

70  
rej



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA  
DE MEXICO**

FACULTAD DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

**"INTERNACIONALIZACION DE UNA EMPRESA  
MEXICANA MEDIANTE LA EMISION DE  
CERTIFICADOS DE DEPOSITO EN EL MERCADO  
FINANCIERO ESTADOUNIDENSE."**

**SEMINARIO DE INVESTIGACION  
C O N T A B L E  
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:  
LICENCIADO EN CONTADURIA  
P R E S E N T A  
NORMA MORALES NAVARRETE**

ASESOR DEL SEMINARIO: C.P. ELSA ALVAREZ MALDONADO



MEXICO, D. F.

1996

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

# TESIS CON FALLA DE ORIGEN

A LA MEMORIA DE MI MADRE

A TODAS LAS PERSONAS QUE ESTANDO  
A MI ALREDEDOR ME APOYARON PARA  
REALIZAR ESTA INVESTIGACIÓN.

**INTERNACIONALIZACION DE UNA EMPRESA MEXICANA MEDIANTE LA  
EMISION DE CERTIFICADOS DE DEPOSITO EN EL MERCADO FINANCIERO  
INTERNACIONAL.**

**INDICE**

**CAPITULO I CONCEPTOS BASICOS**

|   |    |
|---|----|
| 1. Necesidades de financiamiento                    | 7  |
| 2. Costo de capital y Estructura de capital         | 8  |
| 2.1. Factores de oferta y demanda                   | 9  |
| 2.2. Precio del capital                             | 10 |
| 2.3. Costo de capitales específicos                 | 12 |
| 2.3.1. Capital con deuda                            | 12 |
| 2.3.2. Capital con emisión de acciones preferentes  | 13 |
| 2.3.3. Costo de capital común                       | 14 |
| 2.3.4. Costo de utilidades retenidas                | 16 |
| 2.3.5. Costo del capital común en una nueva emisión | 16 |
| 2.4. Estructura del Capital                         | 17 |
| 2.5. Costo promedio de capital y costo marginal     | 19 |

**CAPITULO II MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

|   |    |
|---|----|
| 1. Mercados financieros                           | 21 |
| 1.1. Mercado de dinero                            | 21 |
| 1.2. Mercado de capitales                         | 22 |
| 2. Centros financieros internacionales            | 23 |
| 2.1. Características e identificación             | 25 |
| 3. Mercados Financieros Internacionales           | 26 |
| 3.1. Mercado Internacional de Dinero              | 26 |
| 3.2. Mercado Internacional de Capitales           | 29 |
| 3.2.1. De créditos                                | 29 |
| 3.2.2. De obligaciones                            | 30 |
| 3.2.3. De acciones                                | 33 |
| 3.3. Mercado internacional de divisas y metales   | 34 |
| 3.4. Mercado internacional de productos derivados | 34 |
| 3.4.1. Ventas en corto                            | 34 |
| 3.4.2. Futuros                                    | 35 |
| 3.4.3. Forwards                                   | 35 |
| 3.4.4. Ebers                                      | 35 |
| 3.4.5. Opciones                                   | 36 |
| 3.4.6. Warrants                                   | 36 |
| 3.4.7. Swaps                                      | 37 |

### CAPITULO III SISTEMA BURSATIL MEXICANO Y ESTADOUNIDENSE

|   |    |
|---|----|
| 1. Sistema bursatil mexicano                              | 39 |
| 1.1. Inscripción de acciones                              | 43 |
| 2. Sistema bursatil estadounidense                        | 44 |
| 2.1. Inscripción de acciones                              | 46 |
| 3. Influencias entre mercados                             | 47 |
| 4. Inversión extranjera en las empresas                   | 47 |
| 5. Situación actual de los instrumentos mexicanos en E.U. | 48 |

### CAPITULO IV EMISION DE ACCIONES MEDIANTE ADR'S

|   |    |
|---|----|
| 1. Emisión de acciones  | 53 |
| 1.1. Factores claves a evaluar  | 54 |
| 1.2. Alternativas, Ventajas y Desventajas                             | 55 |
| 1.3. Cuando se está listo para salir al público                       | 58 |
| 1.4. Otras consideraciones  | 60 |
| 2. Colocación de valores mexicanos en el extranjero                   | 60 |
| 2.1. La emisión de recibos de capital en los mercados internacionales | 61 |
| 2.2. American Depositary Receipts                                     | 62 |
| 2.2.1. Ventajas para la empresa emisora                               | 63 |
| 2.2.2. Ventajas para los accionistas                                  | 64 |
| 2.2.3. Características  | 64 |
| 2.2.4. Tipos de ADR's   | 65 |
| 2.2.5. Emisión de un ADR mexicano                                     | 67 |
| 2.2.6. Regla 144 "A" y reglamento "S" de la SEC                       | 70 |
| 3. Proceso de colocación  | 70 |
| 3.1. Generalidades  | 70 |
| 3.2. Planeación   | 74 |
| 3.2.1. Formalizar la empresa  | 74 |
| 3.2.2. Consolidación de la imagen de la empresa                       | 75 |
| 3.2.3. El asesor legal experto  | 75 |
| 3.2.4. Finanzas ordenadas   | 77 |
| 3.2.5. Asegurar el correcto manejo de la emisión                      | 77 |
| 3.2.6. Costos de la oferta pública                                    | 77 |
| 3.3. Los agentes de bolsa   | 78 |
| 3.4. El prospecto para el registro                                    | 78 |
| 3.5. El proceso de registro   | 79 |
| 3.6. El período de espera   | 83 |
| 3.7. La venta de acciones   | 83 |
| 3.8. Después de la colocación   | 84 |
| 3.8.1. Act 1934 de la SEC y Forma 20F                                 | 84 |
| 3.9. Programa de actividades  | 86 |

|                                       |            |
|---------------------------------------|------------|
| <b>CAPITULO V ANALISIS FINANCIERO</b> |            |
| 1. Empresas globales de México.       | 89         |
| 2. Grupo ICA                          | 89         |
| 3. Perfil bursátil                    | 94         |
| 4. Análisis de estados financieros    | 98         |
| 5. Análisis de la emisión.            | 99         |
| <br>                                  |            |
| <b>CAPITULO VI CONCLUSIONES</b>       | <b>102</b> |
| <br>                                  |            |
| <b>BIBLIOGRAFIA</b>                   | <b>104</b> |

## INTRODUCCIÓN.

Al observar las páginas financieras del periódico podemos observar que son un número limitado de empresas las que "prueban suerte" compartiendo su negocio, es decir, lanzándose públicamente, y al mismo tiempo, otras tantas se preguntan cuales son los requisitos para obtener los beneficios de ser empresa pública.

Bajo esa premisa se basa esta investigación, las implicaciones de buscar financiamiento en una bolsa de valores, nacional y extranjera.

En estos últimos años, México ha experimentado cambios substanciales en el mercado de valores, su economía se ha liberado y cada vez más empresas tienen la inquietud de internacionalizarse sin saber como hacerlo ni por donde empezar, pero desgraciadamente nuestro país atraviesa por una de las crisis económico-financieras más graves de su historia, el ahorro interno ha decrecido notablemente y no hay recursos disponibles para fomentar el desarrollo de la planta productiva nacional, muchas empresas se han visto en la necesidad de declararse en quiebra, despedir empleados, y el apalancamiento financiero las obliga a pensar en la ruina total. Al no existir recursos dentro del país, considero que una solución viable para aquellas empresas que pretendan mantener un crecimiento sostenido, es cotizar en las bolsas estadounidenses para tener posibilidades de captar recursos del extranjero, internacionalizar la empresa, recuperar la confianza en el país y activar la planta productiva nacional para beneficios de todos, mediante los American Depositary Receipts o ADR'S. Tal vez hemos oído hablar de estos instrumentos, pero desgraciadamente, la difusión de los mismos es muy deficiente, lo que provoca que algunas empresas interesadas no puedan conocerlas y otras no sepan de su existencia, como los productos derivados llamados warrants que en nuestro país se han establecido desde hace poco más de dos años y pocas empresas los conocen y otras menos los han aplicado.

En el primer capítulo se manejan algunos conceptos importantes que deben tomarse en consideración en el momento de planear el financiamiento, porqué se necesita, porqué cuesta, cómo se deben planear los financiamientos ya sea por pasivos o por emisión de capital, en qué medida cada uno, los costos específicos de cada tipo de financiamiento y como se evalúa en conjunto.

En el segundo capítulo tratare sobre es un mercado financiero, los diferentes tipos de mercado, es decir, el mercado de dinero, de capitales, y de productos derivados, sus principales instrumentos y qué es un centro financiero internacional.

En el tercer capítulo, hablaré de los mercados de valores que nos interesan, uno de los centros financieros más importantes del mundo ( la bolsa de valores de New York) y el de nuestro país, qué son, como se manejan, requisitos para su inscripción, las influencias que se ejercen entre ambos, lo que implica una inversión extranjera en el país y en la empresa y la situación actual de los instrumentos mexicanos en Estados Unidos.

En el cuarto capítulo tratare de explicar el largo y hasta cierto punto complicado proceso de colocación de ADR's en New York, desde qué son, los requisitos de la SEC, dificultades de la empresa y beneficios del mismo, las empresas que han emitido estos instrumentos y algunos puntos que deben resolverse antes y después de salir a Bolsa.

El quinto capítulo está dedicado al análisis financiero de una empresa decidida a internacionalizarse por este medio, para intentar de comprobar que vale la pena el esfuerzo y costo que implica convertirse en empresa pública.

Y por último, las conclusiones a las que se llegan al terminar el análisis emprendido.

## CAPITULO I

### 1. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO

Al hablar de negocios todos reconocemos una institución: la empresa. Se han escrito numerosos conceptos acerca de lo que es la empresa, pero básicamente todos los conceptos giran en identificarla como " una entidad independiente compuesta por una o más personas capacitadas para efectuar convenios legales, los cuales le permiten realizar funciones comerciales que van desde la compra de materias primas y maquinaria, hasta la fabricación de un producto y su distribución y venta a los consumidores"<sup>1</sup>.

El funcionamiento de este ente económico se basa en qué se debe invertir, cómo se va a financiar la inversión y cómo lograr al máximo los objetivos de la empresa.

Al preguntarnos en qué se debe invertir, surgen muchos caminos a elegir, seleccionamos el giro o el ramo que creemos más conveniente de acuerdo a nuestras perspectivas de empresa, y sobre todo más fructífero para satisfacer nuestras necesidades. Es necesario aclarar que la empresa en que basamos nuestra investigación es con fines de lucro, por lo que esta pregunta suele ser la más difícil de analizar.

La pregunta de cómo lograr al máximo los objetivos de la empresa va en función a toda la coordinación empresarial que pretenda tenerse, es decir, definir un objetivo común entre los accionistas, los empleados y la misma sociedad.

Una vez que se tiene el proyecto de inversión y los objetivos a lograr es necesario comenzar a obtener el capital necesario para financiar su ejecución. Hay que decidir qué parte de los recursos se deberán obtener reinvertiendo las utilidades de las empresas y qué parte provendrá del público que opera en los mercados financieros. Es necesario un análisis cuidadoso de las fuentes y técnicas disponibles

---

<sup>1</sup> Administración financiera. Steven Bolten. Limusa 1992. pág. 21

para recurrir a la más favorable, si se tiene que vender valores o si es preferible un préstamo bancario o tal vez un incremento de capital.

El enfatizar que tan importante es el capital en una empresa suele ser repetitivo pues todos sabemos que sin el capital los grandes proyectos tienen que ser abandonados y el desarrollo de una empresa está basado en el capital con el que cuenta. El financiamiento puede ser el gran impulso hacia el progreso o hacia la tumba de la empresa, es responsabilidad de un Director financiero tomar la decisión de dónde obtener el dinero de tal manera que el costo pagado por la empresa sea justo y provechoso.

De este aspecto vital para una empresa tratará el presente capítulo.

## **2. COSTO DE CAPITAL Y ESTRUCTURA DE CAPITAL.**

Como mencioné anteriormente, el financiamiento puede dar un gran impulso a la empresa que lo solicita, pero para eso es indispensable analizar que tipo de financiamiento es el conveniente a nuestras necesidades. El tiempo (largo o corto plazo) va en relación con el proyecto a financiar, si se trata de un mantenimiento, una remodelación a las oficinas, será conveniente hacer uso del mercado de dinero (proveedor de este tipo de recursos), sin embargo, si se trata de comprar una nueva maquinaria, la apertura de una planta o la expansión de un producto, será necesario buscar recursos en el mercado de capitales. Ahora bien, ya que se decidió el tipo de capital a obtener, es necesario analizar lo que nos va a costar, es decir, el precio que hay que pagar por utilizar ese bien (costo de capital). Es importante recalcar que el costo de capital es determinante para decidir en aceptar o rechazar un proyecto, puesto que "...los proyectos con una tasa de rendimiento inferior al costo de capital reducirán el valor de una empresa; los proyectos con una tasa de rendimiento superior al costo de capital aumentarán su valor"<sup>2</sup>, esta relación explica la importancia del costo de capital en un proyecto de inversión, puesto que un mal análisis puede ocasionar el rechazo de proyectos viables y la aceptación de proyectos que nos llevarán al fracaso en nuestras metas, y esta importancia se acentúa en la decisión de tomar un financiamiento a largo plazo.

---

<sup>2</sup> Fundamentos de administración financiera. Lawrence J. Gitman Editorial. Harla pág. 444

Para entender lo que es el concepto de Costo de capital, es primordial entender porqué cuesta el capital, su valor depende igual que cualquier producto, de la oferta y demanda en el mercado del mismo. Los recursos financieros son escasos en cualquier economía y es por eso que nosotros como empresa tenemos que recompensar a las personas que nos ofrecen el capital con buenos rendimientos, ese rendimiento está representado por una tasa de interés.

Como en cualquier mercado de bienes y servicios, el capital va a ser afectado por la oferta y la demanda del mismo, esas fluctuaciones entre una y otra va a dar origen a la tasa de interés (precio del capital). A continuación veremos los factores de oferta y demanda del capital.

### 2.1. Factores de oferta y demanda de capital.

La oferta de capital es limitada, y está representada por los ahorradores que desean invertir sus recursos en un negocio fructífero. En una economía sana, los ahorradores suelen ser muchos, lo que hace más barato el costo de capital; sin embargo, en una economía como la nuestra en la que el ahorro interno disminuye a medida que la inflación aumenta, hace que la oferta sea aún más limitada y por consiguiente aumente el costo de capital.

"Los dos factores principales de la oferta en el mercado de capitales son (1) los ahorros disponibles, directa o indirectamente a través de los intermediarios financieros, para la compra de los valores ofrecidos y (2) la actitud del gobierno por lo que se refiere a proporcionar o retirar recursos de los mercados."<sup>3</sup>

Siempre he creído que un buen financiero tiene que saber o tener nociones de economía, por eso debe estar atento a todo lo que ocurre en el país respecto a ese tema, el ahorro interno de un país es sumamente importante para fomentar la oferta de capital y contribuir al desarrollo de éste. Así mismo, debe estar atento en cuanto a las políticas que el gobierno establece respecto al encaje legal porque estas van a definir en que situación se encuentran los recursos ofrecidos en un mercado (principalmente en los mercados de capital)

---

<sup>3</sup> Administración financiera. Steven Bolten. Limusa 1992 pág. 365

"Entre los factores económicos y financieros más importantes que influyen en la demanda de capital figuran los siguientes (1) la rentabilidad de los proyectos de inversión; (2) el nivel general de la actividad económica; (3) la política fiscal del gobierno y (4) las perspectivas de inflación."<sup>4</sup>

La demanda de capital esta dada por la competencia entre todas las empresas que solicitan financiamiento en un mismo momento, es nuestra responsabilidad ofrecer mejores y atractivos rendimientos a los oferentes para ser considerados en cuenta a la hora en la que ellos decidan donde invertir, pero hay que tener cuidado porque un exceso en esos rendimientos puede ser contraproducente a nuestras metas, y si nosotros aumentamos nuestros rendimientos, la competencia lo hará a la brevedad aumentando no solo nuestro costo de capital, sino el de todas las empresas, puesto que existe una interrelación entre cada uno de los demandantes como en cualquier mercado de bienes o servicios.

## 2.2. El precio del capital.

El precio del capital está representado por una tasa de interés o como el precio de las acciones. A medida que la demanda aumenta con relación a la oferta, las tasas de interés suben y viceversa, y en relación con los precios de las acciones, al subir el precio en el mercado, implica un costo menor de capital, puesto que ya no tenemos que ofrecer un rendimiento mayor, y por el contrario, cuando el precio baja en el mercado, tenemos que hacer mas competitivo nuestro producto (la acción) aumentando nuestro costo de capital; de ese modo, el costo de capital " es una tasa de interés anual que iguala la oferta de recursos disponibles para un cierto tipo de valores con la demanda de dichos recursos, incluyendo una consideración adecuada del riesgo"<sup>5</sup>.

Ahora hablaré de otro factor importante que compone este precio o costo de capital, es el riesgo. Una parte del costo de capital es la retribución que damos a los inversionistas por poner sus recursos a nuestra disposición y otra el riesgo que corre por invertir con nosotros, al aumentar este riesgo, aumenta nuestro costo de capital.

---

<sup>4</sup> (ibid. pág 364

<sup>5</sup> (ibid pág 358

"Entre los muchos factores que influyen en la determinación de la tasa de rendimiento ajustada al riesgo, se pueden mencionar las tasas de interés que ofrecen los valores de la competencia, el riesgo que implica la disminución del poder adquisitivo, los riesgos comercial y financiero de la empresa y la facilidad de realización de los valores mismos"<sup>6</sup>

Las tasas de interés que ofrecen los valores de la competencia, esta fijado por la oferta y la demanda que analizamos anteriormente, voy ahora a mencionar los demás componentes:

Riesgo en la disminución del poder adquisitivo (tasa de inflación). Un inversionista o acreedor de cualquier empresa tiene un riesgo enorme respecto a si su dinero mantendrá su valor en un periodo de tiempo determinado, por ejemplo, una persona prestó \$ 1,000 a una empresa al 35% anual, al termino de un año la empresa tendrá que devolver \$ 1,350, aparentemente una ganancia de \$ 350, sin embargo, la tasa de inflación fue del 40%, eso quiere decir que no gano, por el contrario, perdió el 5% en su dinero. La inflación es un fenómeno económico muy difícil de predecir y en nuestro país las expectativas suelen ser muy confusas debido a la información ambigua de la prensa, sin embargo, nuestro actual gobierno propone ciertos mecanismos de contención para controlar, por decirlo de una manera, la inflación mediante Unidades de Inversión (UDIS). Así, de algún modo o de otro debemos de tener en cuenta la inflación al momento de calcular nuestro costo de capital.

Riesgo comercial. Este tipo de riesgo está asociado con la empresa, es decir, con el medio en el que opera en el momento del financiamiento, qué tan estable es, y a medida que la estabilidad del medio que lo rodea se mantenga, el riesgo comercial será menor. Un ejemplo es cuando el gobierno retira concesiones a la iniciativa privada, por ejemplo las carreteras, al momento de rescindir el permiso de explotación de los caminos, todas las empresas dedicadas al ramo perderán su estabilidad ( Como Grupo Mexicano de Desarrollo y Autopistas Concesionadas del Centro), lo que provocará que el riesgo en invertir en ellas sea mayor que una empresa de turismo (Como cadenas Kristal y Radisson) cuyo sector acaba de recibir un subsidio del gobierno para su desarrollo. Lo importante es que a medida que la empresa mantenga su estabilidad en el mercado, el riesgo comercial será menor.

Riesgo financiero. Este riesgo va relacionado con la estabilidad de la empresa derivada del manejo de sus recursos, la diferencia con el riesgo comercial es que en éste, la estabilidad de la empresa está

---

<sup>6</sup> Ibid pág 389

afectada por el marco que la rodea y el riesgo financiero está afectado por la capacidad de sus dirigentes para manejarla. aquí influye mucho la estructura de capital (concepto que se verá más adelante). el grado de apalancamiento de una empresa en un momento determinado puede obligar a la empresa a no cumplir sus compromisos con terceros.

Facilidad de realización o liquidez. Un gran instrumento de inversión se va a caracterizar por el grado de liquidez que ofrezca, entre más líquido sea, más posibilidades tiene en el mercado. sin embargo, al tratarse de una variable de oferta-demanda, no siempre es fácil de encontrar, por lo que a medida que aumenta el riesgo que implica la poca facilidad de realización, aumenta también el costo de capital.

### 2.3. Costo de capitales específicos.

#### 2.3.1. Costo de capital con deuda.

"El riesgo financiero de los valores de pasivo difiere un poco del que ofrecen las acciones, puesto que aquellos tienen prioridad a la hora de distribuir los recursos de la empresa."<sup>7</sup>

El costo de capital con emisión de pasivo, ya sean bonos u obligaciones, es el rendimiento al vencimiento que los inversionistas desean de esos valores. Como sería muy difícil y tardado el hecho de preguntar a cada persona que tasa de interés desea, la tasa de rendimiento puede basarse en los precios cotizados en el mercado que aparecen publicados en los periódicos y tener en cuenta que "...a medida que cambia el precio del bono observado, el costo del pasivo de la empresa cambia en dirección opuesta".<sup>8</sup>

El rendimiento al vencimiento o costo del pasivo se puede calcular mediante las tablas pre-calculadas de valor actual, o bien mediante la siguiente fórmula algebraica:

$$YTM = \frac{\frac{P_n - P_0}{n} + \frac{P_n + P_0}{2}}{2}$$

<sup>7</sup> Ibíd pág 397

<sup>8</sup> Ibíd pág 399

en donde:

YTM = rendimiento al vencimiento

IPt = pagos anuales de interés

Pn = reembolso del capital

Po = precio del bono observado

Pn - Po = diferencia entre el precio observado y el reembolso del capital, que será una ganancia de capital si Pn es mayor que Po y una pérdida de capital si Po es mayor que Pn.

Es importante comentar que los intereses son importantes para la determinación de impuestos, por lo que es necesario considerarlos al momento de analizar el costo de la deuda.

### 2.3.2. Costo de capital con emisión de acciones preferentes.

"La acción preferente confiere a sus tenedores ciertos privilegios que los hacen más importantes que los accionistas comunes;...se les promete un rendimiento periódico fijo, el cual es establecido como un porcentaje, o bien, en términos monetarios."<sup>9</sup>.

Al ingreso fijo que los accionistas preferentes tienen derecho a recibir se le denomina dividendo preferente, y por lo general este tipo de acciones son redimibles a opción de la empresa, en cualquier momento futuro. El cálculo del costo de capital con emisión de acciones preferentes es:

$$k_p = \frac{D_p}{P_p}$$

en donde:

Kp = costo de capital con acciones preferentes

Pp = precio actual de las acciones preferentes

Dp = dividendo preferente (por lo regular es fijo)

---

<sup>9</sup> Fundamentos de administración financiera J. Gitman pág 569

El costo de capital es inversamente proporcional al precio de la acción, es decir, cuando el precio de la acción disminuye porque los inversionistas quieren más rendimientos, el costo de capital aumenta.

### 2.3.3. Costo de capital común.

Al hablar de capital común, nos referimos al capital social de una empresa, este tipo de costo es necesario considerarlo al momento de decidir nuestra estructura de capital.

"El precio que los inversionistas están dispuestos a pagar por las acciones comunes es el valor actual descontado de la serie de flujos de efectivo que generan las acciones, puesto que dicha serie de flujos se recibirá en el futuro y es preciso descontarla tomando en consideración el valor del dinero en el tiempo... el monto de la compensación en el caso de las acciones comunes es el que el accionista tiene derecho a recibir de acuerdo con las estipulaciones del certificado de acciones, es decir, los dividendos que decreta la compañía mientras ésta opera como una empresa en marcha"<sup>10</sup>.

El precio de la acción, al igual que las acciones preferentes, puede saberse consultando la página financiera de los periódicos y así poder tener una idea del costo de capital en un momento determinado haciendo tres premisas:

- a) Se cuenta con un dividendo constante, sin crecimiento.
- b) Se tiene un dividendo que aumente a una tasa constante de crecimiento.
- c) Una empresa de expansión que no paga dividendos.

Cuando se tiene el supuesto de que el dividendo será constante durante toda la vida de empresa, se emplea la siguiente fórmula:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0}$$

donde:

---

<sup>10</sup> Administración financiera. Bolton. Limusa 1992 pág. 403

$k_e$  = costo del capital común.

D1 = Dividendo constante

$P_0$  = Precio de la acción.

Por el contrario, cuando se tiene el supuesto de que se espera un crecimiento constante, se utiliza la siguiente fórmula:

$$k_e = \frac{D1}{P_0} + g$$

donde:

$g$  = la supuesta tasa de crecimiento del dividendo.

Se supone que la tasa de crecimiento es medible, por lo general con base en el crecimiento previo de las utilidades logrado por la empresa, es decir, un análisis histórico financiero de la empresa en cuestión, o bien puede ser el crecimiento sostenido de ventas, que es "el máximo nivel de crecimiento de los ingresos de ventas dado un nivel adecuado de endeudamiento ( relación pasivo/capital), el estado que guardan los márgenes de la empresa ( relación utilidad neta/ventas) y la capacidad generadora de negocio que está dada por la relación de activos ( ventas /activos), equivalente al stock de capital y riqueza de México, la fórmula de crecimiento sostenido de ventas toma en cuenta la decisión gerencial de decretar dividendos. Cabe mencionar que dicha decisión puede reducir el crecimiento potencial."<sup>11</sup>

Finalmente, cuando la empresa se encuentra en expansión, prefiere reinvertir todas sus utilidades, lo que presupone que está realizando varios proyectos de inversión que otorgarán más utilidades a futuro y podrán vender sus acciones a un precio mayor que cuando las compraron, de manera que el costo de capital será :

$$K_e = \frac{P_n}{P_0} - 1$$

---

<sup>11</sup> Crecimiento sostenido: un enfoque de empresa. Othón Díaz del Guante. Ejecutivos de finanzas. ENE 1995

donde

$K_e$  = costo del capital común

$P_n$  = precio en que se espera venderá las acciones

$P_o$  = precio pagado originalmente

#### **2.3.4. Costo de las utilidades retenidas.**

"El costo de las utilidades retenidas es igual al del capital común obtenido anteriormente, puesto que se ha estado hablando de lo que cuesta obtener nuevos recursos mediante la reinversión de utilidades. Si los inversionistas no están recibiendo el rendimiento esperado por la reinversión de las utilidades de la empresa, venderán las acciones haciendo bajar el precio hasta obtener la tasa de rendimiento deseado".<sup>12</sup>

Por lo anterior es necesario considerar una reinversión de utilidades y tener en mente los rendimientos que el inversionista pretende recibir porque sabemos que si disminuye el precio aumenta el costo de capital.

#### **2.3.5. Costo del capital común en una nueva emisión de acciones.**

"El costo de las acciones comunes de una nueva emisión, o sea la venta de acciones al público o a las instituciones financieras, difiere sólo ligeramente del costo de las utilidades retenidas. La diferencia básica consiste en que cuando se emiten nuevas acciones la empresa incurre en costos adicionales que no eroga cuando retiene utilidades. Estos gastos adicionales son los costos de emisión y comprenden lo siguiente: comisiones a los corredores por venta de acciones, gastos de impresión, registro para que el gobierno autorice la venta, promoción y cualquier descuento en el precio que se tenga que conceder

---

<sup>12</sup> Administración financiera. Bolten Limusa 1992 pág. 411

a los inversionistas potenciales para inducirlos a comprar todas las acciones que ofrecen.<sup>13</sup> Se calcula de la siguiente manera:

$$k_{en} = \frac{D1}{P_t} + g$$

donde:

$k_{en}$  = costo de las nuevas acciones comunes emitidas

$g$  = la supuesta tasa de crecimiento del dividendo.

$D1$  = dividendo actual

$P_t$  = precio actual de las acciones menos costos de emisión

Con esas premisas es necesario decidir si nos conviene más retener utilidades y arriesgar que la oferta baje el precio de las acciones aumentando nuestro costo de capital o bien, proponer una nueva emisión siempre que el gasto por colocación resulte aceptable.

#### 2.4. Estructura de capital.

El concepto de estructura de capital es muy simple, no es más que la combinación de valores a largo plazo que se utilizan para financiar a una empresa. El apalancamiento financiero, es decir, la relación pasivo a capital contable, es una herramienta de análisis para considerar el riesgo de una empresa, que tan endeudada está y que peligros o beneficios representa. Puede ser positivo o negativo.

"El apalancamiento financiero positivo ocurre cuando las utilidades de la empresa aumentan debido a la introducción de pasivo en la estructura financiera o de capital"<sup>14</sup>. Esto se explica de la siguiente manera: Supóngase que para financiar unos activos de 40 millones, se utilizan emisiones de capital, emitiendo un millón de acciones, considerando una utilidad después de impuestos de 4.000. el precio por acción será de cuatro pesos. Sin embargo, financiamos mediante bonos la mitad de los activos (

<sup>13</sup> *Ibid* pág. 412

<sup>14</sup> *Ibid* pág. 425

es decir, 20 millones). nuestra utilidad se vería disminuida por los intereses a 3,500, el precio por acción será de siete pesos, porque no habremos tenido la necesidad de emitir un millón de acciones, sino de la mitad. (500,000).

Sin embargo "el costo del pasivo puede flotar hacia arriba a medida que aumentan las tasas de interés en general o en los casos en que el costo del pasivo está relacionado con alguna otra tasa de interés en el mercado."<sup>15</sup> (por ejemplo la tasa de CETES) lo que hace que el apalancamiento sea negativo.

Este apalancamiento es fundamental para evaluar el riesgo financiero en las emisiones ya sea de bonos o acciones, por lo que uno de los requisitos para cotizar en bolsa es mantener una medida fija de apalancamiento financiero durante la vigencia del instrumento. "Como regla general, se puede aceptar como relación máxima la de 1 a 1, es decir, que el capital ajeno sea igual al propio (capital social), debido a que una razón superior provocaría un desequilibrio y habría peligro de que pasara a ser propiedad de terceras personas."<sup>16</sup> Es lógico, porque cuando las empresas se sobreendeudan, son más de los acreedores que de los propios inversionistas o socios, porque ellos han aportado la mayor parte de los recursos.

Esa situación se presentó con la crisis sorpresiva del diciembre de 1994 en muchas empresas mexicanas, algunos financieros opinan que un mercado de futuros podría cubrir este riesgo, sin embargo, hay que prever este tipo de contingencias, las empresas deben buscar una mezcla conveniente entre servicios financieros, créditos de corto plazo y créditos de largo plazo. Un crédito debe contribuir a la viabilidad de un proyecto técnica, económica y financieramente y debe solo complementar a los socios y aportaciones de capital, esto propicia la estructura financiera sana de las empresas.

Desde el punto de vista estrictamente financiero, tan malo sería una empresa o proyecto 100% capitalizado como uno 100% apalancado o financiado sólo con crédito.

Un buen consejo para planear la estructura de capital es el que da el C.P. Rafael Prado Aguirre: "...un desequilibrio entre su activo circulante y su pasivo de corto plazo, es cuando las empresas requieren

---

<sup>15</sup> *Ibíd* pág. 426

<sup>16</sup> *Análisis e interpretación de estados financieros*. C.P. César Calvo Editorial Pac 7a Edición pág. b-4

una reestructuración de pasivos para lograr un balance entre sus activos circulantes y sus pasivos a corto plazo pasando parte del pasivo de corto a largo plazo de acuerdo nuevamente con las expectativas de generación de flujo de efectivo, pero que no se ha afectado la estructura financiera (pasivo capital).. cuando por el contrario, las empresas están sobreendeudadas o sobreapalancadas. las empresas requieren una reestructura financiera, esto es. recomponer su estructura de capital. En estas circunstancias se debe considerar toda la estructura de la empresa, activos, pasivos y capital, para que mediante técnicas de reingeniería financiera y talento, reconfigurar la estructura administrativa, técnica y operativa de la empresa, hay diferentes alternativas que van desde la negociación con proveedores, la disminución o eliminación de servicios financieros, la capitalización de superávit por revaluación de activos, la capitalización de adeudos de accionistas o terceros, la reestructuración de pasivos y la inyección de capital mediante el redimensionamiento de los activos productivos de acuerdo al nuevo entorno, para evitar capacidad instalada ociosa que genera costos y demerita utilidades, la incorporación de nuevos socios, alianzas estratégicas (join venture), los esquemas de asociación entre empresas que disminuyan costos ( pactos entre proveedores), aprovechen las ventajas de acciones concertadas que atenúen debilidades, incrementen fortalezas, disminuyan riesgos y potencien oportunidades. En las circunstancias actuales, en las que por diversas causas las empresas pueden verse sobreendeudadas, no resuelven su problema con más deuda, sino con reestructuraciones financieras, apoyo a su capital de trabajo en forma temporal e inyección de capital y la consecuente disminución de sus pasivos."<sup>17</sup>

## 2.5. Costo promedio de capital y costo marginal de capital.

Normalmente se utiliza el costo promedio ponderado de capital para evaluar el costo total de capital cuando pasivo y capital contable se combinan en una estructura de capital de la siguiente manera:

$$k_o = \frac{D}{D + E}(k_d) + \frac{E}{D + E}(k_e)$$

en donde:

---

<sup>17</sup> Las reestructuraciones financieras y de pasivos. C.P. Rafael Prado Aguirre Ejecutivos de finanzas Agosto 1995 pág. 16-18

$k_o$  = costo total de capital

$D$  = cantidad de pasivo en la estructura financiera

$E$  = cantidad del capital contable de la estructura

$k_d$  = costo del capital proveniente del pasivo

$k_e$  = costo de capital común

También se puede saber el costo de capital utilizando el costo marginal que consiste en graficar las fuentes de financiamiento, los diversos valores se clasifican por orden ascendente de su costo de capital, a fin de empezar con la fuente menos costosa y bajar por la lista aprovechando las que siguen de acuerdo a nuestra demanda de recursos.

Este costo (MCF) sube desde las fuentes menos costosas hacia la derecha de la figura a medida que la empresa realiza nuevas inversiones cuya rentabilidad se mide gráficamente por medio de la línea de la tasa interna de rendimiento (TIR). La TIR disminuye a medida que aumenta el monto de las fuentes de capital hasta que la línea del MCF se encuentre con la línea de la TIR, porque más allá de ese punto la inversión adicional deja de ser rentable.

Una vez analizados los costos de capital, es necesario tener en cuenta dos métodos que pueden evitar que la empresa entre en crisis, el primero es diferir el programa de pasivos y el segundo hacer coincidir los vencimientos con los flujos de efectivo que se esperan. Si tenemos bajo control nuestros pasivos, solamente un factor externo podría afectarnos, pero si estamos atentos a la economía, tal vez podamos mantener nuestras medidas de contención sobre la crisis financiera.

## CAPITULO II

### 1. MERCADOS FINANCIEROS.

Un mercado financiero es un lugar en el que acuden oferentes y demandantes de capital, ya sea a corto o a largo plazo. Los mercados financieros se dividen en dos grandes mercados, el mercado de dinero y de capitales. En el primero se operan los sustitutos mas cercanos al dinero y no existe una bolsa o mercado fisico donde se operan, sino que las operaciones de compra-venta se realizan por teléfono. En cambio, el mercado de capitales se caracteriza por contar con una bolsa o mercado organizado donde se operan los valores de entidades corporativas y gobiernos.

Al hablar del mercado primario, nos referimos "al mercado referente a la colocación de una nueva emisión de acciones en la cual existe entrada de dinero fresco para la empresa emisora; independientemente de si la empresa ya estaba registrada o no en bolsa."<sup>18</sup>

Así mismo, "el mercado secundario se refiere al mercado diario de acciones. La transferencia de recursos que toma lugar es únicamente entre el comprador y el vendedor. La empresa emisora, cuyas acciones son objeto de la compra/venta, usualmente no tiene nada que ver con esas operaciones".<sup>19</sup>

#### 1.1. Mercado de Dinero.

Básicamente esta formado por activos que se perciben como muy líquidos, ya sea porque su periodo de madurez es de corto plazo y tiene un bajo riesgo de incumplimiento o porque existe un activo mercado secundario de los activos. La característica fundamental de un activo del mercado de dinero es su liquidez.

---

<sup>18</sup> Inversiones. Martín Marmolejo. Editorial IMEF 1994 pág. 481

<sup>19</sup> Ibid. pág. 482

Tipo de operaciones:

1) Las transacciones monetarias tanto entre bancos como en el sector no bancario (entidades corporativas e individuos), son con una estructura esencialmente de un corto plazo (1 año).

2) El mercado primario y secundario de valores en aquellos instrumentos negociados en corto plazo, como letras del Tesoro, bonos del gobierno, papel comercial, certificados de depósito, aceptaciones bancarias, fondos federales, acuerdos de recompra y pagares.

#### PARTICIPANTES E INSTRUMENTOS

| Prestatarios emisores | Instrumentos   | Intermediarios                       | Inversionistas Finales |
|-----------------------|--|--------------------------------------|------------------------|
| Bancos                | Emisión primaria   | Bancos comerciales                   | Bancos                 |
| Empresas              | Negociación secundaria   | Banca central                        | Individuos y empresas  |
| Gobierno              | Instrumentación de corto plazo de depósitos, préstamos, inversiones, letras en títulos representativos | Corredores de dinero (Money Brokers) | Gobiernos              |

#### 1.2. Mercado de capitales.

Este mercado se caracteriza principalmente por:

- 1) Activos financieros de largo plazo
- 2) Tiene un lugar físico de transacciones
- 3) Proporciona información sobre operaciones y precios.

Este mercado a su vez ha propiciado el surgimiento del mercado extrabursátil que se compone de operadores que toman posiciones en valores en libros (dealers) y que están listos para comprarlos o venderlos en un mercado donde no existe un lugar físico de transacciones, sino que se realiza por teléfono o por computadora.

Tipos de operaciones:

Son transacciones monetarias a largo plazo, en particular con el sector no bancario, medio para los mercados primarios y secundarios de valores y actividades de inversión.

**PARTICIPANTES E INSTRUMENTOS**

| PRESTATARIOS O EMISORES | INSTRUMENTOS  | INTERMEDIARIOS  | INVERSIONISTAS FINALES  |
|-------------------------|---|---|---|
| Empresas                | Negociación primaria y secundaria de títulos a muy largo plazo de títulos de deuda (Non securities market) y títulos de valores accionarios (securities market) | Bancos comerciales<br>Bancos mercantiles<br>Bancos hipotecarios | Inversionistas institucionales<br><br>Individuos<br><br>Banca comercial y de inversión. |
| Gobierno Central        |   | Brokers   |   |
|                         |   | Dealers   |   |
|                         |   | Broker dealers<br>Market markers                                |   |

**2. CENTROS FINANCIEROS INTERNACIONALES.**

Un mercado financiero a nivel nacional es muy importante principalmente por dos razones:

- a) Proporcionan recursos a empresas (en general) que lo necesitan
- b) Proporcionan un mecanismo por medio del cual se puede guardar la riqueza nacional.

Así mismo, los activos financieros proporcionan a la economía dos servicios:

1) Es un medio de transferencia de fondos de aquellos que tienen fondos superavitarios a aquellos que pueden realizar inversiones con estos.

2) Es un medio de trasladar el riesgo de aquellos que realizan las inversiones a los que proveen los fondos para las inversiones.

Ahora bien, el servicio que otorga un mercado financiero se resume en que da liquidez al tenedor del activo, puesto que es más fácil vender o liquidar. No hay que olvidar que la liquidez es la característica más buscada por los inversionistas; así mismo, disminuye el costo de ejecutar transacciones de compra-venta de activos financieros, aunque toda transacción implica un costo, este será menor al que incurriría aquél que quisiera adquirir o vender activos financieros y tuviera que recolectar información para conocer primero los rendimientos futuros de los activos, así como buscar vendedores o compradores potenciales de los activos.

"Los países en el mundo con economía de mercado tienen mercados de capital nacionales con diversos grados de desarrollo. El tamaño, la liquidez y los resultados de ganancias financieras son factores principales que distinguen a un mercado nacional de otro mercado. Adicionalmente, hay que considerar el marco de legislación pertinente a valores, las restricciones a la inversión, la protección al inversionista, la política impositiva y el riesgo político al evaluar un mercado de capital nacional. Entre los mercados de capital en países desarrollados, tres se distinguen por las características que más adelante se describen, estos mercados son el de Estados Unidos de Norteamérica, el de Japón y el de Reino Unido, se les conoce por centros financieros internacionales<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Análisis sobre los centros financieros internacionales. Asociación Mexicana de Casas de Bolsa. Agosto 1990 pág. 6

## 2.1. Características e identificación de los centros financieros internacionales:

Mercado que abarca un centro financiero internacional:

| Principales          | Secundarios                               |
|----------------------|---|
| Mercado de dinero    | Mercado de derivados o auxiliares         |
| Mercado de capitales | Mercado de divisas                        |
|                      | Mercado de metales preciosos              |
|                      | Mercado de productos a plazo              |
|                      | Mercado de opciones financieras y futuros |

Las características principales de un centro financiero internacional son las siguientes:

- a) Desarrollan virtualmente todas las funciones de los mercados que abarcan el ámbito nacional e internacional
- b) Tienen un elevado grado de liquidez sin trabas para el flujo de capital.
- c) Cuentan con un sistema bancario sofisticado, apoyado por instituciones financieras apropiadas, buena infraestructura legislativa y de comunicaciones, así como reputación y aceptabilidad internacional.
- d) Tienen un desarrollo de banca privada, aseguradoras e intermediarios financieros.
- e) La legislación y las políticas impositivas son de largo alcance, estables y claras, siguen prácticas universales de contabilidad y auditoría.
- f) Las políticas salariales se dirigen a fomentar la productividad y el mercado laboral puede ser libre o concertado.
- g) Hay una importante infraestructura de obras, servicios y comunicaciones, al menos en las ciudades base, y un elevado uso de la informática.

h) Tienen reputación y estabilidad nacional en cuanto a tasas de interés, comercio internacional, tipo de cambio, crecimiento y diversificación económica.

i) Existe un sector privado importante, confianza en el empresariado nacional, elevado nivel de vida de la población y significativa inversión en investigación.

Existen a su vez mercados que no cumplen con todas las características de un centro financiero internacional, sin embargo por diversas características peculiares son considerados como mercados emergentes de capital en vías de desarrollo, y los principales (según estadísticas del Banco de México) son:

Brasil, India, Federación Malaya, Taiwan, Corea del Sur, México, Venezuela, Chile, Tailandia, Jordania, Filipinas, Pakistán, Argentina, Grecia, Nigeria, Turquía, Colombia y Zimbawe principalmente. Estos mercados son importantes; sin embargo, el monto manejado es mucho menor que los mercados de punta, pues el volumen en millones de dólares manejados en 1990 por los mercados desarrollados es de \$6,243,464 aproximadamente contra \$138,698 millones de dólares manejados por los mercados en desarrollo antes mencionados.

Estas son las características generales más importantes de los centros financieros internacionales.

El motivo de la tesis es primordialmente el mercado estadounidense, éste se analizará en el siguiente capítulo.

### **3. MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.**

#### **3.1. Mercado internacional de dinero.**

Los mercados de dinero negocian instrumentos que pueden considerarse dinero en efectivo por el plazo que se maneja, normalmente menor a un año, aunque en Estados Unidos existen instrumentos hasta de cinco años. "Desde el punto de vista de México, los mercados de dinero internacionales son, ante todo, aquellos no mexicanos pero que están abiertos a la participación de mexicanos y segundo,

la parte del mercado de dinero mexicano abierta a extranjeros"<sup>21</sup>. Muchas veces al mencionar el mercado de dinero también pensamos en las divisas, no son el mismo concepto, sin embargo, están estrechamente vinculados, la principal diferencia entre ambos es que en el mercado de divisas el precio es el tipo de cambio y en el mercado de dinero es la tasa de interés. Este tipo de mercado tiene tres características principales: notables avances en tecnología de comunicaciones y cómputo, volatilidad en las tasas de interés y desregularización. En la mayoría de estos mercados a nivel mundial, los avances son prácticamente nulos, los mercados de dinero son muy escasos y hasta primitivos y por lo general están cerrados a los extranjeros, para nuestro beneficio. nuestro país ha mejorado en estos años, principalmente con la aparición de los CETES (Certificados de la Tesorería) en 1978 como copia de los bonos de Estados Unidos, y "...aunque el mercado de dinero mexicano enfrentó una serie de retos durante la última década, no sólo se ha mantenido a flote, sino que ha mantenido su liquidez y tiene excelentes perspectivas de mayor volumen operado, sofisticación e internacionalización."<sup>22</sup> En su mayoría, la actividad en los mercados de dinero internacionales se realiza en los grandes centros financieros de Estados Unidos, así como en los principales offshore como Londres y Singapur. Un mercado de dinero offshore no es más que lo que conocemos como euromercados de dinero que comprende a las eurodivisas y al papel negociable de corto plazo, con eurodivisas no queremos decir que son monedas, sino que son contratos que se negocian en monedas extranjeras, así un papel comercial en dólares americanos cotizados en Alemania, se le conoce como eurodólares. En esencia, la palabra offshore significa que se negocia en un lugar extranjero a su procedencia. Los participantes en el mercado de dinero internacional son las Tesorerías de un país, los Bancos Centrales, los Ministerios de Finanzas, Bancos y Sociedades de Inversión, Distribuidores (Dealers) y corredores<sup>23</sup>. Los principales fondos del mercado de dinero mexicano colocado en el extranjero se hacen por un agente en el exterior (al igual que las acciones) y un administrador en México, los principales fondos son: First México Income Fund (Amsterdam y Luxemburgo), The Mexican Premium Income Portfolio N.V. (colocación privada), México Advantage (Nueva York) y Mexival Fund (Nueva York); los principales agentes para este mercado son: Citicorp y Lazard Frères, Iturbe Laborde Asociados, Oppenheimer & Co.; los administradores en México: Impulsora de Fondo México, Iturbe Laborde Asociados (firma nacional), Casa de Bolsa Accival y UNIVAM CAP. Corp. Mexival Casa de Bolsa. Estas colocaciones son para personas físicas y morales.

<sup>21</sup> Las nuevas finanzas en México. Catherine Mansell Carstens. Editorial nulenio IMRF 1994 pág. 129

<sup>22</sup> *Ibid* pág. 135

<sup>23</sup> La diferencia entre dealers y corredores estriba en que los primeros mantienen un inventario que se ve afectado por las compras y ventas que realiza y el corredor es sólo el intermediario de compradores y vendedores sin tomar una posición propia dentro del mercado.

"Los principales instrumentos de los mercados de dinero internacionales se comercian en el mercado norteamericano, el más grande y sofisticado del mundo. También es el más internacional pues a diferencia de otros países ( incluido México) que intentan separar el mercado de crédito doméstico del internacional, en Estados Unidos se permite a los extranjeros comerciar con toda libertad casi cualquier instrumento"<sup>24</sup>

De manera enunciativa estos son los instrumentos de los principales mercados de dinero internacionales:

1. Certificados de Tesorería (Treasury Bills). En México es el CETE, desde 1990 los extranjeros a través de los fondos de inversión pueden adquirirlos.

2. Fondos Federales (Federal Funds) son el excedente de los saldos de reserva internacionales depositados en la Reserva Federal. Estos instrumentos son solo manejados por los gobiernos entre países, pero la inversión privada está relacionada por el encaje legal.

3. Aceptaciones Bancarias. Este tipo de instrumento es muy útil en las importaciones y exportaciones de un país. Mediante una AB es posible que un banco extranjero emita una carta de crédito para un exportador y este tramite un crédito con el banco nacional precisamente "aceptando" el compromiso de pago al exterior y el crédito al exportador.

4. Certificados de depósito negociables (Negotiable Certificates of Deposit). Entendemos por certificado de depósito un recibo que ampara un compromiso por parte del receptor de pago de intereses y capital ( un depósito a plazo), la diferencia entre uno normal y un negociable es que éste último es al portador y puede negociarse antes de su vencimiento en el mercado secundario.

5. Papel Comercial. Tal vez, después de los certificados de Tesorería es el más común dentro del mercado de dinero internacional y los offshore, se trata de pagarés de corto plazo y su rendimiento es en proporción al riesgo crediticio de la empresa al igual que las acciones y bonos a largo plazo. En los últimos años, las empresas mexicanas han venido usando estos instrumentos por considerarlos como una eficiente fuente de financiamiento a corto plazo.

---

<sup>24</sup> Ibíd. pág. 153

Para complementar, se dice que el reporto, es una figura muy popular en este tipo de mercado. Los reportos son ventas de títulos en el presente con un acuerdo de recompra en el futuro estableciendo la tasa de interés de antemano. El contra-reporto se da cuando se compran los títulos para volver a venderlos en el futuro al tenedor original. Al parecer este es el antecedente del mercado de futuros.

### **3.2. Mercado internacional de capitales.**

El mercado de capitales se puede dividir en créditos, obligaciones y acciones y ha tenido gran auge en los últimos años.

#### **3.2.1. Mercado internacional de créditos.**

Se entiende por crédito internacional el que es concedido en una moneda extranjera al país del prestatario o que el prestamista está en el extranjero. Puede ser internacional simple, que es cuando el crédito se concede en la moneda del prestamista, por ejemplo cuando alguna empresa mexicana pide a un banco norteamericano un préstamo en dólares; y la otra modalidad cuando es un crédito en eurodivisas que se nomina eurocrédito, por ejemplo cuando una empresa mexicana solicita a un banco norteamericano un préstamo en marcos alemanes o francos suizos. Sus principales características son:

a) Implican un volumen alto de recursos financieros. Normalmente las empresas mexicanas los utilizan para compra de maquinaria pesada, por lo que están en dólares, marcos alemanes y francos suizos.

b) Son créditos sindicados. Un crédito sindicado es aquél que está compartido con asociaciones llamadas sindicatos y se forman únicamente con el fin de conseguir el crédito y está formado por tres figuras: Banco director que es el encargado de organizar el crédito y debe ser el de más prestigio dentro del sindicato pues a él va dirigido el préstamo; el banco agente que administra o gestiona el crédito y el banco participante o prestamista.

c) El tipo de interés es flotante o variable. Normalmente se usa un indicador que es casi siempre la tasa LIBOR ( London Interbank Offered Rate) mas unos puntos.

d) Los créditos están divididos en ramos o fracciones, no todo el capital está bajo las mismas condiciones o garantías.

e) Se conceden a empresas o instituciones importantes o que cuentan como aval al Gobierno del país.

f) Se pueden obtener a tasas de interés más bajas en relación con los otros créditos.

g) Son respaldados por recursos financieros captados a corto plazo.

### **3.2.2. Mercado internacional de obligaciones**

Este tipo de mercado tuvo su desarrollo durante los años setenta llegando a ser uno de los más frecuentados. Existen dos clases de emisiones: La obligación internacional simple que "es una emisión en moneda del país donde se coloca la misma, realizada por un prestatario extranjero. Si la emisión es en dólares y se coloca en los Estados Unidos recibe el nombre de yankee; si es en yens en Japón se denomina samurai; si es en pesetas en España, matador; si es en libras en Gran Bretaña, bulldog; si es en florines en Holanda, rembrandt; y si es en dólares australianos en Australia, canguros."<sup>25</sup> El segundo tipo de bonos es el eurobono, en el que la moneda en que se emite es distinta de la del país en el que se coloca. Sus principales características son:

a) Su venta siempre se realiza de forma directa a un sindicato bancario.

b) La emisión deberá anunciarse públicamente.

c) Las condiciones específicas de cada obligación se establecen entre el emisor y el sindicato suscriptor.

---

<sup>25</sup> Ingeniería Financiera . Luis Díez de Castro. Edición 1994 pág. 71

d) Pueden darse vencimiento total a la fecha establecida (bullet), amortización anticipada (put) o forzosa (call).

e) El plazo normal es de doce años, sin embargo hay emisiones que van de los cinco hasta los treinta años y el valor nominal de los eurobonos suele ser de 1.000 dólares.

f) Los certificados y las liquidaciones se suelen realizar mediante los Euroclear o Cedel. Son sistemas de depósito de Bruselas y Luxemburgo respectivamente que se encarga de la custodia y entrega de pagos de eurobonos.

En su mayoría este tipo de bonos tienen mayor ventaja que las emisiones nacionales puesto que asisten a un mercado más sólido con mayor captación; tienen mayor libertad y flexibilidad al no existir una legislación a nivel internacional una vez autorizada su emisión por el propio país, los costos de emisión suelen ser menores ya que si se trata de un crédito sindicado, los costos se reparten; el mercado internacional es más susceptible de aceptar vencimientos más largos; son títulos de gran liquidez y fáciles de manejar y ofrecen una gran seguridad. A pesar de todas esas ventajas, las tasas de interés suelen ser inferiores a las emisiones nacionales, sin embargo, hay que tener cuidado por las alteraciones en el tipo de cambio o la aparición de sobretasas engañosas. Podría cubrirse el riesgo mediante un contrato a futuro sobre tasas de interés, pero la decisión dependerá de la planeación financiera de cada empresa.

En este mercado la categoría o calidad crediticia del emisor (riesgo comercial) desempeña un papel fundamental. Esta calidad se determina mediante indicadores tales como el desempeño económico-financiero de la empresa a través de los años; utilidades, solvencia, importancia dentro de la industria e historial de pago de sus obligaciones principalmente.

Existen compañías especializadas que se dedican a calificar los bonos y entre los más importantes se encuentran la Moody's Investors Services Inc. y la Standar & Poor's Corporation (ambas estadounidenses). De esta última es la siguiente clasificación:

|     |                                 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | Riesgo mínimo, la mejor calidad |
| AA  | Poco riesgo, muy buena calidad  |

|     |  |
|-----|--|
| A   | Características favorables. buena calidad                                      |
| BBB | Ciertas características especulativas y<br>calidad mediana                     |
| BB  | Características especulativas.<br>calidad inferior a la mediana                |
| B   | Adolece de las características de una<br>inversión recomendable, baja calidad. |

La calificación lleva asociada una apreciación del riesgo de los títulos y por lo tanto tiene una relación directa con la tasa de rendimiento que el inversionista exigirá, lo que a su vez repercutirá en el costo de capital para el emisor ( como se mencionó anteriormente).

Dado que a mayor riesgo, mayor rendimiento y viceversa los títulos AAA, serán siempre los más baratos del mercado, ya que el inversionista está dispuesto a aceptar un menor rendimiento a cambio de menor riesgo; y los bonos B, se pueden considerar bonos chatarra ( junk bonds) que ofrecen un alto rendimiento pero también un alto riesgo.

Los bonos u obligaciones más usados son:

1. Bonos convencionales de tasa fija (*Fixed rate bonds*)

2. Bonos de tasa variable (*Floating Rate Notes*) que son una mezcla de créditos sindicados y bonos simples. Este tipo de bono es el más común entre las empresas mexicanas, durante los años 1977-1981 emitieron numerosos FRN, después debido a la devaluación y crisis del país en los siguientes años, las empresas volvieron a emitirlos hasta 1989.

3. Bonos convertibles. (*Convertible bonds*) que son una combinación de bonos y acciones. Pueden convertirse en acciones comunes del emisor, no se inyecta al capital cuando esto sucede, ya que el valor nominal del bono se utiliza para comprar acciones, de tal manera que las deudas solo se reemplazan por acciones comunes alterando la estructura del capital.

### 3.2.3. El mercado internacional de acciones.

"Las acciones tienen, en principio, carácter nacional, no existiendo ninguna diferencia al considerar a dicho activo financiero desde el punto de vista nacional o internacional. La acción se negocia en mercados nacionales pero puede ser adquirida por un residente de un país distinto de la empresa emisora".<sup>26</sup> El contexto de las emisiones accionarias puede resumirse de la siguiente manera:

| <u>Ofertas públicas</u> | <u>Ofertas privadas</u> | <u>Oferta Internacional.</u> |
|-------------------------|-------------------------|------------------------------|
| Primarias               | Primaria                | ADR's                        |
| Secundarias             | Secundarias             | ADS's                        |
| Mixtas                  | Mixtas                  | IDS's                        |
|                         |                         | GDS's                        |

Se tienen dos conceptos en cuanto a la definición de primaria y secundaria de acciones. La primera es considerar emisión primaria cuando aumenta el capital social de la empresa y secundaria cuando el producto de la emisión no ingresa a la empresa sino que es de algún accionista. La segunda es considerar emisión primaria cuando la empresa acude por primera vez al mercado, secundaria cuando la emisora ya era parte del mercado y mixta cuando parte de la emisión ingresa a la empresa y parte a los accionistas.

Para internacionalizar las acciones se tienen dos alternativas, adquirirlas por nacionalidad del propietario, que es cuando las acciones en una Bolsa pueden ser adquiridas por extranjeros residentes en otro país y físicamente que es cuando se venden en un mercado extranjero.

"Cuando una empresa decide cotizar en un mercado de valores de los Estados Unidos y no pertenece a dicho país, el banco o bancos de inversión que organizan la operación de lanzamiento de sus acciones adquieren un número determinado de las mismas y seguidamente emitirán unos recibos que son los títulos sobre los que se realiza la cotización. Estos recibos se denominan ADR'S (American Depository Receipts)."<sup>27</sup> Las emisiones accionarias de las empresas mexicanas que han decidido internacionalizarse de esta manera han utilizado aparte de los ARD'S, los American Depository

<sup>26</sup> Ibid pág. 91

<sup>27</sup> Ibid. pág. 92

Shares (ADS), los Global Depositary Receipts (GDR) y los International Depositary Shares (IDS). Los dos primeros se utilizan más en los mercados estadounidenses. los GDR y IDS se utilizan para los mercados europeos. Estos instrumentos serán analizados con más detalle en el tercer capítulo, pues son el tema principal de esta investigación.

### **3.3. El mercado internacional de divisas y metales.**

Se entiende por divisas los billetes y monedas extranjeras, transferencias bancarias denominadas en moneda extranjera y otros instrumentos financieros de disponibilidad inmediata denominados en moneda extranjera (como los cheques de viajero). Se puede llegar a confundir con el mercado de dinero, pero hay dos notables diferencias, en el mercado de divisas se comercian las monedas como dinero fresco, y el mercado de dinero son instrumentos con alta liquidez y corto plazo que pueden convertirse en dinero. Además en un mercado de divisas el precio es el tipo de cambio, y en el mercado de dinero es una tasa de interés o descuento. En nuestro país la divisa más comerciada es el dólar estadounidense.

El mercado de metales está compuesto por las monedas como tales, acuñadas en oro y plata, principalmente. Se diferencia del mercado de divisas porque una moneda de oro o una onza troy de plata equivale a un importe en divisa.

### **3.4. El mercado internacional de productos derivados.**

El mercado de productos derivados está formado principalmente por las ventas en corto, los futuros financieros, los forwards, los swaps, las opciones, los warrants y swaps. Desgraciadamente en nuestro país este tipo de mercado es muy primitivo.

#### **3.4.1. Ventas en corto**

Una venta en corto es "una operación de venta de valores que el prestatario ha recibido a manera de préstamo, obligándose a restituir los mismos, en una fecha determinada, pagando un preñuo

estipulado al prestamista de los títulos."<sup>28</sup> Los objetivos de estas operaciones son básicamente aprovechar los periodos de baja en las cotizaciones de valores y atenuar riesgos financieros producto de las fluctuaciones en las tasas de interés y en los tipos de cambio. Son realizadas por inversionistas especulativos y tesorerías corporativas.

#### **3.4.2. Futuros**

Los mercados de futuros hacen que los compradores y vendedores hagan compromisos a entrega futura de divisas, metales, títulos accionarios, bonos ligados a las tasas de interés, materias primas y los índices de mercado bursátiles. Dentro del mercado de futuros financieros destacan por la frecuencia de uso los contratos de divisas y de instrumentos de deuda. El principal mercado de nuestros días es el Chicago Mercantile Exchange CME. Pueden generar grandes pérdidas o grandes utilidades. La principal meta que se busca con este tipo de contratos es cubrirse de riesgos y aspirar a mayores ganancias.

#### **3.4.3. Forwards**

Los forwards son contratos adelantados que especifican en el presente el precio (ya sea tasa o tipo de cambio) de una operación futura. Se trata de obtener una cobertura contra fluctuaciones cambiarias y tasas de interés y al mismo tiempo ganancias de capital derivada de esas fluctuaciones. La diferencia entre los forwards y el mercado de futuros es que los primeros se operan en el mercado interbancario y los segundos en la Bolsa de Valores.

#### **3.4.4. EBORS**

Los Equity Bought Option Rights (EBORS) son "...títulos complementarios a emisiones accionarias, ofrecen a su tenedor la opción de vender a la Empresa emisora en una sola fecha predeterminada y a un precio acordado la acción previamente adquirida en una ofertación accionaria, con lo cual brinda la posibilidad al inversionista de obtener un rendimiento asegurado"<sup>29</sup> Los objetivos que persigue el emisor de estos instrumentos son fomentar la colocación de acciones y captar los recursos financieros

---

<sup>28</sup> El manual del financiero C.P. Octavio Aguirre 1995 pág. 364

<sup>29</sup> Ibíd. pág. 390

producto de la oferta de capital programada, para asegurar esos objetivos ofrece reducir el grado de riesgo inherente al precio por acción, rendimiento fijo, puede vender el instrumento en un mercado secundario y amplia las perspectivas de capital.

#### 3.4.5. Opciones

Una opción es un título o instrumento que otorga el derecho de comprar o vender un valor a un precio determinado en un período o fecha específica, puede tener una prima para el tenedor del derecho. Puede ser de compra o venta.

#### 3.4.6. Warrants

Dentro del mercado de productos derivados, el instrumento más conocido es el warrant, en la Bolsa Mexicana de Valores se conoce como título opcional, otros autores lo manejan como certificados de garantía (que sería la traducción más idónea) pero sea cual sea su traducción, se conoce más como el nombre en inglés. Es un título "...susceptible de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores, que confieren a sus tenedores a cambio del pago de una prima de emisión, el derecho de comprar o el derecho de vender al emisor un determinado número de acciones a las que se encuentran referidos ( acciones de referencia)"<sup>30</sup>. Muchas veces son confundidos con los bonos convertibles (convertible bonds), a diferencia de estos, "...los certificados de garantía al ser desprendibles, tienen una identidad distinta al bono y pueden negociarse en el mercado secundario en forma independiente. Cuando se ejercen los warrants, la emisión de bonos permanece en circulación, de tal manera que su conversión resulta en la aportación de capital nuevo a la empresa"<sup>31</sup>. Y la diferencia con las opciones radica en que una opción de compra implica la erogación en efectivo para el suscriptor y recepción de dinero para el emisor e implican el aumento de número de acciones del capital social; en cambio en un warrant cuando se ejerce implica el pago en efectivo del diferencial que hay entre el precio en que se vende y el precio de mercado de los valores al que pertenece (acciones).

<sup>30</sup> Que son y como operan los títulos opcionales en México. Limusa BMV 1995 pág. 15-16

<sup>31</sup> Mercados Internacionales de Capital. Alicia Vázquez Scijas UAM 1990 pág. 167-168

producto de la oferta de capital programada, para asegurar esos objetivos ofrece reducir el grado de riesgo inherente al precio por acción, rendimiento fijo, puede vender el instrumento en un mercado secundario y amplía las perspectivas de capital.

#### 3.4.5. Opciones

Una opción es un título o instrumento que otorga el derecho de comprar o vender un valor a un precio determinado en un período o fecha específica, puede tener una prima para el tenedor del derecho. Puede ser de compra o venta.

#### 3.4.6. Warrants

Dentro del mercado de productos derivados, el instrumento más conocido es el warrant, en la Bolsa Mexicana de Valores se conoce como título opcional, otros autores lo manejan como certificados de garantía (que sería la traducción más idónea) pero sea cual sea su traducción, se conoce más como el nombre en inglés. Es un título "...susceptible de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores, que confieren a sus tenedores a cambio del pago de una prima de emisión, el derecho de comprar o el derecho de vender al emisor un determinado número de acciones a las que se encuentran referidos (acciones de referencia)"<sup>30</sup>. Muchas veces son confundidos con los bonos convertibles (convertible bonds), a diferencia de estos, "...los certificados de garantía al ser desprendibles, tienen una identidad distinta al bono y pueden negociarse en el mercado secundario en forma independiente. Cuando se ejercen los warrants, la emisión de bonos permanece en circulación, de tal manera que su conversión resulta en la aportación de capital nuevo a la empresa"<sup>31</sup>. Y la diferencia con las opciones radica en que una opción de compra implica la erogación en efectivo para el suscriptor y recepción de dinero para el emisor e implican el aumento de número de acciones del capital social; en cambio en un warrant cuando se ejerce implica el pago en efectivo del diferencial que hay entre el precio en que se vende y el precio de mercado de los valores al que pertenece (acciones).

<sup>30</sup> Que son y como operan los títulos opcionales en México. Linusa BMV 1995 pág. 15-16

<sup>31</sup> Mercados Internacionales de Capital. Alicia Vázquez Seijas UAM 1990 pág. 167-168

#### 3.4.7. Swaps

Finalmente, otro instrumento precursor de este mercado de derivados es el swap, algunos autores lo manejan dentro del mercado, otros como instrumento independiente. Para efectos didácticos se considera dentro del mercado de derivados. Un swap (se puede traducir como permuta financiera) puede definirse como "una serie consecutiva de contratos adelantados hechos a la medida"<sup>12</sup>. No siempre están relacionados con la entrega de divisas o del instrumento de deuda, sino compensaciones en efectivo. De lo anterior se deduce que hay varios tipos de swaps, los más utilizados son los de divisas, de tasas de interés, y de mercancías. Se negocian en el mercado interbancario. En esta transacción financiera, las dos partes que lo contratan acuerdan la permuta o intercambio de flujos monetarios en un tiempo determinado, el principal objetivo consiste en disminuir las oscilaciones de las monedas (en el caso de swaps de divisas), de las tasas de interés (swaps de deuda) y precio de las mercancías y surge por las inadecuaciones existentes entre el prestatario que busca una clase de financiación diferente y las condiciones de mercado accesibles. Así mismo, "la creciente globalización de los diferentes mercados de capitales han hecho que los swaps de divisas puedan ser utilizados cada vez más para enlazarlos entre sí y la aparición del swap de intereses ha significado una transformación de la gestión de activos y las deudas a medio y largo plazo"<sup>13</sup>. El Banco mundial también es el causante de la proliferación de estos instrumentos. Sus principales ventajas son que permiten reestructurar costos financieros, deudas, reducción en las tasas de interés, son accesibles para los bancos pequeños pero con un nivel aceptable de crédito y se usa también para especular sobre el comportamiento de las tasas de interés.

En nuestro país, el swap más utilizado es el de mercancías, este tipo de instrumento permite realizar contratos a un precio a futuro. Los exportadores e importadores lo utilizan para asegurar tanto ventas como compras al exterior. Los intermediarios al igual que los demás swaps se encuentran en su mayoría en el mercado estadounidense (en Nueva York). Estos swaps de mercancía están condicionados principalmente en petróleo, cobre, plata, aluminio y otros metales preciosos. Algunos países latinoamericanos ocupan el swap de mercancías condicionadas a café y cacao (Brasil o Colombia) o a petróleo como Venezuela.

<sup>12</sup> Las nuevas finanzas en México. Catherine Mansells Carsterns IMEF pág. 391

<sup>13</sup> Ingeniería Financiera. Luis Díez de Castro pág. 292

Como comentario final a este mercado de productos derivados, nuestro país se encuentra en desventaja al no dar a conocer ampliamente a las empresas las ventajas y desventajas que ofrece este tipo de financiamiento, sin embargo, el sistema financiero mexicano ha sufrido cambios importantes para internacionalizar el mercado y poner a la par las empresas mexicanas con las empresas extranjeras (principalmente las latinas).

## CAPITULO III

Una vez analizadas todas las alternativas de financiamiento, hemos decidido que lo que necesita nuestra empresa es internacionalizarse, queremos compartir nuestro negocio mediante nuevas emisiones de acciones. Para eso, es necesario conocer al sistema bursátil mexicano y el sistema bursátil estadounidense.

### I. Sistema bursátil mexicano.

El sistema financiero mexicano esta formado por el sector bancario y el sector bursátil. Se puede dividir la historia del sector bursátil en tres etapas, la anterior a 1975 en la que no se puede considerar una infraestructura financiera; la segunda empieza en 1975 con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores que es cuando prácticamente se forma un mercado financiero y la tercera cuando el mercado sufre una desregulación producto del "crack" bursátil de 1987. Desgraciadamente nuestro mercado de valores es muy joven, sin embargo, ha tenido cambios favorables no tan significativos como el sector bancario pero no menos importantes; como la internacionalización del mercado, al permitir que extranjeros compren CETES directamente; la autorización para que las casas de bolsa formen parte de los grupos financieros y la abolición del régimen de comisiones fijas; y la aprobación del mercado intermediario de capitales.

La principal organización del sistema bursátil mexicano es la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Las operaciones del mercado de valores se documentan mediante Títulos-Valor que se comercian en la BMV, estos títulos-valor tienen que estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNV) y depositados en Instituciones para Depósito de Valores (INDEVAL). La encargada de supervisar y regular la realización de todas esas actividades es la Comisión Nacional de Valores y esta regulada por la Ley del Mercado de Valores.

La Bolsa Mexicana de Valores es una sociedad anónima de capital variable cuyos accionistas son los agentes de valores que integran el mercado mexicano. Se entiende por agentes de valores aquella persona moral inscrita en el RNV, también se les conoce como casas de bolsa. Las personas físicas

inscritas en el RNV, se les denomina agentes de bolsa. Todos son propietarios de una acción, no puede existir un socio mayoritario.

Según la Ley del Mercado de Valores, los agentes de bolsa están a cargo de intermediar operaciones con valores, de recibir fondos por concepto de esas operaciones, y prestar asesoría en materia de valores.

Los valores que se comercian en la BMV actualmente son:

- 1) Acciones de empresas
- 2) Acciones de sociedades de inversión
- 3) CETES
- 4) Certificados de aportación patrimonial
- 5) Petrobonos
- 6) Pagafes
- 7) Certificados de plata
- 8) Obligaciones
- 9) Aceptaciones bancarias
- 10) Papel Comercial
- 11) Certificados de participación inmobiliaria
- 12) Bonos bancarios de desarrollo
- 13) Bonos bancarios para el desarrollo industrial
- 14) Bonos bancarios para la vivienda
- 15) Bonos de renovación urbana del D.F.
- 16) Bonos de indemnización bancaria
- 17) Bonos del desarrollo del Gobierno Federal
- 18) Bonos ajustables del Gobierno Federal
- 19) Bonos de la Tesorería del Gob. Fed.
- 20) Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento.

En el piso de remates de la BMV, se concertan las operaciones con los títulos o instrumentos mencionados en base a las órdenes de los inversionistas que pueden ser:

- a) Operaciones Limitadas. Cuando se fija un precio máximo de compra o venta.
- b) Operaciones al Mercado. Cuando se realiza al precio que cotice en el momento de la operación.
- c) Operaciones Condicionales. Cuando se realiza sólo bajo ciertas condiciones del mercado.

Los tipos de operación pueden clasificarse en base de su forma de contratación de la siguiente manera:

- a) En firme. Cuando se coloca en un corro la ficha de compra (orden en firme) o venta especificando la postura y cuando concuerda una de compra y una de venta se cierra la operación.
- b) De viva voz. Cuando los agentes de bolsa anuncian en voz alta la postura y otra grita "cerrado". Está basada en la confianza de la palabra. Dentro del piso de remates hay una leyenda en latín que dice "ditum meum pactum" que significa "tu palabra es mi contrato"
- c) Cruzada. Cuando un agente de bolsa tiene ordenes de compra y venta que coinciden entre si.
- d) De cama. Cuando se negocia el precio de compra o de venta en una operación en firme.

En una teoría clásica, se entiende que el comprar o vender instrumentos o títulos solo concierne al emisor y al inversionista, sin embargo, esto casi nunca sucede en la realidad, de ahí que surja un mercado secundario de estos instrumentos. Para analizar las operaciones de ese mercado y en general, para analizar toda la clase de información que genera el sistema bursátil, se necesita un indicador que refleje la situación actual dando una expectativa de la economía en un futuro. Este indicador se conoce en nuestro país como el Índice de Precios y Cotizaciones.

El objetivo principal de este índice, es tener una estimación basada en una muestra estadística que refleje el comportamiento del mercado accionario. Se toma el mercado accionario porque es a largo plazo y representa al sector económico más directamente que los demás mercados.

Cada bolsa de valores tiene su propio índice calculado de distinta forma y adecuado a la dinámica del mercado, pero todos coinciden en manejar una muestra representativa, determinar un promedio y ponderarlo.

En nuestro país, el índice se calculaba hasta 1981 tomando como base a 29 emisoras, actualmente se toma una muestra de 45 emisoras basadas en los siguientes criterios:

- a) Índice de bursatilidad. Se eligen las emisoras con el más alto índice.
- b) La muestra se revisa cada dos meses
- c) Son emisoras altamente representativas dentro del sector en el que se desenvuelven.
- d) El tamaño de la muestra debe estar en función del valor de capitalización con respecto al total del mercado.

Las empresas que constantemente aparecen dentro de la muestra son: Acroméxico, Alfa, Apasco, Banacci, Banorte, Cemex, Cifra, Comerci, Contal, Desc, Fensa, GCarso, GCC, GFB, GGenex, Gigante, Gserfin, Gvidco, ICA, Intenal, Kimber, Liverpool, Maseca, Situr, Telmex, Televisa, TMM, TTolmex, Vitro. De estas empresas, la mayoría han emitido acciones mediante ADR'S.

Para analizar más a fondo y en forma más completa la economía del país se utiliza el índice sectorial, que se calcula agrupando las acciones de acuerdo con los sectores económicos.

ÍNDICES  
RECONOCIDOS POR  
LA BMV.

| PAÍS      | CIUDAD         | BOLSA                                   | ÍNDICE                                       |
|-----------|----------------|---|--|
| Alemania  | Frankfurt      | Frankfurter werpapier in Frankfurt/main | Dax Index                                    |
| Australia | Sidney Limited | Australian Stock Exchange               | ASX All Ordinaries Index ASX 20 Leader Index |
| Canadá    | Toronto        | The Toronto Stock Exchange              | TSE 35 Interim Index                         |

|                |            |  |   |
|----------------|------------|--|---|
|                | Montreal   | The Montreal Exchange                              | MSE Mkt Portfolio Index   |
| España         | Madrid     | Bolsa de Valores de Madrid                         | IBEX 35 Spain MA Madrid Index                                   |
| Estados Unidos | Nueva York | New York Stock Exchange<br>American Stock Exchange | S&P 500, S&P 100, NYES Composite Index, AMEX Major Market Index |
| Francia        | París      | Bourse de Paris                                    | CAC 40 Index  |
| Holanda        | Amsterdam  | Amsterdam Stock Exchange                           | Amsterdam EOE Index   |
| Hong Kong      | Hong Kong  | The Stock Exchange of Hong Kong                    | Hang Senh Index   |
| Italia         | Italia     | Borsa Valori di Milano                             | Italy Stk Mrkt BCI Milán MIB Telemático                         |
| Japón          | Tokio      | Tokyo Stock Exchange                               | Nikkei 225  |
| Reino Unido    | Londres    | London Stock Exchange                              | FT-SE 100   |
| Suecia         | Estocolmo  | Stockolm Fondborse                                 | OMX Index   |
| Suiza          | Zurich     | Zurich Stock Exchange                              | Siwis Market Index  |

FUENTE: EL MERCADO DE VALORES NAFIN NOVIEMBRE 1994.

### 1.1. Inscripción de acciones.

El mercado de valores ofrece dos tipos de secciones para poder ingresar en él:

a) La sección A de valores de renta variable o sección principal; sus características son que el capital mínimo debe ser de N\$100,000,000; una historia comercial de tres ejercicios anuales como mínimo, utilidades positivas individuales o promedio en los últimos tres ejercicios, una colocación inicial al menos del 15% de capital entre al menos 200 inversionistas.

b) La sección B de acciones o sección adicional. El capital contable debe estar en un mínimo de N\$20.000.000; una historia comercial de tres años mínimo, utilidades positivas individuales o promedio en los últimos tres ejercicios anuales, una colocación inicial de al menos 30% de capital entre al menos 100 inversionistas.

El proceso de inscripción en condiciones óptimas, requiere de un periodo aproximado de 20 días hábiles y comprende:

1. Recepción de solicitud con la documentación requerida.
2. Información general de la empresa, financiera, operativa y corporativa.
3. Un estudio técnico y jurídico realizado por la BMV.
4. Autorización por parte del consejo técnico de la BMV.
5. Oferta Pública de valores que incluye: Autorización de la CNV, prospecto (muy similar al que hay que entregar a la SEC), la información legal definitiva, publicación en periódicos y depósito de los títulos en INDEVAL.

## **2. Sistema bursátil estadounidense.**

Al referirnos al sistema bursátil estadounidense, hablamos del centro financiero internacional más grande e importante del mundo, así que compararlo con nuestro sistema resultaría ilógico.

Este sistema está formado por siete casas de bolsa ( Nueva York, Americana, Medio Oeste, Pacífico, Filadelfia, Boston y Cincinnati), los dos mercados extrabursátiles más importantes del mundo que son National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) e Instinet; los cuatro mercados derivados o auxiliares que son: Commodity Exchange Inc. (COMEX), Chicago Board Options Exchange (CBO), Chicago Board of Trade (CBT) y Chicago Mercantile Exchange (MERC). Por consecuencia, tiene el mercado de capitales que marca la vanguardia en todos sus aspectos y su principal característica es la liquidez que proporciona.

Enumerar los instrumentos o títulos que maneja este centro financiero sería exhaustivo y hasta cierto punto imposible, pues se calcula que entre el mercado de dinero y capitales se manejan alrededor de doscientos. Esto se debe a que la banca de inversión desarrollada está pendiente de las necesidades de

todos los inversionistas participantes y crea nuevos instrumentos para satisfacer tanto necesidades de inversión como las fuentes de recursos, un ejemplo es el mercado de productos derivados.

Un dato interesante es que las operaciones en los mercados de capitales incluyen fusiones y adquisiciones de empresas, lo que significa una intermediación importante en la expansión y proyección internacional de las empresas extranjeras con las estadounidenses.

La encargada de reglamentar y supervisar las actividades de la Bolsa de Nueva York ( la más importante del centro), las bolsas regionales, el CBO y el sistema Instinet es la Securities and Exchange Commission (SEC). El mercado extrabursátil de NASDAQ, los mercados derivados y futuros operan como organizaciones autoreguladas. Las emisiones de ADR'S se realizan en Nueva York principalmente, por lo que en el siguiente capítulo analizaremos los requisitos que marca la SEC para ese efecto.

Al igual que en nuestro país, todas las bolsas o mercados tienen que registrarse ante la SEC, así como las empresas que desean cotizar valores en las mismas. Esta comisión puede suspender, negar o cancelar el registro pero no puede obligar a los mercados a cotizar los valores de una empresa, porque al no registrar todos ellos, estos suelen tener requisitos más estrictos que la propia SEC. Esto se comprende, ya que al pensar en internacionalizar una empresa, se debe ser una empresa de calidad.

El índice utilizado es el Down Jones Industrial que es una derivación de las fórmulas de Laspeyres y Paasche. Es también una muestra estadística, solo que dada la complejidad del mercado operado, el sistema de cálculo es igualmente complicado.

Como ya mencionamos, la bolsa principal de este sistema bursátil es la Bolsa de Valores de Nueva York. Cuenta con un mercado secundario muy desarrollado lo que le da una liquidez muy alta, los procedimientos de operación son electrónicos ( obviamente tiene un desarrollo tecnológico muy alto) y a viva voz excepto por subasta en el mercado primario de las letras del Tesoro. En general, las características que lo hacen el centro más importante del mundo es que la facilidad para emitir valores es razonable, la calidad internacional de protección es muy buena, el grado de liquidez es elevado y la cobertura de riesgo cambiario es elevada.

## **2.1. Acto 1933 de la SEC y Forma 1**

Son las formas utilizadas para registrar valores en E.U. y tratan sobre la información solicitada en el prospecto y la requerida pero no incluida en el prospecto. En E.U. existen muchos mercados de valores, por lo que el registro de la SEC es la generalidad, ya que cada mercado financiero tiene sus propios requisitos. En el siguiente capítulo se verá con más detalle esta inscripción.

La forma 1 consta de las siguientes partes:

### **Parte I**

1. La regulación SK muestra la información que debe ir al frente y en la contra página de la presentación del prospecto. Principalmente es el nombre de la empresa, nombre del valor, importe de la oferta, condiciones del instrumento, etc. y varía de acuerdo a cada empresa.

- Información condensada de los factores de riesgo, razón de ingresos y gastos incurridos.
- Uso de los recursos que se obtendrán.
- Determinación del precio de la oferta.
- Disolución de la obligación
- Forma de venta.
- Plan de distribución
- Descripción de los valores que se registran.
- Nombre de los ejecutivos y abogados.
- Información con respecto al registro de estados financieros.
- Revelación de la posición de la comisión en la negociación de los valores.

### **Parte II**

- Gastos de emisión
- Identificación de directores y ejecutivos
- Ventas de valores no registrados recientes
- Estados financieros
- Responsabilidades y obligaciones.

### **3. Influencias entre mercados.**

Como todo centro de intercambio de bienes, existen ciertas influencias entre un sistema bursátil y otro. Obviamente, el mercado de valores estadounidense es el que marca la pauta en instrumentos financieros, tecnología, tipos de operaciones etc; y nuestro país como vecino cercano, recibe una gran influencia de este mercado, basta recordar el crack bursátil del 19 de octubre de 1987. Los factores económicos de cada país participante son fundamentales para estos mercados. Por ejemplo, a raíz de la crisis mexicana, los instrumentos financieros cotizados en Nueva York se dieron a la baja, confiando en las empresas chilenas y subiendo el valor de estas últimas.

Ya mencioné la importancia de la situación económica del país en un mercado de valores, así que podemos imaginar que tan importante es la economía mundial en un centro financiero internacional.

### **4. Inversión Extranjera en las empresas.**

Como mencioné en la introducción, para que un país pueda encontrar los recursos que necesita para poder financiar sus proyectos, es necesario contar con un ahorro interno suficiente. En nuestro país, este aspecto económico es muy pobre y este problema se ha acentuado con la crisis financiera 1994-1995.

La importancia de la inversión extranjera en el país puede significar una salvación, pues sabemos que la inversión de un país está dada por el ahorro interno más la inversión extranjera. En una economía sana, el ahorro interno debe representar alrededor del 30% del Producto Interno Bruto, en nuestro país, nunca se ha tenido ese porcentaje; pero cuando la inversión extranjera tiene mayor poder que el ahorro interno, más que una salvación, puede ocasionar un caso financiero como la actual crisis.

A nivel empresa, la inversión extranjera puede ayudar a su expansión internacional y a ampliar el mercado de sus productos, pero al igual que en un país, cuando su capital está basado en recursos

extranjeros, puede ocasionar que la empresa cambie de nacionalidad y ocasione que se nos escape de las manos.

Estos aspectos son muy importantes al momento de decidir si compartimos o no nuestro negocio y en que medida lo hacemos.

##### 5. Situación actual de los instrumentos mexicanos en E.U.

Para 1992, existía un futuro prometedor, en el crecimiento de la inversión extranjera, basada en un clima de mayor certidumbre y confianza y la adecuación a la reglamentación de los procedimientos para autorizar capital foráneo.

Desgraciadamente, ese escenario se desplomó, una prueba inminente de la inestabilidad del país es que a principios de 1995, se pronosticaba una inflación del 20%, un crecimiento del 1%, reducción del gasto público y un tipo de cambio frena al dólar de NS4.5. pero al mismo tiempo se aconsejaba la inversión en renta fija como la más atractiva para este año.

La experiencia de las devaluaciones bruscas en el último año de los ciclos sexenales anteriores al salinista, muestran que los mercados financieros tardan por lo menos seis meses en asimilar la inestabilidad y en ajustar desequilibrios que surgen de la devaluación del peso. Desgraciadamente, el conflicto en Chiapas, la abrupta alza de delincuencia en el país, los rumores sobre un golpe de estado y el desmoronamiento de un sistema político han agravado la situación motivando a los inversionistas externos a desconfiar y retardar su regreso al sistema financiero mexicano.

Opeheimer, Standar and Poor's, Salomon Brothers, Merrill Lynch, Shearson Lehman y Goldman and Sachs, afirmaron que: "el golpe devaluatorio y el adoptar una política de libre flotación alteraron los objetivos del gobierno en materia de reforma económica y prácticamente eliminaron las perspectivas de crecimiento para 1995...la situación de 1982 se repite 12 años después, es decir, se tropezó con la misma piedra"<sup>34</sup>. La diferencia es que ahora se apostó a la inversión extranjera y en aquella ocasión al petróleo.

<sup>34</sup> Época. Fondo de estabilización del peso. Dora María Cruz. pág. 11 2 de enero 1995

El mercado accionario se presenta como el más riesgoso a corto plazo, pero más rentable a largo. Algunas empresas con amplia visión, respaldaron sus deudas con coberturas (como contratos a futuro, warrants), sin embargo, existen sectores como el automotriz, transporte, bienes de consumo, constructoras, comunicaciones y transportes, grupos industriales, hotelería, metal mecánico, metalúrgico, papel y celulosa, siderúrgico y textiles que contaban con un apalancamiento del 40 a 50%, un porcentaje que afectó enormemente a sus planes (aún con cobertura). Esto prueba que deben tomarse medidas en una emisión de acciones. El mercado de dinero se convierte en un refugio por la falta de credibilidad en el mercado accionario, aunque sufrió cambios por el retiro de inversionistas extranjeros; las inversiones de renta fija toman auge y además el mercado accionario se ve más afectado por la tendencia especulativa de invertir en dólares.

El efecto tequila. Se puede definir como "Una ola de desconfianza generalizada desde Guatemala hasta Chile, alarma por el retiro de capitales extranjeros de la región, el derrumbe de las Bolsas de Valores en Argentina, Brasil, Perú y Chile; la caída de los títulos de la deuda de las naciones latinoamericanas en Nueva York y la posibilidad de devaluaciones de algunas monedas"<sup>35</sup>. Todo debido a la crisis económica mexicana.

Tuvo grandes repercusiones en las Bolsas de Argentina y Brasil, principalmente, los ADR's cotizados por parte de empresas argentinas, brasileñas, peruanas y chilenas, resintieron fuertemente la caída de sus precios. Argentina fue tan afectada que de no ser por un reforzamiento en E.U. de su política económica y su cobertura cambiaria, hubiera surgido otra crisis denominada efecto tango. Esta es una prueba de que el mercado internacional está estrechamente vinculado, los mercados emergentes procuran, no solo por su propio bien, mantener una transparencia en sus valores y economías en las de otros países. Deben conjuntamente evitar la especulación y al mismo tiempo no seguir tendencias, porque si uno se hunde, todos podrían hundirse.

La fuerte e inesperada crisis económica de 1994-1995 ha causado grandes estragos en la cotización de títulos mexicanos en el mercado internacional de capitales.

---

<sup>35</sup> Época. Efecto tequila. Nora Sandoval. pág. 16 de enero de 1995

"La vulnerabilidad de las colocaciones en títulos mexicanos de deuda o acciones fue considerada e incluso reconocida por los agentes financieros de Wall Street desde los primeros meses de 1994. La modificación de la política monetaria de la Reserva Federal con las sucesivas alzas en las tasas de interés fue formando entre los inversionistas extranjeros la expectativa de menores rendimientos en sus colocaciones en México"<sup>36</sup>

El gobierno mexicano sintió la desconfianza y proporcionó un ambiente adecuado al sostener la política cambiaria y emitir contratos de deuda con cobertura, logrando mantener un ritmo más o menos estable durante el periodo pre-electoral.

Pese a lo anterior, las autoridades mexicanas desde los primeros meses de 1994 sabían de la existencia de la necesidad de estabilizar de la mejor manera el mercado emergente en América Latina al mismo tiempo que subía las tasas de interés en Estados Unidos para modificar las expectativas de rendimiento entre los inversionistas americanos. "La pretensión de las autoridades financieras norteamericanas era alcanzar una salida parcial y ordenada de los mercados emergentes, pero que a su vez garantizara la continuidad de las reformas económicas emprendidas, una mayor apertura de los sectores económicos de interés al capital norteamericano (energéticos) y una acelerada profundización de la apertura financiera (específicamente del sector bancario)"<sup>37</sup>. Al parecer, la confianza por parte de Wall Street era excesiva y hasta cierto punto temeraria, de rescatar sus inversiones en México, ya que "Los representantes de las firmas financieras de Nueva York confirmaron la salida de fuertes sumas de capital por parte de fondos como Fidelity, los cuales se caracterizan por su importancia a nivel mundial. Altos funcionarios del sector financiero en México reconocieron que el fondo estaba fuertemente invertido en el mercado de dinero mexicano, particularmente en CETES."<sup>38</sup>

Es interesante recalcar que el Fondo Fidelity (Un fondo de inversión que promueve la colocación de instrumentos extranjeros en Estados Unidos) hizo ventas masivas poco antes del crack bursátil de Wall Street en 1987.

<sup>36</sup> Economía Informa. Inversión extranjera y crisis financiera. Ma. Eugenia Correa y Ricardo Calvo. Facultad de Economía. UNAM Marzo de 1995 pág. 30

<sup>37</sup> Ibid. pág. 31

<sup>38</sup> El financiero 22 de diciembre 1994

Las principales corredurías de Nueva York (Salomon Brothers, Smith and Barney, Bear Stearns, Merrill Lynch, Shearson Lehman y Goldman Sachs) consideran que la reforma económica de México se ve altamente afectada por la devaluación del peso y la política de libre flotación, eliminando así las expectativas de crecimiento económico y en consecuencia de la inversión en nuestro país.

Algunos operadores de estas corredurías se mantuvieron al margen de las operaciones pero ante la crisis inminente, salieron a vender reduciendo el precio de mercado de los títulos mexicanos, otros esperan el repunte para reingresar al mercado, pero desgraciadamente aún no ha ocurrido, lo que ocasiona la venta apresurada de estos instrumentos.

A mediados de enero de 1995 se dieron a conocer las malas noticias, la inversión extranjera había sacado del mercado de dinero principalmente, una suma considerable de millones de dólares. Fue entonces cuando el Secretario de Hacienda se reunió con el grupo del Foro Weston (Fidelity Trust Co. of the West; Scudder, Stevens and Clark, Oppenheimer, Putman Funds Management, March and McLennan Co., Soros Funds Management, Salomón Brothers Inc, Nomura Securities Co y el Weston Bank) y se planteó una solución basada en la emisión de deuda con cobertura cambiaria y una política cambiaria sin alteraciones. Los fondos de inversión aceptaron la propuesta.

Más adelante, el Congreso Americano apoyó las finanzas públicas mexicanas con la idea de un paquete de apoyo que restauraría la confianza de los intermediarios financieros en sus colocaciones en México, todo con la intención de disminuir la reacción en cadena de todos los mercados emergentes de América Latina, (efecto tequila) que sería perjudicial para el mercado estadounidense (las compras de la economía de México sostienen aproximadamente 700 000 empleados americanos). El presidente de los Estados Unidos aceleró el trámite de la ayuda porque previó que la crisis financiera de México corría el riesgo de volverse un problema de estabilidad del dólar frente al yen y al marco y usó su posición de país líder en el Fondo Monetario Internacional para realizar el rescate de sus inversionistas en nuestro país.

De lo anterior se concluye que México es una fuente importante para la economía estadounidense, y sus instrumentos o títulos son aceptados siempre que exista una estabilidad económica cierta y políticas monetarias seguras. Como mencioné anteriormente, la inversión extranjera puede ser un recurso financiero importante y eficiente para una economía o una empresa específica, pero sin correr

por los caminos de la especulación, porque ocasiona una crisis financiera sumamente perjudicial a nuestro país, nuestra empresa y a nosotros mismos.

## CAPITULO IV

Una vez conocidos los sistemas bursátiles mexicano y estadounidense así como la situación que prevalece en los mercados financieros, nuestro análisis se enfoca a la premisa de los analistas de la correduría Merrill Lynch al considerar que mientras el crédito en México siga siendo caro, el mercado accionario, tanto en el país como en el extranjero, seguirá siendo una excelente opción de capitalización y financiamiento de proyectos de expansión o pago de compromisos. Por lo anterior es necesario conocer la emisión accionaria, qué es un ADR y el proceso de emisión.

### I. Emisión de acciones.

Una emisión de acciones es un incremento de capital mediante nuevos socios. Los propósitos básicos de este incremento son:

- a) Disminuir costos de financiamiento
- b) Obtener montos significativos de recursos financieros
- c) Diversificar la estructura financiera de la empresa
- d) Obtener primas en venta de capital
- e) Darle un prestigio especial a la empresa.

Existen dos formas para emitir acciones: ofertas públicas, que es cuando se ofrece al público en general y una oferta privada que es cuando el capital solo se ofrece a un grupo limitado y selecto de inversionistas. Como se verá más adelante, este tipo de colocación se da con los ADR's del cuarto nivel. En nuestro país, las ofertas privadas de capital son muy escasas y no ofrecen tantas ventajas como una oferta pública.

Persiguiendo un prestigio mundial, es preferible lanzar una oferta pública de capital mediante alguna de las siguientes maneras:

- a) Emisión en firme. Es cuando se hace a través de un intermediario. La casa de bolsa compra los

valores de la empresa, integra un sindicato de colocadores, vende al público y asume el riesgo de no vender la totalidad de los valores.

b) Emisión competitiva. La emisora invita a los intermediarios a participar en la colocación, recibe propuestas de los intermediarios y se otorga a la casa de bolsa que proponga las mejores condiciones.

c) Emisión al mayor esfuerzo. Cuando existen condiciones de riesgo en las acciones ofrecidas se utiliza este tipo de emisión. Consiste en dar una comisión a la casa de bolsa por el importe total de la emisión. El intermediario solamente "hace su mayor esfuerzo" por vender las acciones obviamente sin hacer un compromiso de vender toda la oferta.

d) Venta directa. Esta forma es común y se utiliza básicamente en Estados Unidos. Los valores son vendidos ahorrándose los costos de emisión. Para ADR's es mejor no utilizar esta forma, ya que los agentes colocadores dan mucho mayor facilidad de promoción y venta.

#### **1.1. Factores claves a evaluar en una emisión de acciones.**

Existen puntos claves que deben tomarse en cuenta al momento de hacer una oferta pública o emisión de acciones, principalmente los siguientes:

1. Monto. Debe estar definido por los requerimientos financieros de la empresa; el porcentaje del capital social que se desea vender basado en nuestra estructura financiera previamente definida; y la capacidad del mercado.

2. Momento. Queda determinado por la penetración en el mercado de la empresa, sus planes y proyectos de inversión, la necesidad financiera; la actividad económica general y el nivel de múltiplos existentes en el mercado.

3. Costo de la emisión. Al salir al mercado se incurren en tres tipos de costo: costo directo, costo marginal y el costo patrimonial.

El costo directo implican los gastos directos inherentes a la emisión como: cuotas, comisiones, estudio técnico de viabilidad, gastos de promoción, de lanzamiento y operativos. Estos son únicos y

se verán más a fondo.

El costo marginal ( concepto ya analizado) aumenta o disminuye considerablemente y el costo patrimonial es el que considera el valor de las tenencias de los socios. al aumentar el número de acciones algunos socios correrán el riesgo de ver disminuido su poder en la empresa.

4. El precio de colocación. Los factores que son tomados en cuenta para fijar el precio son: los resultados de la empresa en los últimos ejercicios, las perspectivas de crecimiento y desarrollo, el mercado de los productos de la empresa, la posición de esta en el mercado, la eficiencia operativa, y los múltiplos del mercado en general y de empresas similares.

Es necesario aclarar que el precio y monta de la emisión se eligen conjuntamente con los abogados, contadores y agentes de bolsa.

5. Los efectos corporativos consecuentes. En términos normales, los efectos que se buscan a emitir acciones están basados en la siguiente premisa: Al aumentar el capital, las inversiones en activos aumenta mejorando la eficiencia de estos activos, por lo que disminuyen costos, las ventas aumentan por el prestigio logrado, aumentan las utilidades, mejoran los flujos de efectivo, la productividad y rentabilidad ; se ve reestructurada la relación pasivo-capital y la incursión de nuevos socios da un nuevo ámbito a la empresa.

### **1.2. Alternativas, Ventajas y Desventajas.**

Para todo el "glamour" asociado con una oferta pública, el hecho o la decisión debe estar basada en una perspectiva real. La decisión depende de la afirmación a las siguientes dos premisas:

1. Se han agotado todas las alternativas de financiamiento.
2. Las ventajas de la oferta son mayores a las desventajas.

La empresa debe pesar las ventajas y desventajas de ser empresa pública en virtud de los planes y metas que tiene en mente realizar. Debe considerar las alternativas y discutir los problemas conjuntamente con los abogados, auditores y otros expertos. Una oferta pública no es un trabajo fácil.

**Las alternativas.** Las compañías típicamente hacen uso de una variedad de opciones financieras (como las ya mencionadas) antes de siquiera considerar una oferta pública. Generalmente estas opciones de préstamo e inversión deben ser exploradas y si fueran apropiadas, aprovecharlas completamente antes de decidir salir al mercado. Incluso contribuyen a dar a conocer la empresa.

El modo más común de aumentar un capital adicional, es por supuesto pedirlo prestado. Los préstamos pueden ser obtenidos de instituciones tales como bancos, prestamistas sobre activos, como factorajes y arrendamientos. Las ventajas de los préstamos son que ellos son relativamente simples de obtener y manejar y no alterarán la propiedad de la empresa. Pero ya comentamos los riesgos que se corren si ocurre una depresión que aumente las tasas de interés y de un sobreapalancamiento.

**Las ventajas.** Una oferta pública provee generalmente una gama de beneficios tanto materiales como intangibles tales como:

**Incremento de capital.** Cuando el crecimiento no puede ser financiado internamente a través de préstamos, una oferta pública puede proveer a la compañía un fondo adicional para adquirir otros negocios como invertir en planta y equipo, expansión y crecimiento o simplemente saldar un fuerte apalancamiento.

**Mejorar la posición financiera.** Una oferta pública inicial es normalmente una forma de participación de valores, la compañía suele no incurrir en una deuda adicional que deba ser pagada. Esta es una mejora inmediata en los Balances de la compañía y en la razón de apalancamiento.

**Menos volatilidad.** Si la empresa está en un escenario donde se está listo para salir al público, se puede demandar un precio más alto por los valores a través de un mercado público que a través de una colocación privada u otra forma de participación financiera. Esto quiere decir que se puede dar menos y recibir el mismo monto de recursos.

**Mayor facilidad para incrementar la participación.** A medida que la compañía continua creciendo, se va necesitando un financiamiento permanente adicional algunos años posteriores. Si el capital permanece bien en el mercado de capitales, será posible vender acciones adicionales en términos favorables.

Liquidez. Desde que la empresa se hace pública, se establece un mercado de sus acciones, esto implica una mucho mayor liquidez.

Mejora la credibilidad con proveedores y clientes. El simple hecho de ser se es empresa pública da un "status" acerca de la habilidad para pagar sus cuentas y servir a los clientes. Así mismo, algunos posibles clientes y proveedores se sentirán más seguros respecto a comenzar relaciones con la empresa.

Mejor motivación a los empleados y productividad. Opciones de capital y otros planes incentivos permiten al personal participar en el éxito de la empresa, sin un aumento en dinero en efectivo como compensación ( ESOPS Employee Stock Occurriens Plome). La oportunidad de adquirir capital en la empresa en que trabajan hace que los empleados tomen una visión más amplia de la empresa. El simple hecho de trabajar para una empresa así, hará sentir importante al personal y sobre todo motivado al desarrollo fomentando la eficiencia operacional.

Una fortuna naterial. En definitiva, una oferta pública puede aumentar el ingreso personal. Aún si no se realiza una utilidad inmediata vendiendo una parte del capital ofrecido durante la oferta inicial, se puede usar esa publicidad para negociar una seguridad de préstamos de otros inversionistas.

**Las desventajas.** Hay también desventajas significativas en una oferta pública como:

**Gasto.** El costo de una oferta pública es substancial tanto inicialmente como a lo largo de la misma. Entre los costos iniciales se encuentra la comisión de los agentes que puede llegar hasta el 10 % del total de la colocación ( o más). Adicionalmente se puede incurrir en gastos altos en una pequeña oferta posterior.

**Demandas empresariales.** La compañía tiene que estar dispuesta a atender solicitudes de información desde accionistas potenciales, agentes colocadores, analistas de valores y a la prensa para mantener un buen flujo de información acerca de los progresos y en general de la vida de la empresa.

Revelar información. Como empresa pública, la situación financiera y operaciones están abiertos a la crítica del público. Información acerca de los ejecutivos, directores y ciertos accionistas está disponible a competidores, clientes, empleados y otros. La información tal como ventas, utilidades, salarios y prestaciones, deben ser reveladas a través del tiempo.

Presión para mantener el crecimiento diseñado. Existe una presión considerable tanto interna como externa de mantener la tasa de crecimiento establecido. Si las ventas o ingresos se desvían de las metas ofrecidas, los accionistas pueden llegar a ser aprehensivos y vender las acciones bajando su precio. En adición, se habrá de reportar operaciones cada tres meses. La gente evalúa a la empresa trimestralmente más que anualmente, esto intensifica la presión y en cierto modo corta los planes y horizontes. La presión puede obligar a tomar decisiones a corto plazo que podrían tener una consecuencia grave en el largo plazo.

Pérdida de control. Si una parte significativa grande de capital es vendida al público, puede existir una seria amenaza de perder el control de la empresa, y desde que la empresa está en manos de nuevos accionistas, existe el riesgo potencial de disolver el control a través de ofertas públicas y adquisiciones.

### **1.3. Cuándo se está listo para salir al público.**

Desde que se considera si se sale o no al mercado, se tiene que valorar que clase de interés se pretende obtener en el mercado público. La pregunta mágica es qué atrae a los inversionistas, generalmente estar en alguna de estas categorías:

a) Empresas que tienen un largo período sólido. Generalmente son empresas medianas que suelen tener un largo y continuo récord de buenas ventas e ingresos. Pueden no ser espectaculares o conocidas, pero ofrecen al público un buen historial y una razonable relación de rentabilidad.

b) Las empresas con un gran crecimiento. Estas empresas han progresado en aumentar su tamaño y rentabilidad con el proyecto de un gran crecimiento a futuro. El público acepta compañías que han logrado las siguientes:

Ventas anuales. Deben estar alrededor de 20 a 30 millones de dólares.

Rentabilidad. Ingresos netos de 1 millón o más en el último año fiscal. Es lo que normalmente se busca, aunque se puede variar un poco dependiendo del mercado.

Tasa de crecimiento de 30 a 50 %, con el proyecto de seguir creciendo en los siguientes años. Debe ser capaz de generar ingresos anuales de 50 a 100 millones en los siguientes años.

Un grupo de ejecutivos experimentados y conocidos que avalen las operaciones y la calidad de la empresa.

e) Empresas "de moda". Son compañías que aún cuando no tengan un futuro prometedor, obtienen especial atención cuando salen al mercado, por ejemplo, empresas dedicadas a equipos deportivos antes de una olimpiada o mundial de fútbol, cobran cierto auge porque se prevé que la publicidad aumentará sus ventas. Así mismo, en algunos casos, una compañía potencial que capta la atención del público puede atraer fondos. Comúnmente una empresa que ha buscado un punto en su desarrollo donde la mayor parte de su tecnología, manufactura y el riesgo de mercado ha sido reducido substancialmente, sus acciones pueden por lo tanto demandar un mayor precio. Este mayor precio hace a la empresa menos atractiva a los inversionistas especulativos quienes requieren mucho mayor tasa de interés en sus inversiones (porque ellos invierten en acciones con un mucho mayor riesgo que el aceptable en el mercado accionario). Una oferta pública puede ser la mejor solución para estas empresas de reciente consolidación en el mercado. En vista de carecen de una suficiente historia de operaciones, los agentes colocadores buscan alguna "clave" compensatoria que promueva "glamour" o estilo como los siguientes:

Un experimentado y sólido equipo empresarial. Los agentes ven la calidad del equipo empresarial como el factor más crítico. El personal ejecutivo más alto debe demostrar la capacidad de manejar el anticipado crecimiento y mantener a la compañía en una posición líder. Uno o dos ejecutivos que han crecido exitosamente con otras compañías públicas y han establecido credibilidad en la comunidad financiera puede ser todo lo que alivie la ansiedad de agentes e inversionistas acerca de la empresa.

Líderes potenciales en la industria. Con objeto de atraer inversionistas, estas empresas necesitan un producto que les indique que es el principal participante en el campo. Si es la atracción una nueva tecnología o el realzamiento de una vieja idea, el público inversionista necesita percibir el potencial de una empresa como ilimitada, con un excitante desarrollo de un nuevo producto en una industria creciente y la probabilidad de ser más que solo una empresa de un sólo producto.

Oportunidad en el mercado. El principal producto de la empresa debe tener un desarrollo que

soportara un crecimiento de 30 a 50% al año.

Un importante hecho que debe tenerse en mente acerca de volverse empresa pública, es que el ambiente varía significativamente todo el tiempo. Cuando el mercado de capitales está a la baja, la caída de valores es generalmente mayor en las nuevas emisiones, las emisiones menos estables y las compañías en industrias riesgosas. Así una empresa que debió fácilmente atraer fondos del público en un mercado favorable, puede correr con una resistencia considerable en el mercado accionario.

#### **1.4. Otras consideraciones.**

Una oferta pública no asegura el éxito. Una empresa que tropieza después de una oferta inicial, pierde credibilidad en el mercado de capitales. La confianza de los inversionistas suele ser difícil, sino imposible de recobrar. Se debe por eso, tener confianza en que el negocio y sus productos son suficientemente desarrollados y que la gente clave está en su lugar para entregar resultados favorables.

Claramente, los ejecutivos de negocios crecientes deben hacer su mayor esfuerzo para anticipar el futuro, si la oportunidad es buena, es posible que algunas veces la compañía consiga todo el dinero que necesita e inclusive algo más. Y si se realiza bien y muestra ventas continuas y crecimiento en utilidades, puede aspirar más, creando oportunidades de adquisición y otras formas de expansión.

Si se tienen dudas del futuro, es mejor explorar y dejar la opción usando otras formas de financiamiento (por ejemplo los bonos convertibles). de esa manera, si los inversionistas tienen dudas o si las dudas dependen de la investigación en la posibilidad de una oferta pública, se puede andar atrás. Cuando la empresa esté más afianzada o segura, se puede entonces proceder a una oferta.

#### **2. Colocación de instrumentos mexicanos en el extranjero.**

Una vez decidida la internacionalización de nuestra empresa y la conveniencia de emisión de acciones, es hora de pensar en el camino a seguir.

Las principales formas de colocación de valores mexicanos son:

- a) ADR's ( en el mercado bursátil estadounidense)
- b) Fondos de inversión
- c) Bonos y papel comercial (eurodólares y eurobonos)

Estas colocaciones se realizan mediante operaciones de arbitraje. Estas operaciones son transacciones de compra-venta de títulos de mercado bursátil mexicano en mercados bursátiles extranjeros a través de la intervención de una casa de bolsa mexicana y algún corredor bursátil extranjero.

La legislación de la Comisión Nacional de Valores por medio de la circular 10-120, establece que sólo esta comisión podrá autorizar a las casa de bolsa para realizar operaciones de arbitraje y serán concertadas con: agentes de valores extranjeros e instituciones de crédito reconocidas por las leyes de su país; con empresas o instituciones extranjeras que autoriza la comisión a solicitud de la casa de bolsa.

Así mismo, establece que los valores susceptibles de ser operados en el extranjero serán autorizados si están inscritos en el Registro Nacional de Valores y sean de amplia circulación en el mercado mexicano y otros mercados; además de que las operaciones de compra-venta deberán ser lo más simultáneamente posible en la bolsa extranjera de cotización y la bolsa mexicana de valores.

#### **2.1. La emisión de recibos de capital en los mercados internacionales.**

Esta es la manera mas común de colocación de acciones internacionalmente, estos recibos de denominan:

- ADR's. American Depositary Receipts
- ADS's American Depositary Shares
- GDR's Global Depositary Receipts
- IDS's International Depositary Shares

Estas figuras se eligen tomando en consideración el mercado donde se pretende colocar. Las dos primeras se utilizan en Estados Unidos y las dos últimas en los mercados europeos.

Las diferencias entre estos recibos son las plazas donde se hace la emisión, los compradores y la forma en la que se hace la emisión, los compradores y la forma en la que se presenta la información corporativa de la empresa emisora.

Así, la diferencia entre ADR's y ADS's, que son los instrumentos a tratar, es que los primeros son colocados entre inversionistas institucionales y los segundos se ofrecen tanto a los inversionistas institucionales como al público en general (incluyen un Certificado de Participación Ordinaria CPO). La decisión se toma conjuntamente con la firma legal estadounidense, ya que ellos realizan un sondeo entre el público interesado en adquirir las acciones: si prevén que puede interesar al público en general ofrecen ADS y si piensan que sólo un grupo selecto las adquirirá, optan por un programa de ADR's.

Los GDR's e IDR's también son denominados en dólares, la diferencia es la misma que los ADR's y ADS's, y se cotizan en los mercados Euroclear o Cedel en Luxemburgo o en el DTC de Europa. Se puede decir que un GDR es un ADR europeo y un IDS un ADS.

## **2.2. American Depositary Receipts.**

El banco de Nueva York lo define como el "modo más efectivo de invertir internacionalmente". Los ADR's surgen con la necesidad de diversificar la inversión y financiamiento internacionalmente con un considerable margen de riesgo y confianza en las acciones cotizadas.

Un ADR es un certificado negociable que representa un negocio, participación o deuda no americana. Es un recibo que ampara la adquisición de una acción adquirida en una bolsa no estadounidense, depositada con un custodio (normalmente un banco internacional reconocido como el Banco de Nueva York). Se pueden utilizar para diversificar la base de accionistas de una empresa, mejorando su imagen en los mercados internacionales al mismo tiempo que atraen crédito en monedas fuertes a menores tasas de interés. Cuando un ADR se cancela, las acciones se ponen a la venta.

Los ADS's, son títulos negociables que representan CPO's y cada CPO otorga los derechos pecuniarios sobre acciones comunes de la empresa emisora. Representan acciones comunes o neutras de la empresa que realiza la emisión.

Los IDS son títulos negociables que permiten cotizar acciones de empresas mexicanas en los mercados internacionales. Los GDS son certificados respaldados por acciones comunes de la empresa emisora y éstos títulos son colocados entre inversionistas institucionales de los mercados europeos principalmente.

Los CPO's son títulos emitidos por instituciones fiduciarias en fideicomisos cuyo patrimonio está constituido por acciones representativas del capital social de empresas cotizadas en la BMV, sólo incorporan derechos pecuniarios derivados de las acciones que forman el fondo fiduciario, pueden ser adquiridos directamente por inversionistas extranjeros en el mercado bursátil mexicano o por entidades financieras del exterior, por cuenta propio o de terceros. Dichas entidades pueden recibirlos en depósito, administración fiduciaria o en condiciones equivalentes para emitir títulos valor que los represente a fin de colocarlos en mercados bursátiles extranjeros previa autorización de las autoridades mexicanas. Las ventajas son que permite conservar el control de la administración de la empresa y posibilita el acceso a fuentes alternas de financiamiento. Los CPO's se pueden emitir sobre acciones objeto de un aumento de capital, y sobre acciones en circulación en poder de los accionistas de la empresa emisora.

#### **2.2.1. Ventajas para una compañía emisora:**

Actualmente hay un poco más de 850 programas de inversión en ADR's de empresas de 31 países siendo los más importantes: Australia, Inglaterra, Francia, Alemania, Hong Kong, Italia, Japón, México, Singapur, España y Suiza.

Las compañías emisoras han encontrado que el establecer un programa de ADR ofrece numerosas ventajas, las principales son:

- a) Agrandar el mercado de las acciones a través de un amplio y más diversificada exposición de las mismas que puede incrementar o estabilizar el precio de la acción.
- b) Realzar la imagen de los productos, servicios o instrumentos financieros de la compañía en el mercado estadounidense.
- c) Proveer un mecanismo para incrementar capital en los mercados americanos o como un vehículo para la adquisición de acciones con transacciones de ADR.
- d) Permitir a los ciudadanos americanos invertir fácilmente en compañías extranjeras.

### **2.2.2. Ventajas para los inversionistas americanos:**

- a) Un ADR es tan negociable como un valor americano, es cotizado en dólares y paga dividendos e intereses en dólares americanos.
- b) Tienen más ventaja que los fondos mutualistas, fondo de pensiones y otras instituciones pueden tener al comprar y tener valores extranjeros.

### **2.2.3. Las características de los ADR's.**

- Están registrados en la SEC y son negociados como cualquier otro valor estadounidense. Los inversionistas en ADR's disfrutan los mismos derechos que los valores garantizados y tienen los beneficios del mercado de valores estadounidenses.
- Son fáciles de vender y comprar a través de los "brokers" de igual manera que los valores de empresas americanas. Algunos bancos depositarios como el de Nueva York, permiten que los inversionistas regresen ADR's por cancelación de compra liberando la obligación en el mercado de origen de la acción. Esto sucede cuando la empresa no demuestra la capacidad ofrecida.
- Son tan líquidos como los valores garantizados porque ambos son intercambiables. De esa manera, si un inversionista quiere vender las acciones y no hay un mercado "líquido" de los ADR's, el agente entregaría las acciones al banco depositario. Ese banco contactaría al banco original del ADR y solicitaría que las acciones se vendieran y colocaran en el mercado de origen. La liquidez y facilidad de negociación son las razones por las que algunas instituciones invierten en ADR's.
- Son globales. Algunos bancos, en especial el de Nueva York, garantiza a los inversionistas que sino tiene la emisión de ADR que quiere, se encargará de buscarlo y negociarlo, es decir, el banco lo conseguirá. Este banco es el que maneja el mayor número de emisiones de ADR's (alrededor de 800)
- Se negocian clara y rápidamente a través de los estándares de la SEC entre los 5 días hábiles después de su emisión.

- Son emitidos y registrados a nombre del inversionista para proteger al tenedor en el caso de que el certificado se pierda.
- El costo es menor, por ejemplo, los gastos por custodia de acciones son eliminados (En E.U. como en México se paga una cuota por la custodia de los valores garantizados).
- Los dividendos y otros flujos de efectivo son convertidos en dolares y a una competitiva tasa de cambio.
- Los 5 días de negociación bajan significativamente las tasas de interés y consecuentemente el costo para la empresa emisora.
- Los inversionistas disfrutan ambos mercados en cuanto a liquidez y arbitraje. Los ADR's pueden ser comprados y vendidos en los E.U. o pueden ser cancelados en su país de origen.
- El poseer ADR's pueden facilitar el proceso de reclamación por impuestos excesivos en dividendos o reducir impuestos por transferencia de capital.

#### **2.2.4. Tipos de ADR's.**

Las compañías interesadas en emitir ADR's pueden escoger entre los cinco tipos de ADR's:

- No patrocinados (unsponsored)
- Patrocinados Nivel I (sponsored)
- Patrocinados Nivel II
- Patrocinados Nivel III
- Patrocinados Nivel IV

Los no patrocinados son emitidos por uno o más depositarios como respuesta a la solicitud del mercado, pero sin un contrato formal con las compañías emisoras. Actualmente son considerados obsoletos y bajo las mejores circunstancias no logran establecerse debido a la carencia de control

sobre la empresa emisora y algunos costos escondidos.

Los patrocinados son emitidos por un depositario escogido por la compañía extranjera bajo un contrato de depósito. Ofrecen control sobre la facilidad y flexibilidad del intercambio y la habilidad de incrementar capital en E.U.

Los patrocinados nivel I es un programa considerada como el más simple método de acceder al mercado de capitales. Se negocian como valores no registrados ( Over the counter) en el mercado, y como resultado, la empresa no está completamente con los GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) o cumple con las disposiciones de la SEC en su totalidad. De los 850 programas en el mercado, la mayoría son de este tipo de ADR's, por los beneficios que ofrece y las "facilidades" en cuanto al registro. Ejemplos de empresas que han emitido este tipo de ADR's son: Australia and New Zeland Banking Group, Elf Aquitaine, Grand Metropolitan, James Hardie, Nintendo, Racal Electronics, Rolls-Royce, TNT, Banesto, y Volkswagen. Adicionalmente, numerosas empresas tales como RTZ, Western Mining, Boral, Hanson, Fiat and Glaxo comenzaron con un nivel I y fueron creciendo hasta lograr un nivel II o inclusive III.

El nivel II (listing) y III (offering) son usados para emisiones extranjeras que desean relacionar sus valores en un intercambio o incremento de capital en los E.U. Cada nivel requiere diferentes registros en la SEC y sus reportes deben estar de acuerdo con los GAAP e inclusive con los requerimientos del mercado de capitales elegido ( como NASDAQ).

El nivel IV son las colocaciones privadas de capital mediante ADR's.

Los principales bancos que manejan esta operación, son el Banco de Nueva York ( es el principal), el Citibank, Morgan Guaranty y Security Pacific.

El tipo de ADR que la empresa escoja emitir depende en el porqué está emitiendo ADR's. Por una parte, si quiere mayor imagen y prestigio en E.U. pero desea evitar totalmente el registro de la SEC, puede optar por abrir un programa negociándolo en el mercado de transacciones no registradas (OTC); si una empresa quiere ampliar la distribución de sus acciones son desconocidas en el mercado, es más razonable registrarlas en la SEC para "abrirse camino" en los mercados americanos

para en lo futuro usar otras formas de financiamiento que necesite (como eurobonos); y si una empresa necesita fondos pero no busca agrandar su imagen en los Estados Unidos, puede optar por una colocación privada de ADR's.

## 2.5. Emisión de un ADR mexicano.

Un inversionista extranjero coloca una orden para comprar acciones de la empresa emisora con su corredor de bolsa en E.U., el cual, a su vez, coloca la orden para comprar estas acciones con un corredor mexicano. Este compra acciones de la empresa en el piso de la Bolsa Mexicana de Valores y posteriormente las entrega a un custodio (banco mexicano). El banco mexicano envía un telex al banco de inversión extranjero que opera el ADR y le avisa que tiene las acciones de la empresa bajo custodia, con lo cual el banco estadounidense emite el ADR al corredor americano. El corredor por su parte, entrega el ADR al inversionista. Por lo tanto, el inversionista extranjero no es dueño de hecho de las acciones de la empresa, sino de un recibo de las mismas.

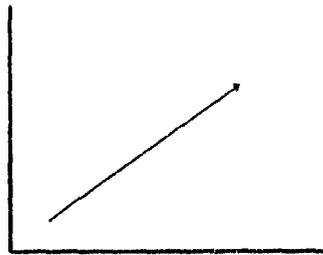
Hasta marzo de 1992, 23 empresas mexicanas ya habían emitido ADR's y son: Empaques Ponderosa (EMPAQ), Fomento Económico Mexicana (FEMSA), Ponderosa Industrial (PONDER), Tubos de acero (TAMSA), Vitro, Cemex, Intercerámica (CERAMIC). Empresas Tolteca de México (TOLMEX), Cifra, Grupo Gigante, Sears, Aerovías de México (Aeromexico), Telmex, Televisa, Transportación Marítima Mexicana (TMM), Grupo Videovisa, Posadas de México, Grupo Situr, Grupo Carso, Grupo Sidek, Corporación Industrial, Grupo ICA, Industrias Synkro, Comercial Mexicana y Grupo Chihuahua principalmente.

Los pasos a seguir para la adquisición de ADR's son:

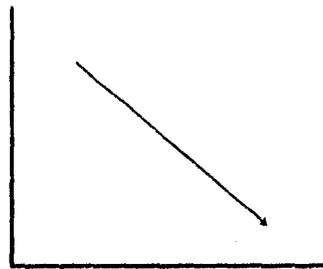
- Solicitar a una casa de bolsa acreditada en el mercado donde se coticen los valores mexicanos la operación correspondiente.
- La casa de bolsa extranjera se pone en contacto con una casa de bolsa mexicana para adquirir las acciones respectivas.
- La casa de bolsa mexicana compra los valores en la Bolsa Mexicana de Valores.
- Un banco mexicano interviene como agente depositario de las acciones en México
- El INDEVAL asigna a la cuenta de este banco, los valores producto de la operación.

- Un banco extranjero situado en la plaza donde se operan los valores mexicanos emite los ADR's que corresponden al monto de acciones custodiadas por el banco mexicano.
- Cuando existen ADR's en circulación, el inversionista extranjero se pone en contacto con un intermediario que actúe en el mercado donde se operen los valores mexicanos para la adquisición de los recibos correspondientes de ADR.
- Para el caso de una operación de venta, se procede de la misma manera que en el caso de la libre suscripción.

Los siguientes diagramas muestran los escenarios de baja de un ADR respaldado por acciones de empresas mexicanas.



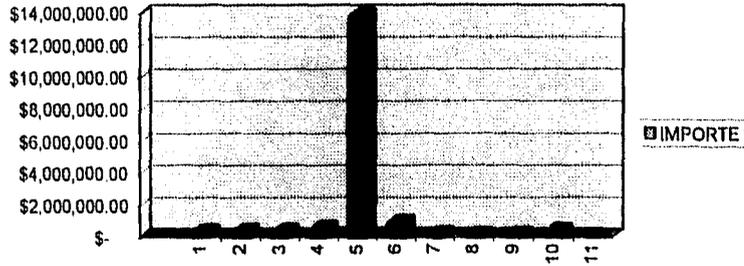
LIBOR US.  
Tasas en pesos  
Inflación



Disponibilidad de divisas  
Utilidades  
Precio del petróleo  
Cotización peso/dólar.  
PIB

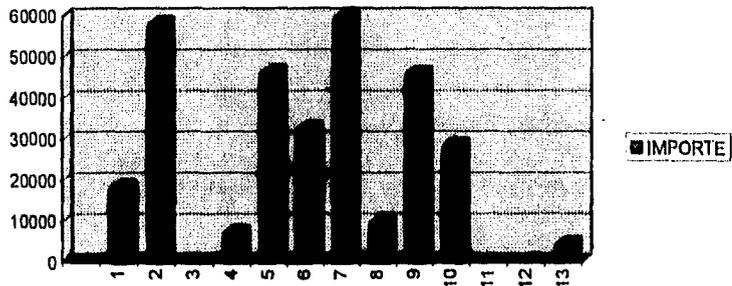
Las emisiones de ADRs hasta 1992 son las siguientes, estan divididas por orden de importancia en cuanto a monto:

**PRINCIPALES EMISIONES DE ADRS HASTA 1992.**



- |          |             |               |           |
|----------|-------------|---------------|-----------|
| 1. TAMSA | 4. TELMEX A | 7. AEROMEXICO | 10. CARSO |
| 2. VITRO | 5. TELMEX L | 8. VIDEOVISA  | 11. SIDEK |
| 3. CEMEX | 6. CIFRA    | 9. SITUR      |           |

**OTRAS EMISIONES DE ADRS HASTA 1992**



- |           |            |             |                |            |
|-----------|------------|-------------|----------------|------------|
| 1. EMPAQ  | 4. CERAMIC | 7. SEARS    | 10. POSADAS    | 13. SYNKRO |
| 2. FEMSA  | 5. TOLMEX  | 8. TELEVISA | 11. SAN LUIS   |            |
| 3. PONDER | 6. GIGANTE | 9. TMM      | 12. SAN LUIS A |            |

### 2.2.6. Regla 144 "A" y reglamento "S" de la SEC.

El 19 de abril de 1990, entra en vigor la regla 144 "A" del acto 1933 de la SEC en la que se establece que "los participantes quedan eximidos del registro exigido por la ley de valores para la compra-venta de los mismos"<sup>39</sup>.

Esta regla permite la colocación de un ADR en forma privada por lo que queda exenta del requisito de proporcionar información, dando agilidad, rapidez y costos bajos. Su finalidad es "...maximizar el potencial del mercado de colocaciones privadas para la formación de capital y del mercado secundario, permitiendo a los inversionistas institucionales calificados operar libremente entre ellos, esta regla simplifica el procedimiento de reventa de ciertos valores no registrados"<sup>40</sup>.

Así mismo, el reglamento "S" prevé que tanto las ofertas públicas como las operaciones del mercado secundario se pueden realizar a través de un mercado de valores extraterritorial designado (Designated off-shore Securities Market), calificación con la cual ya cuenta la Bolsa Mexicana de Valores. Bajo estas normas, las empresas mexicanas han iniciado su cotización en el mercado de valores solicitados por la SEC y la ley de valores de 1933"<sup>41</sup>.

Como ya mencioné, el tipo de ADR va en función de lo que la empresa busca en el momento de la emisión. La empresa analizada prefiere darse a conocer, por lo que siguió con todos los puntos solicitados por la SEC.

## 3. Proceso de colocación.

### 3.1. Generalidades.

Continuando con la idea de que, para muchas empresas en crecimiento, el volverse públicas es la continuación de sus objetivos por todo el prestigio que envuelve una colocación pública. Significa

<sup>39</sup> El manual del financiero Octavio Aguirre pág. 354

<sup>40</sup> Ibid. pág. 355

<sup>41</sup> Ibid. pág. 356

también que la compañía ha logrado una clase especial de éxito. De repente la empresa cambia de ser una empresa "cerrada" con pocos accionistas a ser una empresa con un largo número de tenedores de acciones las cuales pueden ser fácilmente compradas o vendidas a través de una Bolsa de Valores o en un mercado bursátil.

Visto de manera superficial: la transformación de empresa pública a privada parece "honesta" por todo el proceso que implica emitir acciones (Desde el acuerdo con la SEC por medio del acto 1933), porque al lograrlo, se puede decir que la empresa cuenta con cierta calidad para ofrecer sus valores públicamente. A este proceso se le conoce oferta pública inicial (Initial Public Offering IPO).

La empresa puede vender nuevas acciones de capital (oferta primaria), o los accionistas pueden vender partes de sus acciones (oferta secundaria) o ambas (una oferta parcial secundaria). Pero en general, si las circunstancias no afectan la situación de la empresa considerablemente, los pasos a seguir en una oferta pública son los siguientes:

1. Agente colocador de valores. Desde que se ha decidido como financiamiento apropiado una oferta pública, es necesario discutir el proyecto con muchos bancos o firmas bancarias y/o agentes colocadores. Ellos están interesados en conocer a la empresa a fondo (desde el equipo de ejecutivos hasta las operaciones de la empresa.) Los agentes darán propuestas y en el momento en el que la empresa acepte, comenzará el proceso formal de colocación. Cabe mencionar que en el proceso de ADR's, el banco colocador indicado y con mayor prestigio es el Banco de Nueva York.

En este punto, todavía no existe ningún requisito obligatorio con los agentes colocadores. El agente colocador ayuda a decidir los pasos del proceso, ellos pueden dar un rango de precios y que cantidad de capital con aproximación de acciones puede ser vendida; es decir, orientar la cantidad y precio de la oferta. El proceso de registro toma muchos meses, y las condiciones del mercado pueden cambiar dramáticamente durante ese período. En consecuencia, suele haber una serie de discusiones acerca del precio de la oferta, el precio de la acción y tamaño de la emisión no son finalmente fijados hasta la tarde antes de que el capital está listo para ser vendido.

2. Registro de valores. El acto de 1933 de valores, obliga a un registro de valores solicitado en la SEC antes de que puedan ser ofrecidos para venta y debe estar "effective" (aceptada) antes de que

sean vendidos a través del mercado o correo. Adicionalmente la ley requiere una completa revelación de cierta información para que los inversionistas potenciales puedan hacer una decisión informal acerca de la inversión y la seguridad que ofrece. La SEC no evalúa el mérito o valor de los valores revisados, sólo determina si la información está de acuerdo con el registro correspondiente y si el prospecto está lo suficientemente completo y claro para dar al inversionista una adecuada visión.

El escribir el prospecto de acuerdo con los requerimientos de la SEC es el esfuerzo de un equipo de ejecutivos, bancos, abogados y contadores. Este es normalmente el paso más tardado en el proceso de oferta pública. Cuando el primer paso comienza, se forma una reunión de todas las partes involucradas en el proceso como ejecutivos de la empresa, bancos o agentes colocadores, auditores, contadores, etc. ( en inglés se denomina "all hands meeting"). Esa reunión o comité delega responsabilidades para preparar las varias secciones del reporte estableciendo una ruta crítica. Cuando está completo, el registro preliminar es solicitado a la SEC.

El estado de registro, incluye el proyecto, que es un folleto usado como el documento de venta. En el intervalo entre la solicitud inicial y la fecha efectiva (también llamado periodo de espera), la compañía y los agentes colocadores pueden distribuir copias del prospecto preliminar. Debe llevar una leyenda de que el registro de la oferta ha sido autorizada la venta de valores. La leyenda está impresa en tinta roja, lo que hace que el proyecto sea comúnmente referido como "red herring".

Como acción práctica, muchos de los esfuerzos de los agentes vendedores toman lugar durante el periodo de espera. Después de que el registro es solicitado, se forma un "sindicato" entre agentes (como una especie de crédito sindicado). Los vendedores de este sindicato distribuyen el red herring a los clientes y oralmente solicitan órdenes de compra, estas ventas son consideradas como simples indicadores del interés y pueden ser canceladas por los clientes después de recibir el prospecto o proyecto final. A esta movilización se le conoce como "road show" y generalmente ocurre durante el periodo de espera permitiendo a las compañías interesadas conocer a los agentes y valores.

Al mismo tiempo, la SEC revisa el registro. Normalmente responde entre 30 y 40 días con comentarios, preguntas y solicitudes de información adicional. El red herring es modificado tantas veces como sea necesario hasta que sea declarado efectivo.

Inmediatamente después de que el registro llegue a ser aceptado, la negociación final con los agentes esta completa. El número de acciones, el precio de la oferta está fijado y un proyecto reformado aparece. Cuando el registro es declarado efectivo, el prospecto final es impreso y los agentes lo envían a los clientes acompañados con la confirmación de venta.

3. Venta de valores. Como toda transacción financiera, está cerrado el negocio después de que es aceptado el registro y la oferta comienza. Los valores son entregados a los agentes para la distribución a sus clientes y proceder desde la venta del capital hasta el pago de la emisión. El contrato se cierra aproximadamente siete días después de la fecha de aceptación, dando a los agentes tiempo para recibir pagos por los valores vendidos en respuesta a la confirmación anterior.

Mas allá de la aparente facilidad de los pasos que deben tomarse para una oferta pública, la empresa debe tener en mente que ciertas tendencias importantes pueden complicar el proceso como:

a) Un incremento en la volatilidad. Se puede decir que el éxito de la emisión depende del grado de información anticipada del comportamiento del mercado público. El preparar una oferta pública requiere muchos meses en los cuales el mercado debe estar listo para aceptar los nuevos valores; y pronosticar la aceptación del mercado, ni siquiera a pocas semanas es fácil.

Un incremento en la volatilidad en los mercados ha hecho que el proceso antes de la aceptación sea aún más difícil que lo que solía ser. Como mejor ejemplo es el crack de 1987 en el mercado de capitales; que convirtió a un mercado que había sido extremadamente receptivo a las nuevas ofertas a uno que aceptaría muy pocas. Empresas que habían hecho una larga preparación para salir al mercado antes de octubre de 1987 y habían basado sus planes financieros en el incremento del mercado, sorpresivamente encontraron muchos obstáculos y problemas financieros. Algunos hasta salieron del mundo de los negocios.

b) Opciones de expansión y regulaciones estrictas. En los últimos años, las nuevas variaciones en el proceso de oferta pública han llegado a ser muy populares. Una opción ha sido abrirse al mercado extranjero como la Bolsa de Vancouver y la Bolsa de Londres, pero para eso hay que tener cuidado con las regulaciones del país en el que se desea cotizar porque puede ser contraproducente.

Claramente, la complejidad de un emisión de acciones es un inminente reto para la empresa. Las posibilidades de error se minimizan en la medida de que se esté conciente de lo que se hace, algunos consultores expertos aconsejan planear con dos años de anticipación la oferta inicial (dependiendo de la complejidad de la empresa). También es necesario aclarar que cada empresa es diferente y por lo tanto, las circunstancias son diferentes.

### **3.2. Planación**

No hay que olvidar que este proceso es considerablemente largo por lo que la etapa de planeación es sumamente importante, debe abarcar estas etapas:

#### **3.2.1. Formalizar la empresa.**

Una vez que la empresa es pública, se tiene una responsabilidad muy fuerte con los accionistas, los cuales solicitarán un manejo del negocio más formal y completo que cuando era una empresa con pocos accionistas (normalmente todos conocidos). Se debe estar conciente de las consecuencias antes de la emisión. El equipo de ejecutivos debe estar psicológicamente listo para aceptar responsabilidades. Para preparar el cambio se sugiere:

Mantener un adecuado control interno y reportes. Es indispensable generar estados financieros mensuales a tiempo y confiables, para que cuando el reporte trimestral sea solicitado, los mecanismos para generar información sean eficientes.

Ampliar las funciones directivas de la empresa. Esto se refiere a las decisiones tomadas en conjunto. Como la responsabilidad ante terceros crece, el efecto de las decisiones afecta más, por eso, si antes un director tomaba las decisiones solo, después tendrá que solicitar opinión a los demás directivos, auditores internos y externos (entre ellos la SEC) abogados e inclusive algunas veces los agentes colocadores.

Revisar la capacidad e imagen de sus ejecutivos. Una empresa pública es sujeta a críticas severas en cuanto a su manejo, imagen y directivos. Se debe hacer una revisión de los directivos para saber si

inspiran la suficiente confianza a los nuevos accionistas. No hay que olvidar que ellos manejarán sus propiedades e intereses.

### 3.2.2. Consolidación de la imagen de la empresa.

Así como la empresa se preocupa por la imagen hacia clientes y proveedores, debe cuidarla con la gente que puede invertir en ella. Esta comunidad está integrada por analistas financieros, agentes de bolsa, la prensa tanto de periódicos como de revistas de negocios, siempre estará al pendiente de lo que sucede alrededor de la empresa. Basta con revisar las publicaciones de revistas como expansión, ejecutivos de finanzas, el financiero. Algunas sugerencias para crear esta imagen son:

- Comenzar un programa de relaciones públicas. Un nombre reconocido influye mucho en el precio de una acción, pero no se hace de la noche a la mañana, y el tipo de publicidad debe darse antes de la emisión, por lo que es necesario planear estos programas con por lo menos un año de anticipación. Es bueno tener alguna agencia de publicidad para encargarse de este punto, pero las agencias manejan sólo una o dos claves necesarias para vender y los agentes y analistas financieros buscan más a fondo para garantizar el valor del capital, por lo que la calidad de la empresa tiene que soportar la imagen que se pretende vender.

- Desarrollar una lista de contactos. Se refiere a tener un continuo contacto con los encargados de promover la eficiencia de la empresa. Los periodistas y analistas financieros están dispuestos a conocer y dar a conocer al público toda la eficiencia, logros y calidad de la empresa. Hay que recordar que esto es parte de ser pública, la empresa tiene que abrirse.

- Hacer presentaciones, conferencias y exposiciones. Muchas veces es la mejor manera de darse a conocer, el hecho de organizar o participar en ferias y conferencias da al público la imagen de una empresa interesada en la sociedad y la participación conjunta con ésta. Algunas empresas ayudan a la organización de simposios en las universidades para que al mismo tiempo que los ejecutivos ganan popularidad y prestigio, la empresa se va dando a conocer.

### 3.2.3. Asesor legal experto.

Para una emisión de acciones, se necesita hacer un trabajo substancial de aspectos legales preliminares que no está directamente relacionado con la preparación de estados financieros o del registro de la SEC (en inglés se conoce como "housekeeping"). El proceso legal de registro con la SEC es lo más difícil de conseguir, ya que la SEC es muy estricta en lo referente a la firma de abogados competente y con experiencia en ofertas públicas. El banco internacional puede recomendar alguna firma de acuerdo al tipo de empresa.

Algunos aspectos legales más comunes que deben de resolverse son:

- Determinar si no hay limitantes legales en la compañía como contratos o convenios que pudieran impedir a la empresa volverse pública.

- La empresa debe funcionar como una organización, debe ser una unidad, y si es consorcio, debe existir una tenedora y subsidiarias, pero funge el nombre de la tenedora, es decir, debe presentar una imagen de empresa única, sólida y organizada. Si no es así, es necesario reestructurarse antes de salir a bolsa; por ejemplo, el Grupo ICA estaba formado por pequeñas empresas que tuvieron que fusionarse entre sí para simplificar la organización y eficientar el flujo de operación e información.

- Simplificar la estructura de capital. Aún cuando es una sola corporación, la estructura del capital puede necesitar revisión. Se puede necesitar una simplificación de una estructura de capital compleja mediante la conversión de ciertos valores, por ejemplo, capital preferente o con garantía a capital común. También considerar el número de acciones autorizadas y cuales podrían afectar a la oferta. Si solo se tiene un número limitado de acciones, considerar un "split" de capital o por el contrario, si se tiene un número muy grande de acciones considerar un "reverse stock split".

- Revisar todas las operaciones y contratos. Es necesario revisar todas las operaciones de la empresa y contratos para saber que sucesos importantes pueden afectar de manera significativa la situación de la empresa y en que situación se encuentra. Tal vez sea necesario renegociar algunos contratos y/o concluir otros.

- Anticipar todos los cambios en la estructura de la empresa. Si la empresa requiere un cambio en la organización, este debe hacerse antes de la emisión, porque el proceso de registro puede hasta cancelarse por cambios inesperados en la organización. Todo lo que se requiera cambiar, como

catálogo de cuentas, sistemas de información, reestructuración de la empresa e inclusive de directivos. debe hacerse antes de la oferta.

#### **3.2.4. Tener unas finanzas ordenadas.**

Hay que depurar toda la empresa para tenerla al día y poder cumplir con los requisitos de la SEC y de la bolsa. La participación de los auditores es esencial ya que se requiere mucha información avalada por auditores externos, tanto para la emisión como para la información anual (forma 20F).

#### **3.2.5. Asegurarse del correcto manejo de la emisión.**

Esto quiere decir que hay que tener cuidado con las imposiciones de la SEC antes de salir al mercado, hay que conocer todas las restricciones que marca para no caer en multas o sanciones severas y costosas por parte de este organismo.

#### **3.2.6. Costos de la oferta pública.**

Los costos asociados con una emisión son considerables y principalmente son los siguientes:

a) Gastos de los agentes. Tal vez es el gasto más fuerte de todos. Se basa en un porcentaje de toda la oferta y el tipo de agente, normalmente es del 7.5 % sobre el total de la colocación, pero puede ir desde el 5.8% hasta el 10%. También se incurren en gastos personales (sobre todo en los road shows).

b) Otros gastos como los honorarios de la firma legal durante el "housekeeping", los honorarios de contadores independientes por la participación, elaboración y aprobación de estados financieros y los costos de impresión, tanto de los prospectos como de los certificados finales, impresos tantas veces como fiteron necesarios.

### **3.3. Los agentes de bolsa ( Underwriters).**

La razón clave para elegir un adecuado agente de bolsa es que ellos pueden crear una estructura de mercado (como un sindicato) para vender las acciones. Ellos están familiarizados con condiciones de mercado, precios de acciones similares y de cómo invertir el público. Es una firma bancaria ( en el caso de ADR's ya mencioné los bancos expertos).

Hay que elegir al banco que será nuestro agente en base a la reputación, capacidad de distribución, experiencia, capacidad de investigación y la habilidad para dar consejos financieros oportunos. Por otra parte, ellos buscan una calidad en el manejo de la empresa, un potencial industrial y calidad en los productos, una posición financiera sana, un potencial para generar ingresos, una compañía con reputación y un amplio mercado. Esto es en general lo que se busca en una empresa, no hay una solicitud preestablecida, por lo que se debe negociar cara a cara con el banco elegido.

Son muy importantes también porque ellos nos apoyarán a decidir el precio y tamaño de la oferta. Aunque tampoco existe una fórmula para determinar el precio de la oferta, los agentes se encargan de hacer un mercadeo para evaluar un posible precio inicial que normalmente va de \$10 a \$20 dólares por acción y después el mismo mercado se encarga de fijar el precio. Lo mismo sucede con el tamaño de la oferta, aunque existe un rango de 500,000 a 1,000,000 acciones por oferta (aproximadamente de 500,000 a 1,000,000 de dólares).

### **3.4. El prospecto para el registro.**

Ya se planeó la oferta, ya se eligió al agente, ahora es necesario completar y solicitar el registro ante la SEC. Esta es la etapa de más actividad en una emisión, aún cuando se realice lo más rápido y eficiente, se toma aproximadamente cuatro meses para el registro. En esos cuatro meses se planean y revisan juntas (all hands meetings) con abogados, agentes, auditores, contadores y directivos para seguir las directrices del acto de 1933 de la SEC.

Los ejecutivos de la empresa se encargan de proporcionar los datos referentes a la historia de la compañía, planes para el futuro, análisis de la industria en que se mueve la empresa, detalles acerca

de su mercado, competencia, una completa descripción de sus productos y servicios, y logros obtenidos y por obtener.

La firma legal estará en una comunicación constante con la empresa para aclarar dudas acerca de la información, y apoyará para decidir que información debe y cual no debe ser incluida en el prospecto.

Los auditores y contadores prepararán los reportes oficiales de estados financieros que deben incluirse dentro del prospecto de acuerdo a los GAAP y notas a los estados financieros que complementen la calidad de la información. Los reportes más utilizados entre ellos son en un principio, todos los documentos significativos, como contratos, acuerdos laborales, capacidad de la planta, actas de asamblea, y todo documento que sirva para verificar la veracidad y formalidad de la empresa; en segundo lugar, los estados financieros junto con sus notas. Finalmente, lo que los agentes llaman "comfort letters" que son solicitudes de información de estos a los auditores para complementar información que creen necesaria aclarar o profundizar. Normalmente se emiten dos, una al principio de la oferta y otra en la fecha efectiva de la emisión; son sumamente específicas en cuanto a la información que solicitan.

Cuando transcurren los cuatro meses, hay que imprimir el prospecto bajo las reglas de la SEC, por lo que es necesario buscar un impresor especializado en este tipo de proyectos para no caer en sanciones. Este mismo impresor hará de un día para otro el prospecto final que servirá para vender las acciones una vez que este autorizado.

### 3.5. El proceso de registro.

El acto de 1933 de la SEC, es el encargado de regular el proceso de registro. Mucho de estos detalles asociados con el registro son atendidos por la firma legal, así que cada rubro específico es diferente a cada empresa y es resuelto en su mayor parte por los abogados americanos. Generalmente una empresa sale al público con la forma S1 que solicita la más extensa revelación de información. Consiste en dos partes principales. La parte I es el prospecto, el documento legal de la oferta, normalmente preparada como un folleto para la distribución a posibles compradores. La segunda parte contiene información complementaria y está a disposición para la inspección pública en las

oficinas de la SEC.

La forma de registro contiene una serie detallada de temas e instrucciones en respuesta a las solicitudes hechas por la SEC. Como el prospecto es un documento de venta, es generalmente escrito en una forma narrativa altamente estilizada. La SEC hace especial énfasis en la necesidad de una cuidadosa organización de la información en el prospecto siguiendo una secuencia lógica y en una manera fácil de leer.

La SEC no estipula una secuencia específica para la información que debe ser incluida en el prospecto, pero en la práctica el material es presentado como sigue:

- En la cubierta se muestran aspectos claves acerca de la oferta, como: el nombre de la empresa, el título y número de acciones o valores que serían vendidos, una tabla de distribución (el precio al público, los abogados, procesos para venderlos y la fecha del prospecto) a contra página aparece el índice de información y la distribución de prospectos.

- Un resumen del prospecto. Una breve introducción sobre el negocio, la oferta, uso de los recursos que se obtendrán y riesgos.

- Una descripción del negocio, a qué se dedica, sus productos y servicios, su historia, dónde se ubica, etc.

- Factores de riesgo. para evitar lo más posible una especulación, se deben incluir algunos puntos tales como pérdidas acumuladas, pérdidas en operación en periodos recientes, factores en general que pudieran afectar substancialmente a la empresa.

- Uso de los fondos. Cual es el objeto de la oferta explicando como serán utilizados los fondos obtenidos.

- Política de dividendos.

- Capitalización.

- Alcance de la obligación y como será pagada o disuelta.

- Datos financieros específicos como ingresos, utilidad por acción, capital de trabajo, dividendos por acción.

- Análisis de la situación financiera y resultados de operación.

- El negocio. Tal vez la sección más larga y más difícil de escribir. La información requerida debe incluir:

- a) Desarrollo de la empresa durante los cinco años anteriores.
- b) Un plan de operación para el siguiente año.
- c) Principales productos y servicios
- d) Principales mercados y métodos de distribución.
- e) Estado de sus productos en el mercado.
- f) Recursos y disponibilidad de materias para la empresa
- g) Patentes, marcas, licencias, franquicias y concesiones.
- h) Cuales son sus épocas fructíferas
- i) Como se maneja su capital de trabajo
- j) Si depende de uno o pocos clientes.
- k) Montos en dólares de contratos no cumplidos
- l) Contratos con el gobierno
- m) Condiciones de competencia en los negocios
- n) Flujos de efectivo durante los últimos tres años.
- o) Problemas en el entorno de la empresa
- p) Número de empleados
- q) Importancia en la industria a la que pertenece
- r) Ventas de exportación e importación de materiales
- s) Activos fijos propios y rentados.
- t) Asuntos legales pendientes si son materiales.

- Los ejecutivos de la empresa. Quienes son y cuantos años tienen, su relación con la empresa, sus sueldos. Descripción de los planes de previsión social y todo tipo de relación de negocios que pudiera darse entre los que manejan la empresa.

- Descripción de valores ofrecidos

- Información de los agentes. Los planes de distribución de la oferta, los participantes del sindicato, porcentajes, etc.

- Los estados financieros auditados por los dos años anteriores, estado de resultados, cash flow y estado de capital por los tres años anteriores.

En la segunda parte se incluyen todos los contratos y acuerdos necesarios para soportar la calidad de la empresa. Los abogados se encargan de seleccionar la información complementaria de acuerdo a la forma S-18 de la SEC.

Cuando se tienen estas dos secciones, se procede a imprimir el red herring y se manda a la SEC para su revisión. La División de Corporaciones Financieras de la SEC, se encarga de revisar el prospecto indicando las deficiencias, ya sea por teléfono o por carta.

Al mismo tiempo, los diferentes mercados revisan el prospecto (no hay que olvidar que aún cuando la SEC haya aceptado el prospecto, no significa que el mercado lo acepte). Este tipo de revisión se conoce como "blue sky laws".

Los requisitos generales de las blue sky laws son:

- Una base de 5,000 accionistas
- Activos por 100 millones de dls.
- Un valor mínimo de 1000 millones/ us considerando el precio de la acción en el mercado secundario.
- Mantener utilidades en los últimos tres ejercicios previos a la emisión.
- Reportar información periódica de acuerdo a los GAAP
- Cumplir con las normas de la SEC

- Cotizar acciones en la BMV
- Autorización de la CNV
- El estudio técnico de viabilidad fundamentado en:
  - La historia de la empresa
  - Rentabilidad, liquidez y solvencia
  - Productividad financiera
  - Dividendos pagados
  - Mercados de la empresa
  - Participación de la empresa en el mercado
  - Planes y proyectos corporativos
  - Curriculum de accionistas, consejeros y ejecutivos principales

Así, el acto 1933 de la SEC es tan estricto que promueve y da a conocer información general y financiera relativa a la oferta de valores en un mercado financiero y prohíbe prácticas fraudulentas en una emisión de acciones.

### **3.6. El periodo de espera.**

Entre la fecha en que se inicia el registro y la fecha en que se hace efectivo existe un periodo de estremada actividad para los agentes. Tan pronto como el prospecto está solicitado a la SEC. Se forma un grupo o sindicato de corredores que están de acuerdo en participar en la oferta. Obtienen un mercado para vender las acciones ya sea en inversionistas institucionales o individuales. Generalmente son de 50 a 100 posibles compradores.

Se hacen pre-ventas de las acciones con el fin de asegurar futuros clientes. Cabe mencionar que todavía no se pueden vender las acciones, simplemente se hace un mercadeo y una colocación del red herring para que al momento de ser autorizado, al día siguiente comenzar a vender. Todo este proceso incluye el road show que no es más que la promoción de las acciones en el mercado accionario. Este debe presentar la mejor imagen de la empresa. Se tiene que dar la mejor impresión.

### **3.7. La venta de acciones.**

Este será el producto de todo el trabajo realizado, una vez que la SEC aprueba el registro. los agentes pueden comenzar a vender. Cabe señalar que aunque ya se tienen posibles compradores, estos pueden retractarse o bien surgir más. Se podría definir como el momento de la verdad. Algunas empresas venden todo el capital el primer día que sale a la venta, algunas otras toman una semana. Es el momento más difícil también porque un fracaso es casi imposible de superar.

### **3.8. Después de la colocación**

Ahora la empresa ha cambiado, ya tiene muchos accionistas y la relación con ellos comienza. Comienzan las presiones por parte del público inversionista, hay que mantener la calidad y la imagen que vendimos junto con la oferta. Se tiene que cumplir con lo prometido y con otros aspectos como:

1. Información trimestral financiera y operativa
2. La información confidencial debe ser transmitida al mismo tiempo a todos los accionistas.
3. Cumplir con la regla 1934 de la SEC referente a la información anual de acuerdo con la forma 10K o 20F.
4. Mantener informados a los accionistas acerca de juntas y decisiones que deben tomarse en conjunto.
5. Se exigirá un control interno eficiente que promueva la claridad en las transacciones y la generación de información.
6. Se pedirá información acerca de las provisiones o de nuevas ofertas de capital y/o negociaciones entre accionistas.

En otras palabras, la empresa se ha vuelto de todos, ya que es del dominio público, se ha vendido una imagen y hay que sostenerla o todo el esfuerzo realizado no habrá valido la pena.

#### **3.8.1. Acto 1934 SEC y forma 20F.**

Esta legislación tiene como objetivos:

- a) La diseminación de información.
- b) La regulación de los mercados de valores.
- c) El control de los créditos en el mercado de valores.

También solicita que todas las empresas registradas bajo el acto de 1933 (sección 15d); tratadas bajo la legislación nacional de valores (sección 12b) y las empresas que cotizan "over the counter" y sus activos exceden a 5 millones de dólares y los tenedores de los valores cotizados en este tipo de mercado exceden a las 500 personas (sección 12g); cumplan con entregar la forma 10K anualmente si son empresas americanas y por el contrario, a las empresas no americanas se les solicita la forma 20F. Si los accionistas están por debajo de 300, los activos no exceden a 5 millones de dólares en los últimos tres años (excepto para las compañías registradas en un mercado de valores) no están obligadas al reporte anual.

El reporte anual solicitado por la SEC bajo la forma 20F debe ser entregado dentro de los seis meses después del término del año fiscal que reporta. Consta de cuatro partes:

a) Parte I.

1. Descripción del negocio. Su desarrollo, nuevos contratos, importes, cambios en las utilidades, costos, etc.
2. Descripción de las propiedades, plantas y equipo.
3. Descripción breve de algún litigio legal que pudiera afectar significativamente a la empresa.
4. Aclarar la posición de la empresa y sus subsidiarias respecto a si está controlada o manejada por otra corporación o gobierno, describiendo brevemente la naturaleza del control.
5. Naturaleza del mercado en el que se cotiza en E.U. y en México.
6. Descripción breve de alguna ley o alguna otra limitación en la importación-exportación de capital para la empresa no-americana.
7. Descripción de todas las provisiones y pagos de impuestos.
8. Algunos datos financieros específicos ( el underwriter ayuda a elegir cuales)
9. Conclusión del análisis de Edos. Financieros sobre todo en los puntos de liquidez, recursos de capital y resultados de operación.
10. Lista de nombres de todos los directores y ejecutivos de la empresa.
11. Compensaciones pagadas a los directivos y ejecutivos
12. Opciones para comprar valores de la empresa o subsidiaria
13. Información acerca del manejo de ciertas transacciones (igual al punto 8).

b) Parte II.

14. Descripción de los valores registrados. En el caso ADR's el nombre del depositario y la dirección de su principal ejecutivo, el Estado del Título de ADR e identificación del valor depositado; y la descripción de todos los gastos y cargos que puedan ser impuestos directa o indirectamente a través

del tenedor del ADR, indicando el tipo de servicio, monto y a quien pagar.

c) Parte III.

15. Incumplimientos sobre valores superiores (forma 6K)

16. Cargos y cambios en valores registrados (forma 6K)

d) Parte IV.

17. Estados financieros presentados igualmente que en el prospecto de colocación.

Para la información trimestral se utiliza la forma 10Q que solicita la misma información que los puntos 3, 9, 15, 16 y 17 de la forma anual 20F.

A continuación se menciona un plan general de lo que un contador eficiente debe hacer en una emisión de acciones al extranjero.

### **3.9. Programa de actividades.**

“1. Dar a conocer los requerimientos de información financiera de la Comisión Nacional de Valores, de la Bolsa Mexicana de Valores, de la Securities and Exchange Commission y de bolsas de valores en el extranjero.

2. Dar a conocer las implicaciones legales relativas a la información financiera que habrá de ser proporcionada.

3. Analizar la información financiera reciente y determinar problemas contables potenciales, así como sus posibles soluciones.

4. Evaluar el sistema de información financiera de la empresa, en cuanto a su oportunidad y calidad de la información generada.

5. Sugerir recomendaciones de control interno contable tendientes a mejorar el sistema de información financiera actual.

6. Anticipar el costo de una colocación pública, así como el esfuerzo requerido por parte de la administración.

7. Anticipar las adecuaciones en la organización de la empresa y la adopción de una cultura administrativa de “empresa pública”.

8. Coordinar la participación de especialistas dentro de la firma de Contadores Públicos, con experiencia en colocaciones de acciones al extranjero.

9. Coordinar actividades y contactos subsecuentes con asesores financieros, abogados y agentes colocadores.

10. Establecer un plan de trabajo de requerimientos contables con fechas límite y asignación de responsabilidades.
11. Comentar el plan de trabajo con la administración de la empresa y sus asesores financieros y legales, para precisar requerimientos en conjunto con los participantes del proyecto general y definir así una ruta crítica.
12. Examinar la información financiera a utilizar en la colocación pública con especial énfasis en la:
  - Selección adecuada y aplicación consistente de políticas contables por parte de la empresa.
  - Requerimientos de información financiera de años anteriores.
  - Determinación del trabajo e información requeridos para conciliar con principios contables distintos a los vigentes en México.
  - Aplicación de normas y procedimientos de auditoría vigentes en México y el extranjero.
  - Identificación de problemas contables y de auditoría con vistas a la colocación pública,
  - Preparación de la carta de sugerencias a la administración.
13. Emitir primer borrador de estados financieros y proyecto de dictamen.
14. Comentarlos con asesores financieros y legales de la empresa, para recibir sugerencias de cambio respecto a la presentación y redacción de notas.
15. Verificar que se adopten los cambios sugeridos y procedentes.
16. Revisar la correcta inclusión de los estados financieros y el dictamen en el borrador del prospecto de colocación pública.
17. Revisar el contenido del borrador del prospecto de colocación pública y las referencias hechas a la información financiera; en su caso, hacer las observaciones pertinentes.
18. Revisar la impresión final del prospecto de colocación pública.
19. Revisar el contenido y alcance de los comentarios de la CNV, respecto al prospecto de registro y colocación pública, en especial los relativos a la información financiera.
20. Asesorar a la administración de la empresa para dar respuesta formal a los comentarios de la Comisión Nacional de Valores y la SEC.
21. Coordinar con los agentes colocadores el contenido y el alcance de las afirmaciones que el contador público habrá de formalizar en informes dirigidos a los agentes colocadores (comfort letters) con respecto a la información financiera y otra información contenida en el prospecto de colocación.
22. Emisión de informes (comfort letters) dirigidos a los agentes colocadores, previamente y al

momento de la colocación."<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> Contaduría. Proceso de colocación de acciones en el extranjero. C.P. Raúl Lima. Marzo 1994. IMPC

## CAPITULO V

### 1. EMPRESAS GLOBALES DE MEXICO.

"El soplo de los vientos globales marca la última llamada para que las empresas mexicanas se incorporen al ritmo económico mundial. Pero son pocas las que se transforman en pos de la competitividad internacional"<sup>43</sup>.

La tendencia moderna de la economía es sin lugar a dudas la globalización. Durante el sexenio pasado, se trato de abrir la economía a un mercado internacional mediante la promoción de la industria mexicana con medidas globalizadoras como el Tratado de Libre Comercio con E.U. y Canadá, Acuerdo de Complementación Económica con Chile, Acuerdo de Libre Comercio con Centroamérica, negociaciones con países andinos (Colombia y Venezuela), ingreso al consejo económico de la Cuenca del Pacífico y acuerdo marco con la Comunidad Económica Europea.

"Los cambios y tendencias internacionales obligaron a la creación de empresas emprendedoras que siguen las reglas internacionales de comercio como producción masiva en lugar de diferenciación de productos, de enfoque de manufactura a servicio al cliente, de competencia de precio a competencia de calidad, de cobertura nacional a competencia global y de revolución industrial a tecnológica"<sup>44</sup>.

Las empresas mexicanas que son reconocidas internacionalmente por seguir estas normas son: Bimbo, Camesa, Cemex, Condumex, Cydsa, EPN, Grupo Chihuahua, Grupo México, Herdez, ICA, Inter ceramic, Peñoles, Pulsar, Quadrum, Real Turismo, Sidck, Tamasa, Televisa, TMM, Tremec, Vitro, Maseca, Bufete Industrial principalmente.

### 2. Grupo ICA.

Es una de las pocas firmas mexicanas que han logrado colocar negocios fuera del país. Participa principalmente como contratistas mediante joint ventures. Cuenta con obras ejecutadas en

---

<sup>43</sup> Expansión Las empresas globales de México. Abril 1992 pág. 49

<sup>44</sup> *ibid.*

Guatemala, Honduras, El Salvador, Nicaragua, Panamá, República Dominicana, Colombia, Ecuador, Brasil, Argentina, Chile, y Estados Unidos. Tiene como estrategia buscar joint ventures en América Latina para solventar las crisis de nuestro país.

Es considerada como la octava empresa más importante de México, su más cercano competidor en su rama es Grupo Mexicano de Desarrollo (ocupa el 55 lugar), Bufete Industrial (lugar 57) y después Mextrac (lugar 154). El personal que ocupa se divide en administrativo 12%, operativo 77%, y técnico 11%. El sector construcción le permite contratar personal de todos los niveles y clases sociales.

Empresas ICA sociedad controladora, S.A. de C.V. y subsidiarias, es la tenedora de las acciones de las compañías que forman el grupo ICA y cuyas principales actividades son las siguientes: ejecución de proyectos y obras de construcción, desarrollo de proyectos de ingeniería y diseño en las diversas ramas de infraestructura tanto de comunicaciones rurales, urbanas, agropecuarias y forestales; construcción y explotación por concesión de carreteras y puentes; prestación de servicios relacionados con el suministro público de agua potable; fabricación y ensamble de estructuras metálicas y de equipo de construcción e industria, electrónicos y electromecánicos; extracción, explotación y comercio de roca y similares; prestación de servicios turísticos en centros vacacionales, incluyendo su participación accionaria en hoteles, así como la venta y arrendamiento de toda clase de inmuebles.

Para 1992, Empresas ICA estaba formada por 125 empresas, como ya mencioné, todos los cambios en la organización deben hacerse antes de la oferta pública y debe funcionar como una unidad, por lo tanto, ese ejercicio se liquidaron dos empresas y 23 se fusionaron con otras empresas del mismo grupo, posteriormente, se adquirieron otras quedando el consorcio para 1994 en 107 empresas.

Para saber un poco más de lo que ocurrió a la empresa y de su experiencia para hacerse pública, el antiguo presidente del Grupo, Gilberto Borja Navarrete, nos comenta: " En el caso específico de la industria de la construcción, México requiere ahora más que nunca, de empresas promotoras, capaces de atender con oportunidad las demandas de nuestro mercado y de incursionar con éxito en la economía globalizadora. ICA desde su fundación, en 1947, tuvo la decisión de contribuir activamente en el desarrollo del país, en esa época había pocas empresas de construcción y las más

importantes eran extranjeras, teniendo a su cargo principales obras de infraestructura. ICA creció apoyada en el principio fundamental de reinversión constante de utilidades, llegando a establecer un prestigio que perdura hasta nuestros días: ser una de las empresas constructoras latinoamericanas de mayor capacidad realizadora. el grupo diversificó, a mediados de los sesenta, en el estado de Querétaro, un complejo industrial para la fabricación de bienes de capital y autopartes. asimismo, incursionó en proyectos turísticos, industriales, inmobiliarios y de desarrollo urbano, como la asociación hotelera con Sheraton y Radisson, la asociación con Vulcan Materials para la producción y exportación de agregados pétreos, así como en una planta petroquímica de resinas y plásticos con tecnología y coinversión de General Electric. Recientemente estableció una estrategia que la ha llevado a reagrupar recursos, a reordenar empresas y actividades, lo que la ha conducido a crear unidades especializadas de gran tamaño, sólidas, prestigiadas y empeñadas en alcanzar un alto nivel de competitividad internacional. Además ha concretado alianzas y asociaciones en diversos campos con empresas líderes a nivel internacional, todo con el objeto de hacer frente a los requerimientos para los próximos diez años:

- Aumentar la infraestructura de riego de seis millones a ocho millones de hectáreas para apoyar la producción agrícola nacional.
- Rehabilitar 250 presas importantes.
- Incrementar la capacidad de dotación de agua potable.
- Ampliar la red de carreteras.
- Hacer diversas obras para modernizar las rutas del ferrocarril.
- Modernizar el equipamiento de operación de puertos.
- Renovar 12 puertos y construir 2 nuevos.
- Incrementar, en materia de telecomunicaciones, casi el doble del número de líneas telefónicas.
- Desarrollar una planta industrial que duplique la capacidad de empleo.
- Incrementar la capacidad instalada de generación de electricidad.
- Instalar 300 plantas de tratamiento de aguas residuales.
- Construir de 6 a 8 millones de viviendas.
- Obtener concesiones de carreteras de cuota.

Consecuentemente ICA se condujo a un proceso de revisión y planeación estratégica, sustentado en una nueva cultura empresarial y en la misma dirección de la política económica del gobierno. La

reestructuración, iniciada en 1990, se orientó a buscar la competitividad a base de mejora de productividad y eficiencia, incorporación de tecnología, establecimiento de sistemas de calidad, adelgazamiento de estructuras, disminución de niveles y obtención de mayores recursos económicos para participar en proyectos con inversión privada. Este proceso culminó en 1991...concluyendo que su futuro estaría condicionado, de manera importante, por las decisiones que tomará en relación a su capacidad de financiamiento... la generación interna de recursos, basada en una agresiva política de reinversión de utilidades, con la que ha constituido su capital, resultaría insuficiente...tomó la decisión de recurrir a los mercados de valores, con el objetivo inicial de allegarse de los recursos necesarios para enfrentar los proyectos ya definidos en el futuro inmediato y, además, colocarse en una posición atractiva dentro de estos mercados, para aprovechar las oportunidades a largo plazo, en la seguridad de disponer de los financiamientos necesarios.

También decidió diversificar sus fuentes financieras, aprovechando la globalización de los mercados y la enorme liquidez de las bolsas norteamericanas y europeas. Emitió en la Bolsa Mexicana de Valores; escogió el New York Stock Exchange por ser la plaza de mayor movimiento y liquidez de los Estados Unidos, que daría acceso a los mercados de Europa a través del SEAQ, sistema automático de cotización de acciones. Este lanzamiento global y simultáneo, constituyó un verdadero reto; las dificultades para superarlo fueron de enorme magnitud. Los requisitos de las diferentes bolsas de valores varían en cuanto a la calificación de la empresa y capital mínimo a colocar; la empresa es elegible por su nivel de operaciones, consistencia de utilidades y número mínimo de accionistas. Además tuvo que adecuar y preparar su información bajo criterios estrictamente definidos y ajustarse a plazos y niveles de precisión establecidos...montó todo un departamento financiero-contable de apoyo a los analistas e inversionistas que siguen la acción de ICA. La elección de la bolsa de Nueva York para cotizar sus acciones sobre otras bolsas de los Estados Unidos, fue tomada por las siguientes razones:

- Obtener recursos de la bolsa más grande y de mayor liquidez en el mundo.
- Aprovechar la estabilidad de precios y mayor bursatilidad que se deriva de cotizar en este mercado
- Acrecentar la buena imagen de ICA
- Dar mayor confianza a los inversionistas al contar con la vigilancia periódica y el análisis riguroso que exige la SEC.

Después de avanzar durante dos años en la reestructuración de la empresa, la preparación para colocar las acciones tomó aproximadamente seis meses, desde el momento en que se tomó la decisión hasta el día de la oferta pública. recurrió a expertos en contabilidad de los E.U. quienes asesoraron a sus técnicos para preparar la información contable en forma consistente con los US GAAP, siendo esta una exigencia ineludible de la SEC. La oferta en el exterior tuvo que efectuarse a través de los certificados de participación ordinarios (CPO), emitidos por Nacional Financiera, bajo la estructura del fideicomiso de inversión neutra, toda vez que los estatutos de ICA incluyen cláusula de exclusión de extranjeros...se recurrió a la emisión de ADR's que con el registro de la SEC, un banco norteamericano respaldó con CPO's depositados por NAFINSA. Con objeto de facilitar el análisis y seguimiento de las acciones, decidió que cada CPO fuera representativo de una acción y que un ADR correspondiera a un CPO. Con el fin de presentar a los inversionistas información numérica clara y sencilla, la SEC requirió organizarla por segmentos de negocios, conforme a la clasificación que ellos manejan...desagregar información de algunas de las unidades de negocios de ICA y reagruparla de acuerdo con la clasificación requerida.

El número de acciones por emitir se ligó al precio de la colocación para alcanzar un rango bursátil adecuado, que resultó entre 14 y 16 dólares, así las acciones de ICA a valor nominal fueron convertidas en 75 millones de acciones comunes, las proyecciones financieras internas tenían que ser realistas, con objeto de mantener la equidad en la negociación. ICA realizó exhibiciones en road show durante dos y media semanas, en México, Monterrey y Guadalajara en la República Mexicana; en Ginebra, Zurich, París, Amsterdam, Rotterdam, Edimburgo y Londres, en Europa; y Dallas, Los Angeles, San Francisco, Minneapolis, Chicago, Boston y Nueva York en los Estados Unidos, donde diariamente se llevó a cabo por lo menos una presentación de la empresa, apoyada en un audiovisual, seguida por sesiones abiertas de preguntas y respuestas, así como juntas privadas con inversionistas.

El precio definitivo se determinó el día anterior a la colocación en Nueva York y fue de 17 dólares. El múltiplo precio/utilidad después de la colocación, fue de 15.8 veces y el precio/valor en libros fue de 1.49. Se colocaron 28 millones 750 mil acciones y se obtuvieron 488 millones 750 mil dólares. La distribución de las acciones fue de 9 millones 660 mil en Estados Unidos, 9 millones 545 mil en México y otro tanto en Europa. La tenencia accionaria, después de la oferta pública quedó

distribuida de la siguiente manera: el público inversionista con 27.7% y el 72.3% restante en varios fideicomisos de ICA.

Después del lanzamiento, se decidió continuar celebrando reuniones trimestrales con casas de bolsa y especialistas de México, Estados Unidos y Europa. Para ICA, uno de los beneficios más importantes al cotizar en los mercados de valores, está dado al proporcionar una mayor credibilidad, para facilitar su acceso a otras colocaciones y obtener fianzas internacionales. Resulta oportuno recalcar que es la primera empresa constructora mexicana en cotizar dentro de los mercados de valores, y la primera en realizar una colocación pública primaria inicial; al mismo tiempo en los mercados internacionales y en México; y es la tercera empresa mexicana en cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York y, dentro del Fideicomiso de Inversión Neutra administrado por NAFIN, la segunda más importante en términos valor.

La experiencia de ICA en los mercados de valores, permite afirmar que cuando salió a vender su capacidad realizadora también salió a vender el ordenamiento y los logros del esquema económico de México, el esfuerzo y el potencial de los mexicanos; en suma, la oportunidad que presenta como un país con gran futuro.<sup>45</sup>

### **3. Perfil bursátil sector construcción.**

#### **3.1. Fortalezas.**

- La calidad de la tecnología.
- La diversificación de productos.

#### **3.2. Debilidades.**

- Elevado apalancamiento financiero.
- Depende mucho del sector gubernamental.

---

<sup>45</sup> Ejecutivos de finanzas. La empresa mexicana y sus experiencias en los mercados de valores internacionales. Gilberto Borja Navarrete. Agosto 1993 pág. 32

### **3.3. Oportunidades.**

- La infraestructura por desarrollar en el país.
- Las oportunidades en centro y Sudamérica.

### **3.4. Amenazas.**

- La influencia negativa del nivel de las tasas de interés.
- La indecisión gubernamental.

### **3.5. Otras características.**

- Un crecimiento esperado constante y permanente.
- Cuentan con una posición estratégica.
- Consolidación corporativa.
- Las viabilidades de sus proyectos están sustentadas por asociaciones, joint ventures; y las emisiones de capital en los mercados nacionales e internacionales.

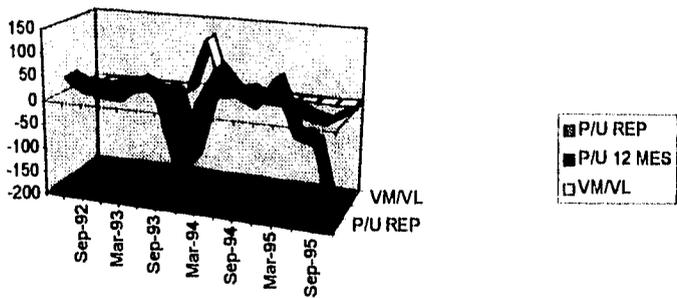
### **3.6. Perfil de la acción.**

Su imagen es buena, su bursatilidad bastante reconocida y los múltiplos de cotización son superiores al promedio del mercado.

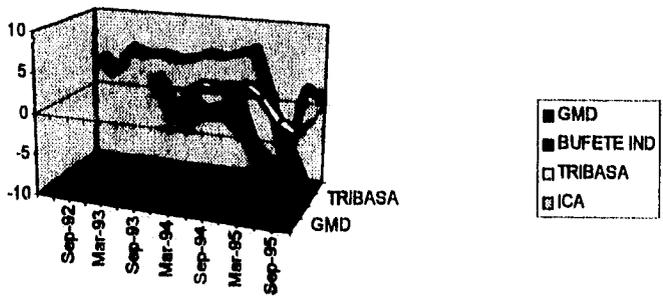
Dentro de las acciones del sector en el mercado, las de Grupo ICA y Tribasa se encuentran en una situación especial, las de GMD en crecimiento y las especulativas son las de Bufete Industrial.

Cabe mencionar, que GMD ha sufrido grandes pérdidas, desde el momento de salir al mercado, hasta la fecha no se ha recuperado del todo.

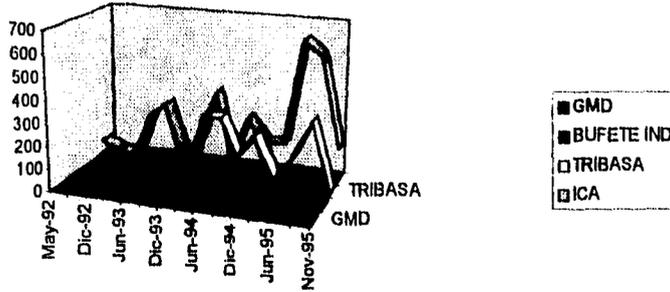
### MULTIPLS SECTORIALES



### UTILIDAD POR ACCION AL CIERRE DE CADA MES



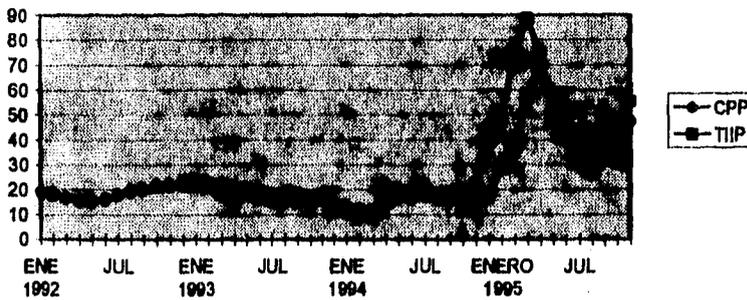
**VOLUMEN OPERADO AL FINAL DE CADA TRIMESTRE**



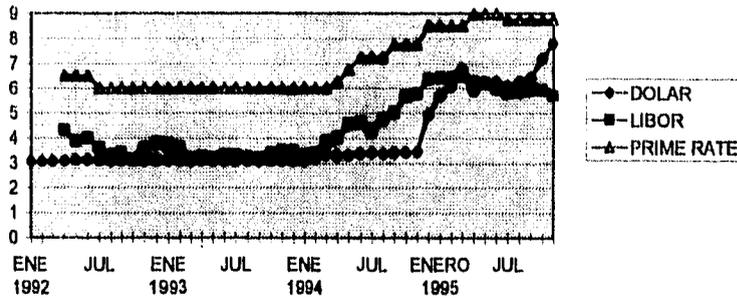
**3.7. Eventos estratégicos del sector.**

- Concurso en grandes proyectos de infraestructura
- Alza en las tasas de interés.
- Crecimiento del gasto público
- Contracción del gasto público

**INDICADORES EN MEXICO.**



### INDICADORES EXTRANJEROS



#### 4. Análisis financiero.

En un análisis técnico de la empresa, se consideran las razones siguientes, se presentan en forma de gráfica para su mejor análisis y se compararon los años 1991, 1992, 1993 y 1994 actualizados a 1994. El ejercicio en el que se emitió fue 1992, pero se toma un año antes para saber como afectó a la empresa antes de ser pública y después.

**Liquidez.** Representa la capacidad de pago a corto plazo.

**Rentabilidad.** Mide el rendimiento sobre la inversión de los accionistas.

**Margen neto de utilidad.** Mide la factibilidad para convertir las ventas en utilidad.

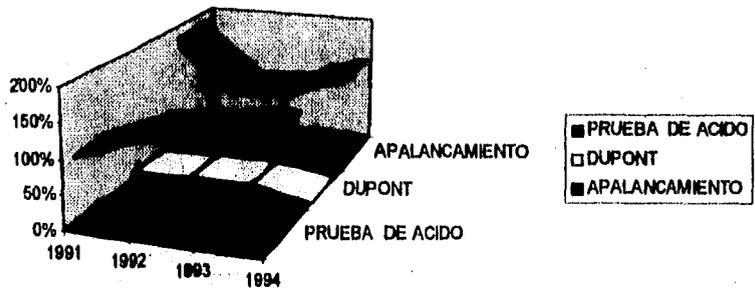
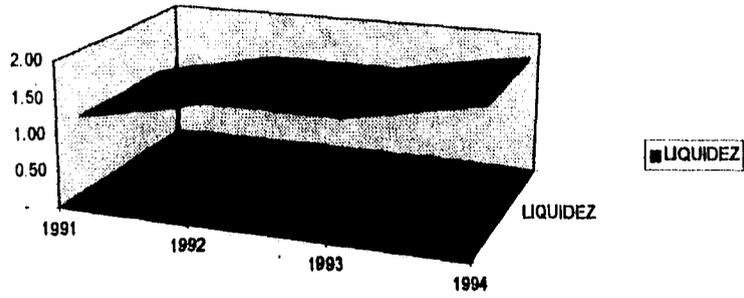
**Rendimiento sobre la inversión.** Mide el porcentaje de utilidad sobre el capital invertido.

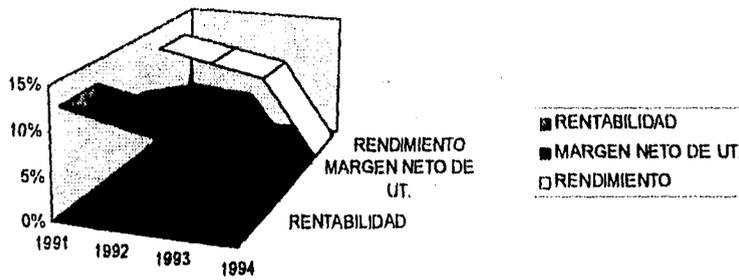
**Capital de trabajo.** Medida para cumplir compromisos en un futuro cercano.

**Prueba del ácido.** Mide el índice de solvencia inmediata.

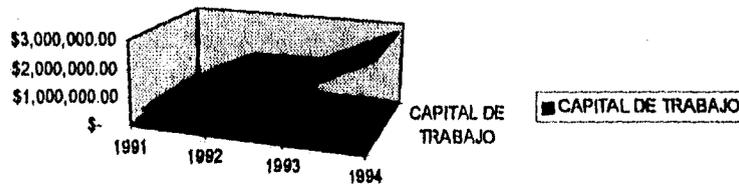
**Análisis Dupont.** Para medir el rendimiento sobre la inversión.

### LIQUIDEZ



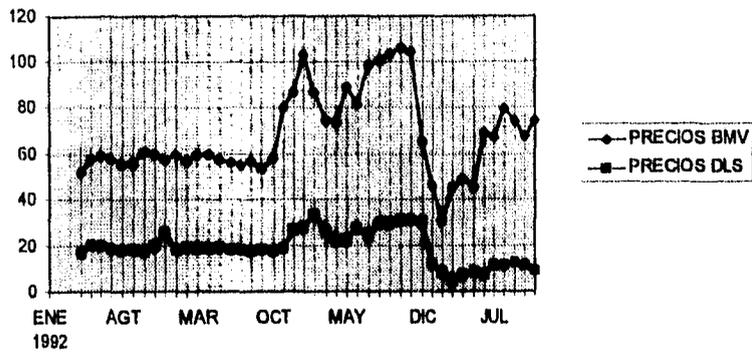


### CAPITAL DE TRABAJO



#### 5. Análisis de la emisión.

La emisión consta de ADS's representando certificados de participación ordinaria (CPO's) por 475 millones de dólares estadounidenses con vencimiento en marzo del 2004, los intereses se consideran a partir de su colocación a la tasa del 5% anual y pagaderos semestralmente en marzo y septiembre de cada ejercicio. Fue una oferta pública combinada, ya que se lanzó en México 9545000 acciones, 9660,000 ADS en E.U. y 9545,000 ADS en varios países de Europa.



Como se puede observar, los escenarios de baja son acertados, en las gráficas se comprueba que la economía nacional e internacional afecta considerablemente el precio de un ADR, tanto en el mercado de origen, como en el mercado internacional.

## CAPITULO VI

### CONCLUSIONES

A lo largo de esta investigación y bajo la premisa de encontrar las implicaciones al buscar un financiamiento en una bolsa de valores, nacional y extranjera, hemos expuesto pequeñas conclusiones al término de cada capítulo, por lo que solo me resta mencionar lo siguiente:

En nuestro país se tiene una considerable desventaja en la difusión de todas las alternativas de financiamiento que existen. El mercado financiero estadounidense cuenta con cerca de doscientos tipos diferentes de inversión que podrían ser aprovechados por empresas mexicanas. Sin embargo, no hay que perder de vista el riesgo de la inversión extranjera dentro de una empresa y dentro de un país.

Nuestro país comparado con otros países que han pasado por fuertes crisis económicas, ha resurgido considerablemente, no se ha establecido un plan económico definitivo como para confiar plenamente en él, sin embargo, los inversionistas extranjeros (principalmente los europeos y Japón), han propiciado convenios e intercambios comerciales que preveen una nueva apertura al mercado internacional que las empresas deberían aprovechar.

Realmente las ventajas de una emisión de acciones son muy atractivas para cualquier empresa en desarrollo, sin embargo, la planeación de una emisión representa el destino de la emisora. Se comprueba con dos empresas en el mismo ramo: Grupo Ica y Grupo Mexicano de Desarrollo, la emisión de Grupo ICA solo fue modificada por la crisis económica, Grupo Mexicano de Desarrollo quiso seguir sus pasos y solo consiguió disminuir el valor de todo el sector construcción, a la fecha no se ha recuperado del todo y la crisis logró aislarla y transformarla en la acción menos deseada del sector construcción.

Con respecto al proceso de la emisión, definitivamente es un exhaustivo análisis del prestigio de la empresa, de los ejecutivos, y en general de la economía de un país. El mercado financiero estadounidense promueve una liquidez atractiva para los inversionistas y al mismo tiempo una seguridad adecuada para cualquier transacción, eso se logra poniendo estrictos requisitos para entrar en el basados en la calidad operacional de la emisora .

Los costos de la emisión son significativamente caros, y creo que la decisión de realizar una oferta pública debe estar sobre datos confiables y reales, tomando en consideración todas las alternativas de financiamiento, ya que puede ser más barato emitir unos bonos convertibles, warrants, Floating Rate Notes en lugar de una emisión accionaria avalada por ADR's o CPO'S.

Hablando particularmente de la empresa analizada, creo que fue un "acertado golpe" para ganar mercado. En las épocas de crisis fue esencial que abriera sus productos al extranjero y apesar de que al igual que muchas empresas mexicanas, tuvo que hacer recortes de personal, las nuevas inversiones en El Salvador, Guatemala y otros países latinoamericanos, han permitido que su precio por acción se coloque en precios estables y que su costo de capital no sea tan desmesurado. Grupo ICA ha logrado ser una de las pocas empresas mexicanas que se han mantenido a flote dentro del naufragio financiero. Actualmente pretende incursionar en el mercado europeo, lo que demuestra que la "fama" ganada de su colocación de ADS's, eurobonos y papel comercial en el extranjero, es su principal apoyo en el momento de dar garantías y confiabilidad en la inversión.

Por último, quiero recalcar, que desgraciadamente las empresas mexicanas se encuentran en dificultades para alcanzar un nivel de calidad similar al de los conglomerados, somos una economía en desarrollo, y como tal, necesitamos ayuda de los grandes inversionistas para salir adelante. La inversión extranjera es una magnífico apoyo para países sin un considerable ahorro interno, pero hay que tomarla como tal, un pasivo, no un capital.

## BIBLIOGRAFIA

### LIBROS:

- AGUIRRE OCTAVIO. EL MANUAL DEL FINANCIERO. EDICION 1995.
- ASOCIACION MEXICANA DE CASAS DE BOLSA. ANALISIS DE CENTROS FINANCIEROS INTERNACIONALES. AGOSTO 1990.
- BOLETIN DE OPERACIONES DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES. 1994.
- BOLTEN E. STEVEN. ADMINISTRACION FINANCIERA. LIMUSA ED. 1992
- CALVO LANGARICA CESAR. ANALISIS E INTERPRETACION DE ESTADOS FINANCIEROS. DE PAC EDICION 7a.
- DIAZ MATA ALFREDO. INVIERTA EN BOLSA. EDITORIAL IBEROAMERICANA 2a. EDICION. 1994..
- DIEZ DE CASTRO LUIS. INGENIERIA FINANCIERA. EDITORIAL MC-GRAW-HILL. 1994 2a EDICION.
- J. GITMAN. LAUWRENCE. FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACION FINANCIERA. EDITORIAL HARLA. EDICION 1987.
- MANSELL. CARSTENS CATHERINE. LAS NUEVAS FINANZAS EN MEXICO. EDITORIAL IMEF-ITAM. 1992 1a EDICION.
- MARMOLEJO MARTIN. INVERSIONES. EDITORIAL IMEF. OCTAVA EDICION 1994.
- QUE SON Y COMO OPERAN LOS TITULOS OPCIONALES EN MEXICO. WARRANTS. LIMUSA-BMV 1995 1a. EDICION.
- STRATEGIES FOR GOING PUBLIC. A MIDDLE MARKET GUIDE BOOK  
DELOITTE AND TOUCHE
- SEC HANDBOOK  
RULES AND FORMS FOR FINANCIAL STATEMENTS AND RELATED DISCLOSURES AS OF  
DECEMBER 1933.
- VAZQUEZ SEIJAS ALICIA. MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES EDITORIAL UAM  
1990.

### REVISTAS:

- EJECUTIVOS DE FINANZAS EDITORIAL IMEF:  
ABRIL 1993  
AGOSTO 1993  
ENERO 1995  
AGOSTO 1995
- ECONOMIA INFORMA. FAC DE ECONOMIA DE LA UNAM  
MARZO 1995

EXPANSION:  
ENERO 1992  
ABRIL 1992  
AGOSTO 1993

EPOCA ENERO 6, 1995

IMCP. CONTADURIA PUBLICA:  
MARZO 1994  
DICIEMBRE 1994

BANK OF NEW YORK. ADR. THE MOST WAY TO INVEST  
SEPT. 1992

BANK OF NEW YORK. ADR. THE RIGTH PROGRAM  
JUNIO 1993.

EL MERCADO DE VALORES  
NAFINSA, NOVIEMBRE 1994

BANCO DE MEXICO  
ESTADISTICAS.

EL FINANCIERO  
ESTADISTICAS.