertes devaluaciones del día 20 de diciembre (incremento de la banda de flotación peso-dólar en 15.3%) y 22 de diciembre de 1994 (cuando se eliminó el control de cambios) (véase Gráfico 6.1), la realidad nos muestra que los problemas estructurales no se han resuelto.

Gráfico 6.1



El cuadro 6.1 muestra las perspectivas sobre algunas de las principales variables macroeconómicas de México para 1995.

Cuadro 6.1

METAS MACROECONÓMICAS PARA 1995

	ESCENARIO GUBERNAMENTAL*	ESCENARIO PRIVADO**
Incremento anual del PIB (%)	1.5	-0.5
Inflación acumulada (%)	19.0	25.0
Tasa de interés - cetes 28 días (tasa porcentual promedio)	24.0	31.0
Tipo de Cambio (promedio)	N\$4.5 / USD	N\$5.0 / USD
Déficit Cuenta Corriente (mmd)	-14.0	-15.0

- * Cifras estimadas por el gobierno después de las dos devaluaciones de diciembre de 1994.
- ** Promedio de estimaciones de diversos sectores de la economía.

Como se puede observar, la falta de una política cambiaria y libre flotación del peso vuelven a presentar escenarios de inflación, de restricción del crédito y de altas tasas de interés, hechos que predeterminan inestabilidad financiera y escasa credibilidad; significando un freno al futuro crecimiento y desarrollo de la economía. En caso de existir crecimiento, éste se verá reflejado únicamente en las grandes empresas exportadoras.

En base a lo anterior, podemos esperar para 1995 un bajo crecimiento del mercado de valores mexicano, en particular del mercado accionario; mientras que se espera una mayor demanda de instrumentos de renta fija por los altos rendimientos que se espera otorguen.

Aún cuando los cambios cuantitativos del mercado de valores mexicano no se espera sean significativos, los cambios cualitativos prevén grandes avances en su desarrollo. Esto es debido a que la modernización y apertura del sistema financiero mexicano han sido más rápidos que en el resto de los sectores productivos.

La apertura y modernización del sistema financiero mexicano se reflejan en diversos hechos: se restableció el régimen mixto de propiedad en la prestación de servicios bancarios, se aprobaron y modificaron diversas leyes que regulan el sistema financiero, se liberó la fijación de tasas de interés y de plazos, se eliminaron cajones selectivos de crédito y desapareció el encaje legal, se autorizó la creación de 29 grupos financieros, se promovió la desregulación y creación de nuevos intermediarios financieros (instituciones de banca múltiple, casas de bolsa, aseguradoras, arrendadoras y casas de cambio), se autorizó el establecimiento de 52 filiales financieras del exterior, se modificó el marco regulatorio del mercado de valores consolidando su actual estructura y promoviendo su internacionalización.

Por lo antes expuesto, podemos decir que el sistema financiero mexicano presenta avances cualitativos en su proceso de apertura y modernización que permitirán atenuar los efectos de la crisis económica y financiera que se presentarán en el corto plazo sobre la economía mexicana.

VI.2 Factores condicionantes del sistema económico sobre el cálculo económico del proyecto

La rentabilidad del proyecto y los beneficios que implícitamente se planea traerá consigo, deberán volver a ser analizados dados los diversos fenómenos que de manera particular están impactando al sistema financiero mexicano y, en especial, al Depósito de Valores. Tales fenómenos son: la apertura financiera, las nuevas alternativas de inversión y las desventajas competitivas del Depósito frente a los custodios.

1. Apertura financiera. Dentro del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, celebrado por nuestro país con los Estados Unidos de Norteamérica y Canadá y que comenzó su vigencia a partir del 1º de enero de 1994; en la Quinta Parte, relativa a la Inversión, Servicios y Asuntos Relacionados, se incluyó el Capítulo XIV sobre Servicios Financieros, en el cual se señalan los principios generales que regirán el comercio de tales servicios.

"México asumió la obligación de permitir el establecimiento en territorio nacional de filiales de intermediarios financieros de origen canadiense o estadounidense.

En cumplimiento de la citada obligación, el H. Congreso de la Unión aprobó la inclusión de un nuevo capítulo en cada una de las leyes financieras, aplicable a las filiales de instituciones financieras del exterior⁷¹.

Las filiales de instituciones financieras del exterior se constituirán conforme a las leyes mexicanas, serán de nacionalidad mexicana y, por lo tanto, quedarán sujetas a la legislación y jurisdicción nacional. Su naturaleza jurídica no será distinta de la de los intermediarios financieros en cuyo capital participan mayoritariamente inversionistas mexicanos, por lo que podrán realizar el mismo tipo de actividades que estos últimos.⁷²

En el Tratado de Libre Comercio se estipuló que la apertura no será igual para todos los tipos de intermediarios; para algunos ésta será total y de inmediato y para otros gradual. En el caso de las casas de bolsa e instituciones de crédito (instituciones que conforman el mercado meta), la apertura será gradual y progresiva. Gradual, porque durante un período de transición de seis años, contados del 1º de enero de 1994 al 31 de diciembre de 1999, existirán límites de mercado globales y en

⁷¹ Revisar el "DECRETO por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, Ley de Instituciones de Crédito, Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Ley del Mercado de Valores, Ley de Sociedades de Inversión, Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros y Ley Federal de Instituciones de Fianzas", publicado en la Segunda Sección del Diario Oficial de la Federación el día jueves 23 de diciembre de 1993.

⁷² Banco de México. Informe Anual 1993, pg. 94.

algunos casos individuales; progresiva, porque los primeros límites señalados se incrementarán anualmente.

Esto representa la posibilidad de que los actuales depositantes extranjeros del Depósito de Valores cancelen sus cuentas directas y abran otras, igualmente en el Depósito, pero ahora como cualquier intermediario nacional al constituirse conforme a las leyes mexicanas y aceptar la nacionalidad mexicana. Con ésto, el servicio de custodia, administración y transferencia de valores gubernamentales para inversionistas extranjeros que ofrecerá el Depósito dejaría de ser viable para estos intermediarios (por los términos del contrato entre el Depósito y el Banco de México).

Si a lo anterior aunamos que la inversión extranjera podrá, a través de una filial, realizar la apertura de cuentas directamente en Banco de México para el manejo de valores y efectivo⁷³ (esto porque las filiales de instituciones financieras del exterior se constituirán conforme a las leyes mexicanas, serán de nacionalidad mexicana y, por lo tanto, quedarán sujetas a la legislación y jurisdicción nacional); vemos que la tendencia se orienta a que los inversionistas extranjeros custodien y administren sus valores gubernamentales directamente con Banco de México. Esto

⁷³ De la Ley del Banco de México, del Capítulo III, De las Operaciones, Artículo 7º, Punto XII. "Recibir depósitos de títulos o valores, en custodia o en administración, de las personas señaladas en las fracciones VII y VIII anteriores. También podrá recibir depósitos de otros efectos del Gobierno Federal..."

De la Ley del Banco de México, del Capítulo III, De las Operaciones, Artículo 7º, Punto VII. "Recibir depósitos bancarios de dinero del Gobierno Federal, de entidades financieras del país y del exterior, de fideicomisos públicos de fomento económico..., de instituciones para el depósito de valores, así como de entidades de la administración pública federal cuando las leyes así lo dispongan;..."

representa para el inversionista extranjero la eliminación de un intermediario (el Depósito de Valores o un custodio) y, por tanto, menores costos debido a que con Banxico no pagarían por la custodia, sino únicamente por la conexión y uso del SIAC-BANXICO.

2. Nuevas alternativas de inversión. En México, antes de 1992, solo existían dos mercados para invertir, el mercado de renta variable y el mercado de renta fija, principalmente. Cuando la rentabilidad en el mercado accionario bajaba, la mayor parte de los portafolios de inversión eran trasladados a valores de renta fija, y viceversa; a fin de proteger la inversión. Ahora, con el inicio en octubre de 1992 de la operación del mercado de derivados (con los warrants como primer instrumento de éste tipo de mercado) y la introducción en breve de los instrumentos denominados opciones y futuros; esa antigua relación inversa entre los dos mercados (de renta variable y renta fija) se debilita, debido a que con los nuevos instrumentos de inversión se pueden hacer coberturas con los mismos valores de renta variable. Por lo tanto, la preferencia por valores de renta fija (incluyendo a los gubernamentales) será menor al contar con instrumentos que minimizan el riesgo y maximizan la ganancia a través de coberturas.

Esto afecta de manera muy importante los resultados del proyecto, debido a que la demanda por valores gubernamentales (aún cuando el riesgo por invertir en ellos sea cero, los rendimientos sean reales positivos y tengan la categoría de *ready market*) se estima tienda a ser cada vez menor. Además, los inversionistas extranjeros, integrantes del mercado meta, quienes son conocedores de las bondades de los

instrumentos del mercado de derivados (apalancamiento, liberación de efectivo y cobertura financiera, principalmente), preferirán invertir en éstos.

3. Desventajas competitivas del Depósito de Valores frente a los custodios.

Aún cuando el Depósito ofrece los mismos servicios básicos para llevar a cabo la custodia, administración y transferencia de valores que los custodios no cuenta con servicios de valor agregado, por la sencilla razón de que no puede ofrecer a sus depositantes cuentas de efectivo. Esto obliga a los inversionistas extranjeros a liquidar "por fuera" las operaciones de compraventa de valores, teniendo que utilizar, de manera adicional, los servicios de una institución de crédito; lo cual redonda en mayores costos y complicaciones para los inversionistas extranjeros para concretar una operación. Mientras que los custodios, al ser instituciones de crédito, sí ofrecen cuentas de efectivo, facilitándoles la liquidación en valores y efectivo al mismo tiempo; pero a un costo mayor.

El impacto de los fenómenos antes descritos nos obliga a reconsiderar las variables y resultados del proyecto a través de un *análisis de sensibilidad*.

El análisis de sensibilidad que se presenta se basa en las siguientes modificaciones en las variables del proyecto, mismas que tienen una alta probabilidad de suceder:

- 8 de los 12 actuales depositantes extranjeros, considerados parte del mercado meta, no depositarán sus portafolios en valores gubernamentales, debido a que fueron autorizados a operar como filiales⁷⁴ y será a partir del 2º semestre de 1995 cuando inicien operaciones como tales, por lo que podrán contar con cuentas de depósito directamente en Banco de México. Lo anterior, se supone por razones de ahorro en costos y simplificación del manejo administrativo de los portafolios.

En ese mismo sentido, suponemos que 7 de los 13 clientes potenciales contactados y considerados como parte del mercado meta tampoco incorporarán sus portafolios al Depósito al preferir esperar algunos meses para comenzar su operación como filiales.

- Los portafolios en valores de renta variable crecerán cada año, a partir de 1996, un 10% adicional a lo previsto, mientras que los portafolios en valores de renta fija decrecerán en la misma proporción.

⁷⁴ Las instituciones fueron seleccionadas en base a la lista de las filiales de intermediarios financieros autorizadas para establecerse en territorio nacional, que fue dada a conocer por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público el día 17 de octubre de 1994.

- Las tarifas por custodia disminuirán en un 15% y la tarifa por transferencia disminuye de N\$30 a N\$15. Esto como una medida para retener y atraer a las instituciones integrantes del mercado meta.

Los resultados del análisis de sensibilidad son los siguientes:

- Las cifras anuales acumuladas del nuevo valor presente neto, son las siguientes:

AÑO	VALOR PRESENTE NETO ACUMULADO (Nuevos Pesos)
1995	40,206
1996	149,723
1997	192,803
1998	208,434
1999	213,548

Aún y cuando el valor presente neto acumulado en el período baja en un 73.5% con respecto al primer resultado, el proyecto sigue siendo aceptable.

- Una vez que se ha recalculado el valor presente neto de los flujos netos de efectivo, se obtiene que la Tasa Interna de Retorno (TIR) bajó 25.8 puntos porcentuales al disminuir de 49.9% a 24.1%.
- La TIR Social baja 10.1 puntos porcentuales para alcanzar un 7.2%.

- El Período de Recuperación de la Inversión (PRI) aumenta a 7 meses, aproximadamente.
- La Tasa de Rentabilidad del proyecto baja a N\$3.24 por cada peso invertido.

Como se puede observar, al considerar los diversos condicionantes del sistema económico sobre el cálculo del proyecto, éste disminuye considerablemente su rentabilidad, con tendencia a disminuir aún más. Además, algunos de los beneficios antes mencionados bajan considerablemente y otros desaparecen.

VI.3 Evaluación de los efectos del proyecto sobre variables del sistema económico

Para el mercado de valores mexicano, la realización del proyecto (bajo los parámetros iniciales) representa:

- Menores costos de intermediación en la operación del mercado de valores.
- Facilidades en infraestructura operativa para canalizar un mayor flujo de inversión extranjera al país a través del mercado de valores (inversión extranjera de cartera).

- Contar con una institución de apoyo que participa de manera activa y congruente con el proceso de modernización del sistema financiero mexicano.
- El impacto del proyecto en la generación de empleos es casi nulo al abrir sólo una plaza más. Sin embargo, esto es congruente, no solo con los requisitos del proyecto, sino con la naturaleza y objetivos del Depósito que le obligan a hacer uso de factores de la producción especializados y avanzados.
- El proyecto arroja una TIR Social de 17.3%, lo que representa ingresos fiscales adicionales para el gobierno.

CONCLUSIONES

El proyecto, bajo los parámetros iniciales, resulta ser rentable y la inversión recuperable en el corto plazo, obteniendo beneficios como los señalados en los puntos V.3 y VI.3.

Los resultados indican que con la puesta en marcha del nuevo mecanismo de operación para llevar a cabo el manejo de inversión extranjera captada en valores gubernamentales, el Depósito de Valores no logra contrarrestar, en cierta proporción, la caída en sus ingresos de operación ante el descenso del valor de mercado del monto en depósito de los valores de renta variable, debido a que el problema radica en la estructura de su esquema tarifario. Sin embargo, sí le permite alcanzar un nivel superior en su curva de ingresos de operación, y más aún si se considerara el impacto global del proyecto.

Asimismo, se demuestra que con este nuevo mecanismo el Depósito de Valores logra concentrar bajo su custodia la totalidad de los valores que se operan en el mercado mexicano; facilitando con ésto a los actuales y futuros depositantes extranjeros con cuenta directa la integración de sus portafolios de inversión en una sola institución, disminuyendo sus costos y simplificando en el manejo administrativo de sus portafolios.

Al considerar y evaluar los diversos fenómenos de cambio que están ocurriendo en el sistema financiero mexicano, vemos que su impacto en la rentabilidad del proyecto que aquí se evalúa es considerable. Los indicadores financieros iniciales del proyecto (valor presente neto, TIR, TIR Social, PRI y Tasa de Rentabilidad) bajan considerablemente, lo cual se traduce en una rentabilidad mucho menor, con tendencia a disminuir aún más.

La tardía implantación del proyecto (cuatro años después de las primeras solicitudes directas recibidas por el Depósito de Valores) junto con los drásticos cambios en el sistema financiero mexicano, han conducido a una demanda cada vez menor, no por los valores gubernamentales sino por un nuevo mecanismo de operación que permita la custodia, administración y transferencia de dichos valores para los inversionistas extranjeros. Por lo antes expuesto, se concluye que la oportunidad del proyecto pasó.

Es importante señalar que el retraso para la puesta en marcha del proyecto se debió a que las condiciones económicas y políticas no se habían dado, un área internacional con menos de un año de experiencia (tomando como referencia la primer solicitud), un sistema financiero que iniciaba su apertura, un marco regulatorio no adecuado a las nuevas necesidades y, por tanto, instituciones que no autorizaban el manejo de tales valores.

Por otra parte, es importante reconocer que el Depósito de Valores sustentó la viabilidad del proyecto, principalmente, en las siguientes ventajas:

- Menores tarifas que su competencia, ventaja de orden inferior y fácilmente sustituible en el caso de la custodia de los valores gubernamentales. Para el resto de los valores, esta ventaja se puede considerar de orden superior porque los custodios tienen que subcontratar al Depósito para ofrecer la custodia de tales valores.
- Naturaleza imparcial al no ser a la vez institución de custodia e intermediario como sucede con los custodios. Esta es una ventaja de diferenciación y de orden superior.
- Reconocimientos internacionales como custodio extranjero elegible, ventaja competitiva de diferenciación que permite al Depósito competir, en igualdad de circunstancias, con los custodios debido a que éstos también cuentan con reconocimientos.

Sin embargo, el Depósito de Valores debe reconocer que las ventajas antes señaladas pueden ser anuladas por las que puedan ofrecer los custodios, principalmente, ventajas competitivas sustentadas en servicios de valor agregado debido a que las nuevas estrategias de inversión de los intermediarios tienden a sustentarse en ventajas que significan oportunidad, rapidez y seguridad.

En base a lo anterior, podemos ubicar al Depósito de Valores en una primera fase en sus perspectivas de desarrollo, ofreciendo solo los servicios básicos de custodia y compitiendo con instituciones que, además de ofrecer tales servicios, ofrecen servicios de valor agregado (véase Gráfico 7.1). Si el Depósito desea avanzar a las siguientes fases y no terminar siendo subcontratado por los custodios, debe buscar mecanismos alternos que eliminen sus desventajas y ofrecer servicios de valor agregado; es decir, debe incrementar el número de fuentes de ventaja competitiva y que al mismo tiempo sean éstas de orden superior, debe mejorar y perfeccionar sus servicios de manera constante, y debe usar factores de la producción avanzados y especializados. Es decir, debe crear ventajas competitivas de orden superior, pero siempre con la cultura del tiempo, de la oportunidad.

Gráfico 7.1



FUENTE: Documentos internos del Depósito de Valores.

Desde otro punto de vista, ¿no será que el Depósito busca ofrecer servicios que pueden estar fuera de su ámbito de competencia?, ¿únicamente deberá ejercer las funciones básicas de custodia al no contar con el manejo de cuentas de efectivo (su gran desventaja)?, ¿no le faltará conocer más la estructura del sector donde compete y su posicionamiento dentro de él?, ¿no le faltará reconocer que existen intereses creados como el hecho de que sus mismos depositantes y accionistas son su competencia?

Mucho dependerá de las políticas de operación de cada inversionista extranjero, la decisión de preferir los servicios del Depósito de Valores o de un custodio.

TESIS SIN PAGINACION

COMPLETA LA INFORMACION

ANEXOS

ANEXO 1

TARIFAS DEL DEPÓSITO DE VALORES QUE APLICAN AL PRESENTE CASO PRÁCTICO

I. CUSTODIA

a) Custodia de Valores

- * Por la custodia de acciones, títulos opcionales (warrants), obligaciones, bonos de renovación urbana, certificados de participación inmobiliaria, certificados de participación ordinaria y certificados plata.

MONTO EN DEPÓSITO (1) (Valor de mercado) (Nuevos Pesos)		TARIFA MENSUAL	
DE	HASTA	MIEMBROS (2) %	PARTICIPANTES (3) %
1	500'000,000	0.00075	0.00192
500'000,001	1,000'000,000	0.00067	0.00158
1,000'000,001	3,000'000,000	0.00058	0.00133
3,000'000,001	15,000'000,000	0.00050	0.00100
15,000'000,001	en adelante	0.00042	0.00083

- b) Por la custodia de metales amonedados, 0.2% mensual sobre el valor de mercado.

- (1) Para obtener monto en depósito de cada clasificación se deberá sumar el resultado de la valuación diaria de los respectivos valores que mantenga el depositante en todas sus cuentas, excepto los señalados en los incisos b) y c); y el resultado se dividirá entre el número de días naturales que tuviere el respectivo mes. El monto total promedio determinará la tarifa a aplicarse al monto promedio en cada cuenta del cliente.
- (2) Miembros serán todos aquellos depositantes que sean titulares de una acción representativa del capital social del Depósito de Valores.
- (3) Participantes serán todos aquellos depositantes que no estén en el caso anterior.

ANEXO 1 (Continuación)

c) Por la custodia de otros tipos de valores, títulos o documentos diferentes a los previstos en los dos subincisos anteriores.

MONTO EN DEPÓSITO (1) (Valor de nominal) (Nuevos Pesos)		TARIFA MENSUAL	
DE	HASTA	MIEMBROS (2)	PARTICIPANTES (3)
		%	%
1	250'000,000	0,00042	0,00125
250'000,001	750'000,000	0,00033	0,00108
750'000,001	1,500'000,000	0,00025	0,00092
1,500'000,001	3,500'000,000	0,00021	0,00075
3,500'000,001	en adelante	0,00017	0,00058

II. ADMINISTRACIÓN

- Recepción de valores en cada cuenta (Por ejercicio de derechos patrimoniales) NS 6.00 / por recepción
- Recepción de efectivo en cada cuenta (Por ejercicio de derechos patrimoniales) NS 35.00 / por recepción

III. TRANSFERENCIA

- Traspaso de valores vía SIDV (4) NS 6.00 / por traspaso
- Traspaso de valores otro medio NS 30.00 / por traspaso

IV. ADMINISTRACIÓN DE CUENTAS

- Cuota mínima mensual por custodia NS 400.00 / por cuenta

(4) El SIDV es el Sistema del Depósito de Valores.

ANEXO 1 (Continuación)

V. PRODUCTOS DE INFORMACIÓN

- Estado de cuenta o reporte histórico
 - De 3 meses a 2 años anteriores a la solicitud NS 1,000.00 / por unidad
 - De más de 2 años anteriores a la solicitud NS 5,000.00 / por unidad

VI. OTROS SERVICIOS

- Mensajería
 - Nacional NS 100.00 / paquete enviado
 - Extranjero NS 250.00 / paquete enviado

ANEXO 2

PRESUPUESTO DE GASTOS DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN
(Nuevos pesos)

CONCEPTO	TASA DE DEPRECIACIÓN ANUAL	1995 ENE	1996 ENE	1997 ENE	1998 ENE	1999 ENE	VALOR DE RESCATE
INVERSIÓN FIJA							
EQUIPO PARA SIAC		5,000	0	0	0	0	
Depreciación	25%	104	104	104	104	0	0
EQUIPO PARA SIEE		5,000	0	0	0	0	
Depreciación	25%	104	104	104	104	0	0
EQUIPO PARA SWIFT		7,000	0	0	0	0	
Depreciación	25%	146	146	146	146	0	0
EQUIPO LECTOR DE TARJETAS		0	0	0	0	0	
Depreciación	25%	0	0	0	0	0	0
SOFTWARE PARA EL "SE"		40,361					
Depreciación	25%	841	841	841	841		0
OFICINA O CUBÍCULO		5,000	0	0	0	0	
Depreciación	10%	42	42	42	42	42	2,500
INVERSIÓN DIFERIDA							
INSTALACIÓN SIAC		1,500	0	0	0	0	
Amortización	5%	6	6	6	6	6	1,125
AUTORIZACIÓN TERMINAL SWIFT		2,000	0	0	0	0	
Amortización	5%	8	8	8	8	8	1,500
DEPRECIACIÓN TOTAL		1,251	1,251	1,251	1,251	56	5,125

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

ANEXO 3

PRESUPUESTO DE COSTOS VARIABLES DE OPERACIÓN
(Nuevos pesos)

CONCEPTO	DIC-95	DIC-96	DIC-97	DIC-98	DIC-99
TRANSACCIONES TOTALES	2,327	3,047	3,257	3,257	3,257
Costo por transacciones via SWIFT o Fax	4,783	6,898	7,405	7,949	8,535
Costo por envío diario de información via SWIFT o Fax	615	859	924	994	1,070
Costo por mensajería mensual	1,053	1,510	1,661	1,827	2,010
TOTAL	6,451	9,268	9,991	10,771	11,615

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

ANEXO 4

PRESUPUESTO DE COSTOS FIJOS DE OPERACIÓN

(Nuevos pesos)

CONCEPTO	ENE-95	FEB-95	SEP-95	DIC-95	ENE-96	FEB-96	SEP-96	DIC-96
EJECUTIVO(S) DE CUENTA	8,147	5,859	5,859	10,180	9,399	6,420	6,420	11,173
MANTENIMIENTO SWIFT		26,430				28,280		
MANTENIMIENTO SIAC			21,000				25,200	
CORRECCIÓN DEL SOFTWARE	5,232							
TOTAL	13,379	32,289	26,859	10,180	9,399	34,700	31,620	11,173

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

ANEXO 4 (Continuación)

PRESUPUESTO DE COSTOS FIJOS DE OPERACIÓN

(Nuevos pesos)

CONCEPTO	ENE-97	FEB-97	SEP-97	DIC-97	ENE-98	FEB-98	SEP-98	DIC-98
EJECUTIVO(S) DE CUENTA	18,548	12,591	12,591	22,095	20,378	13,825	13,825	24,280
MANTENIMIENTO SWIFT		30,260				32,378		
MANTENIMIENTO SIAC			28,980				31,878	
CORRECCIÓN DEL SOFTWARE								
TOTAL	18,548	42,850	41,571	22,095	20,378	46,202	45,703	24,280

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

ANEXO 4 (Continuación)

PRESUPUESTO DE COSTOS FIJOS DE OPERACIÓN
(Nuevos pesos)

CONCEPTO	ENE-99	FEB-99	SEP-99	DIC-99
EJECUTIVO(S) DE CUENTA	22,391	15,182	15,182	26,683
MANTENIMIENTO SWIFT		34,644		
MANTENIMIENTO SIAC			33,472	
CORRECCIÓN DEL SOFTWARE				
TOTAL	22,391	49,826	48,654	26,683

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

ANEXO 5

PRESUPUESTO DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y VENTA

(Nuevos pesos)

CONCEPTO	ENE-95	DIC-95	DIC-96	DIC-97	DIC-98	DIC-99
PUBLICACIÓN EN REVISTA EXT.	54,600					
TELÉFONO	383	383	421	463	509	560
PAPELERÍA Y ART. OFICINA	312	312	374	412	453	498
TOTAL	55,295	695	795	875	962	1,058

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

ANEXO 6

INGRESOS TOTALES
 (Nuevos pesos)

CONCEPTO	DIC-95	DIC-96	DIC-97	DIC-98	DIC-99
CUSTODIA					
* Valores Gubernamentales	170,873	332,229	605,163	998,510	1,547,691
TRANSFERENCIAS	27,960	45,720	58,590	58,590	68,430
ADMINISTRACIÓN	2,660	3,220	3,360	3,360	3,360
MENSAJERÍA	3,250	4,250	4,250	4,250	4,250
TOTAL	204,743	385,419	671,363	1,064,710	1,623,731
				<i>Acumulado =</i>	46,741,733

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

ANEXO 7

ESTADO DE RESULTADOS

Evaluación Económica

(Nuevos pesos)

CONCEPTO	DIC-95	DIC-96	DIC-97	DIC-98	DIC-99
INGRESOS DE OPERACIÓN	204,743	385,419	671,363	1,064,710	1,623,731
COSTOS VARIABLES DE OPERACIÓN	6,451	9,268	9,991	10,771	11,615
<i>Margen de Contribución</i>	198,292	376,152	661,372	1,053,939	1,612,116
COSTOS FIJOS DE OPERACIÓN	10,180	11,173	22,095	24,280	26,683
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	695	795	875	962	1,058
<i>Utilidad de Operación</i>	187,418	364,184	638,402	1,028,697	1,584,375
DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN (-)	1,251	1,251	1,251	1,251	56
<i>Utilidad antes de Impuestos</i>	186,166	362,932	637,151	1,027,445	1,584,318
<i>Utilidad sujeta a Impuestos</i>	186,166	362,932	637,151	1,027,445	1,584,318
ISR y PTU	81,913	159,690	280,346	452,076	697,100
UTILIDAD NETA ECONÓMICA	104,253	203,242	356,804	575,369	887,218

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

ANEXO 8

ESTADO DE ORIGENES Y APLICACIÓN DE RECURSOS

Evaluación Económica

(Nuevos pesos)

CONCEPTO	NOV-94	DIC-95	DIC-96	DIC-97	DIC-98	DIC-99
ORÍGENES						
Utilidad Neta Económica		104,253	203,242	356,804	575,369	887,218
Depreciación y Amortización		1,251	1,251	1,251	1,251	56
Valor de Rescate						5,125
APLICACIÓN						
Inversión Fija	62,361					
Inversión Diferida	3,500					
TOTAL DE ORIGENES (antes ts)	0	187,418	364,184	638,402	1,028,697	1,589,500
TOTAL DE ORIGENES	0	105,504	204,493	358,056	576,621	892,400
TOTAL DE APLICACIONES	65,861	0	0	0	0	0
FLUJO NETO DE EFECTIVO ECONÓMICO	-65,861	105,504	204,493	358,056	576,621	892,400

FUENTE: Elaboración propia con datos de documentos internos del Depósito de Valores y de investigaciones propias.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS

1. Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C.
Instrumentos financieros del mercado de dinero.
México, D.F.; agosto de 1992.
2. Aguirre, Octavio.
El manual del financiero.
México, D.F.
3. Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A.C.
Inducción al mercado de valores.
México, D.F.; 1994.
4. Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A.C.
Operación del mercado de valores en México.
México, D.F.; 1992.
5. Banco de México.
Informe anual 1993.
México, D.F.; 1994.
6. Bolsa Mexicana de Valores.
Anuarios bursátiles 1992 y 1993.
México, D.F.; 1993 y 1994.
7. Bolsa Mexicana de Valores.
El mercado de valores.
México, D.F.; 1989.

8. Bolsa Mexicana de Valores.
Folletos promocionales (varios).
México, D.F.
9. Bolsa Mexicana de Valores.
Indicadores bursátiles (enero - diciembre de 1993 y 1994)
México, D.F.; 1993 y 1994.
10. Comisión Nacional de Valores.
Glosario de términos bursátiles.
México, D.F.; 1987.
11. Comisión Nacional de Valores.
Ley del mercado de valores 1993.
México, D.F.; 1993.
12. Colección Porrúa.
Leves y códigos de México. Legislación bancaria.
Editorial Porrúa, S.A.
México, D.F.; 1990.
13. Coss Bu, Raúl.
Análisis y evaluación de proyectos de inversión.
Editorial Limusa.
México, D.F.; 1991.
14. Davids, Lewis E.
Dictionary of banking and finance.
Editorial Littlefield, Adams & Co.
United States of America, 1978.

15. El Depósito de Valores de México.
Documentos internos y folletos promocionales.
México, D.F. 1990.
16. Group of Thirty.
Clearance and settlement systems in the world's securities markets.
New York & London; 1989.
17. Gujarati, Damodar.
Econometría básica.
Editorial McGraw-Hill.
México, D.F.; 1989.
18. Hawkins, C. J. y Pearce, D. W.
Evaluación de las inversiones.
Imprentas españolas.
España, 1974.
19. Marmolejo G., Martín.
Inversiones.
Publicaciones IMEF.
México, D.F.; 1991.
20. Órgano del Gobierno Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos.
Diario oficial de la federación.
Varios números.
México, D.F.
21. Poder Ejecutivo Federal.
Plan nacional de desarrollo 1989-1994.
Secretaría de Programación y Presupuesto (S.P.P.).
México, D.F.; 1989.

22. Porter, Michael E.
La ventaja competitiva de las naciones.
Editor S.A. Javier Vergara.
San Martín 969 / Buenos Aires / Argentina; 1991.
23. Secretaría de Comercio y Fomento Industrial.
Tratado de libre comercio entre México, Canadá y Estados Unidos.
México, D.F.; 1992.
24. Villegas H., Eduardo y Ortega O., Rosa Ma.
El nuevo sistema financiero mexicano.
Editorial PAC, S.A. de C.V.
México, D.F.; 1991.
25. Wuston, F. J. y Brigham, E. F.
Fundamentos de administración financiera.
Editorial McGraw-Hill, 7ª edición
México, 1989.

REVISTAS

1. "Las señales en el mercado de dinero y la eficiencia del mercado de los cetes".
En: Revista El mercado de valores.
No. 17; México, D.F.; septiembre 1º de 1990.

PERIÓDICOS

1. El Financiero.
2. La Jornada.