

0138



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

**DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO DE LA
FACULTAD DE INGENIERÍA**

TESIS

EL CAPITAL DE RIESGO EN MÉXICO

**PARA OBTENER EL TÍTULO DE MAESTRO EN INGENIERÍA
(INVESTIGACIÓN DE OPERACIONES)**

PRESENTADO POR: CARLOS ARMANDO MADRID VALENCIA

DIRIGIDO POR: DR. SERGIO FUENTES MAYA



México, D.F. a Noviembre del 2000



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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.

CONTENIDO

1. La Intermediación Financiera.....	1
1.1 El Sistema Financiero Mexicano.....	1
1.1.1 Sistema Bancario.....	1
1.1.1.1 Banca Múltiple.....	2
1.1.1.2 Banca de Desarrollo.....	2
1.1.2 Sistema no Bancario.....	3
1.1.2.1 Filiales de Instituciones Extranjeras.....	3
1.1.2.2 Autoridades.....	3
1.2 El Sistema Bursátil (Mercado de Valores)	4
1.2.1 Participantes en el Mercado de Valores.....	4
1.2.2 Clasificación del Mercado.....	5
1.2.2.1 Por el Plazo y Rentabilidad de los Títulos.....	5
1.2.2.2 Por los Sujetos que Participan en la Compra.....	5
1.2.3 Los Intermediarios Bursátiles.....	6
1.2.3.1 Las Casas de Bolsa.....	6
1.2.3.2 Los Especialistas Bursátiles.....	7
1.2.3.3 La Bolsa Mexicana de Valores.....	7
1.2.4 Los Instrumentos.....	8
1.2.4.1 Instrumentos del Mercado de Capitales.....	8
1.2.4.2 Instrumentos del Mercado de Dinero.....	9
1.2.5 Sociedades de Inversión.....	9
1.2.5.1 Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda.....	11
1.2.5.2 Sociedades de Inversión Comunes.....	11
1.2.5.3 Sociedades de Inversión de Capitales.....	12
1.2.5.4 Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión.....	13
1.2.5.5 Afores y Siefores.....	13
2. El Capital de Riesgo.....	15
2.1 La inversión en fondos de Capital de Riesgo.....	15
2.2 La inversión de los recursos del Fondo en empresas.....	16
2.3 Obstáculos en la inversión de Capital de Riesgo.....	18
2.4 Crecimiento en Inversiones Alternativas.....	18
2.4.1 Importancia y crecimiento en E.U.A y Canadá.....	19
2.5 Participantes en el Capital de Riesgo.....	21
2.5.1 Ineficiencias del Mercado de Capital de Riesgo.....	22

3. El Capital de Riesgo en México.....	23
3.1 Sociedades de Inversión de Capitales (SINCAS).....	23
3.2 Historia y Crecimiento.....	24
3.3 Características de las SINCAS.....	24
3.3.1 Funcionamiento.....	24
3.3.2 Inversionistas de las SINCAS.....	26
3.3.3 Utilización de los recursos de una SINCA.....	27
3.3.4 Normatividad de las SINCAS.....	28
3.3.4.1 De la Valuación.....	29
3.3.4.2 Régimen de inversión.....	30
3.3.4.3 Integración del capital social de las SINCAS.....	30
3.3.4.4 La contabilidad, inspección y vigilancia de las SINCAS.....	31
3.3.4.5 Inversión extranjera.....	31
3.3.4.6 Régimen fiscal.....	31
3.3.4.6.1 Impuesto sobre la renta.....	31
3.3.4.6.2 Impuesto al activo.....	32
3.3.4.6.3 Impuesto al valor agregado.....	32
3.4 Sociedades operadoras de las SINCAS.....	32
4. Riesgo de Inversión.....	35
4.3 La decisión de invertir.....	36
4.4 Las SINCAS en el riesgo de inversión.....	38
5. Las Empresas Promovidas.....	43
5.1 Definición de empresa promovida.....	43
5.1.1 Características de las empresas promovidas.....	44
5.2 La pequeña y mediana empresa.....	45
5.2.1 Problemática de las empresas pequeñas y medianas.....	46
5.3 Proceso de valuación de la empresa a promover.....	46
6. El Efecto en las Economía del Capital de Riesgo.....	52
6.1 La empresa y sus efectos sobre otras.....	52
6.2 La importancia del fomento de cadenas productivas.....	56
6.2.1 Estructura industrial cambiante y costos de transacción.....	57
6.2.2 Política económica e industrial y fomento a cadenas productivas.....	58
6.2.3 Las cadenas productivas y las SINCAS.....	59

7. Filosofía de Inversión.....	62
7.1 La cultura ante el mercado del riesgo y la esperanza de rendimientos bursátiles.....	62
7.1.1 Cultura y formación de expectativas.....	62
7.1.2 Probabilidad, riesgo, esperanza de rendimiento y cultura.....	63
7.1.3 Sociedades que rechazan riesgos y sociedades que toman riesgos.....	68
8. Desarrollo de los Mercados Financieros.....	70
8.1 Etapas del Desarrollo de los Mercados de Capital.....	71
9. Los Mercados de Capital, Las Culturas y la Percepción del Riesgo.....	75
9.1 La relación existente entre las etapas de los mercados de capital y culturas tipo A y tipo B.....	75
9.2 Consecuencias de los mercados con características como el de México.....	75
9.3 El poco crecimiento de los Fondos de Capital de Riesgo en México.....	78
10. Conclusiones.....	80
Anexos.....	

INTRODUCCIÓN

México inició desde los años ochenta una política de apertura comercial y financiera en la búsqueda de nuevos caminos que le permitiera crecer con mayor ritmo, depender menos de los ingresos generados por su industria petrolera y dar impulso a exportaciones de otros productos.

Todo este cambio ha necesitado que las empresas en México requieran de aumentar sus estándares de producción y calidad con la adquisición de nueva tecnología ya sea para la producción, bienes y servicios, igualmente mejorar la capacitación del personal, etcétera.

Obviamente, el implantar nuevas estrategias de crecimiento para las empresas ha requerido de dinero que les permita, en parte, lograr ciertos objetivos dentro de un mercado altamente competitivo. Para financiar a estas empresas expuestas al libre mercado se ha requerido de impulsar programas de financiamiento a través de la banca de desarrollo y la banca comercial así como impulsar financiamientos alternos y menos tradicionales.

Dentro de los financiamientos menos tradicionales en México se sitúa el financiamiento por medio de capital el cual se ha dado en el mercado público de valores mexicano. Aunado a esto, una práctica menos común es el financiamiento de capital fuera de dicho mercado público de valores, el cual viene a representar el capital de riesgo o capital privado. Esta nueva forma de financiar a las empresas ofrece algunas ventajas que el financiamiento por medio de deuda no ofrece.

Los objetivos de esta tesis son tres: conocer cual es el capital de riesgo y quienes son los actores que participan en este mercado, segundo, conocer las ventajas y los efectos que tiene sobre la economía el financiamiento de un fondo de Capital de Riesgo hacia un empresa y tercero, el conocer el entorno y comportamiento de los agentes en el mercado mexicano y entender porqué el capital de riesgo en México todavía es incipiente.

El primer capítulo hace una descripción del sistema financiero mexicano y se ubican a las sociedades de inversión de capitales dentro de éste sistema.

El segundo capítulo entra en materia acerca de lo que es el capital de riesgo en general, su funcionamiento, sus participantes, obstáculos y el crecimiento que ha tenido en Estados Unidos y Canadá.

Para el tercer capítulo se nombran las características del funcionamiento y estructura de los fondos de capital de riesgo en México (SINCAS), su normatividad y régimen fiscal.

En el cuarto capítulo se habla acerca del riesgo de inversión y la forma en que se percibe el riesgo a la hora en que se va hacer una inversión mediante recursos de un fondo de capital de riesgo en una empresa, habla de los atributos del riesgo que son cuatro : rendimientos por debajo del objetivo trazado, grandes pérdidas, sentimiento de control sobre la inversión, y

conocimiento acerca de la inversión; los cuales se perciben cuando se va hacer una inversión. El riesgo del negocio y la incertidumbre económica se describen como fuentes de riesgo. Posteriormente en este subcapítulo se trata de hacer una localización de los atributos y fuentes del riesgo dentro del sistema de inversión nombrado SINCA -inversión, el cual se visualiza bajo el enfoque cibernético que separa a un sistema en dos subsistemas: uno conducente y conducido.

El quinto capítulo habla acerca de las empresas promovidas por el fondo de capital de riesgo. Este capítulo define las características de las empresas pequeñas y medianas, su problemática actual y sus retos. Además se describe el proceso de valuación de la empresa a promover cuando una SINCA piensa invertir recursos en ella.

El sexto capítulo explica en su primer subcapítulo el efecto multiplicador que puede tener la inyección de capital a una empresa. Este efecto se explica mediante el modelo de empresa y sus participantes descrito por Ackoff. Tal modelo dice que una empresa es una corporación que afecta al sistema en general así como el sistema le afecta a ella. Los participantes de una corporación que se interesan en la empresa son seis: los empleados de la empresa, los proveedores, los deudores, los clientes, el gobierno, y los inversionistas y prestamistas; en estas interrelaciones se dan intercambios de una parte a otra. Con esta estructura de interrelaciones que se dan en una empresa o corporación con sus participantes, se tiene que la empresa proveedora tiene la misma estructura, y que tiene un efecto sobre otras, y estas sobre otras y así sucesivamente. En esta forma, a la hora que una corporación es apoyada mediante capital para realizar inversiones, tiene un efecto sobre las demás dado la mayor demanda de productos para con sus proveedores, mayor fuerza de trabajo para con sus empleados, mayor recaudación por parte del gobierno, mejor calidad y diversificación de productos para sus clientes y mayor apoyo para sus deudores cuando estos puedan necesitar recursos.

El segundo apartado en este capítulo trata acerca de la importancia de las cadenas productivas en una economía y la oportunidad que representa para las empresas el ingresar a un mercado de cadenas productivas. De la misma forma remarca la ayuda que puede significar para una empresa el que un fondo la apoye en la búsqueda de este mercado.

El séptimo capítulo trata acerca de la filosofía de inversión de algunas culturas, describe las características de algunas culturas las cuales se separan en culturas tipo A y culturas tipo B. La primera se dice que son culturas donde los inversionistas son muy adversos al riesgo y esperan grandes ganancias, por lo contrario en las culturas de tipo B, los inversionistas toman mayores riesgos aún con menos ganancias. En el capítulo explica el porqué de estos comportamientos y analiza a cual cultura pertenecen los agentes que participan en el mercado mexicano.

El octavo capítulo resalta la importancia de los mercados de capital en el sistema financiero para las empresas que necesitan recursos a largo plazo así como de nombrar las etapas del desarrollo de los mercados de capital en una economía y se hace un análisis de en cual etapa se encuentra el mercado de capitales en México.

El noveno capítulo explica primeramente la relación existente entre los tipos de cultura y el desarrollo de los mercados de capital, además relaciona la percepción del riesgo que tiene un inversionista de un fondo con las diferentes culturas y mercados de capital.

Finalmente el décimo y último capítulo están las conclusiones, las cuales son un comentario de la manera como los capítulos anteriores explican la situación del capital de riesgo en México.

1- LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

La intermediación financiera viene a representar en un país el vínculo entre el ahorrador y el inversionista, esta intermediación de recursos puede tener una gran gama de instrumentos o medios.

El propósito de este capítulo es nombrar los principales agentes que intervienen en la intermediación financiera en México, conocer sus características y las funciones de cada subsistema.

1.1 El Sistema Financiero Mexicano¹

El sistema financiero mexicano es el conjunto de personas físicas y morales, públicas y privadas, que hacen posible el flujo o intercambio de recursos entre los distintos agentes económicos del país, y cuyas funciones de captación, orientación del ahorro y la inversión están reguladas por la ley.

El sistema financiero mexicano, se divide en dos sistemas: Sistema bancario y sistema no bancario.

1.1.1 Sistema Bancario:

- Banca Central (Banco de México)
- Banca Múltiple (Bancos comerciales y de servicios)
- Banca de Desarrollo (Entidades de administración pública federal)
- Patronato del Ahorro Nacional
- Fideicomisos públicos para el fomento económico

Los fideicomisos públicos para el fomento económico son fideicomisos constituidos por el gobierno federal para el desarrollo o fomento de ciertas actividades señaladas como prioritarias por la administración pública federal.

Podemos citar como ejemplo de estos fideicomisos el Fondo Nacional de Fomento al Turismo (Fonatur) que es un fideicomiso del gobierno federal constituido en Nacional Financiera, S.N.C. para el fomento y desarrollo de la actividad turística del país.

¹ Introducción al Mercado de Valores y Prácticas Bursátiles, Ing. Manuel Sánchez Muñoz, Editorial Pac.

1.1.1.1 Banca Múltiple

La banca múltiple tiene como función primordial captar y colocar recursos del público a través de actos y operaciones causantes de pasivos y activos, respectivamente.

Proporciona además una amplia gama de servicios al cliente (cajas de seguridad, cuentas maestras y de cheques, tarjetas de crédito, recepción de pagos de otros servicios, compraventa de divisas y metales, inversiones en valores autorizados, etc...).

Algunos bancos representativos de banca múltiple son:

Bancomer
Banamex
Banca Serfin

Filiales de bancos extranjeros:

Bank of AmericaBNP
Chase Manhattan Bank
JP Morgan

Además de las filiales de bancos extranjeros se deben incluir las oficinas de representación de instituciones del exterior como las canadienses, Bank of Montreal, Royal Bank of Canada, Canadian Imperial Bank of Commerce, Bank of Nova Scotia, y Toronto-Dominion Bank, entre otras entidades extranjeras con oficinas de representación en México.

Adicionalmente, en la actualidad participan en el capital social de algunos bancos mexicanos instituciones bancarias extranjeras, entre ellas los bancos españoles, Santander, Bilbao Vizcaya y Banco Central Hispano; Banco Central Portugués; los canadienses Banco Nueva Escocia y Banco de Montreal; entre otros.

La reestructuración del sistema bancario mexicano derivado del proceso de apertura comercial aún no concluye, por lo que se esperan nuevas fusiones de instituciones bancarias mexicanas con bancos extranjeros y la incorporación al sistema bancario de más filiales y oficinas de representación de instituciones financieras del exterior.

1.1.1.2 Banca de Desarrollo

Las instituciones de banca de desarrollo son entidades de la administración pública federal constituidas con carácter de sociedades nacionales de crédito cuya función es fomentar y desarrollar áreas específicas de la economía, de acuerdo con las propiedades del Plan Nacional de Desarrollo.

Nacional Financiera (Nafin)
Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras)
Banco de Crédito Rural (Banrural)
Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext)
Banco del Ejército, Armada y Fuerza Aérea (Banjército)
Financiera Nacional Azucarera (Finasa)

1.1.2 Sistema No Bancario

El sistema no bancario está constituido por los siguientes grupos de instituciones financieras.

- Agrupaciones financieras
- Compañías de seguros y fianzas
- Casas de bolsa
- Sociedades de inversión
- Sociedades operadoras de sociedades de inversión
- Sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro (Siefores)
- Administradoras de fondos de ahorro para el retiro (Afores)
- Sociedades financieras de objeto limitado
- Organizaciones auxiliares de crédito:
 - Almacenes generales de depósito
 - Arrendadoras financieras
 - Sociedades de ahorro y préstamo
 - Uniones de crédito
 - Empresas de factoraje financiero
 - Casas de cambio
- Filiales de instituciones financieras

1.1.2.1 Filiales de Instituciones Extranjeras

Los acuerdos comerciales establecidos entre México, Canadá y los Estados Unidos de América en el marco del tratado trilateral de libre comercio (TLC) otorgan cuotas de participación en el sistema financiero de nuestro país a las filiales de instituciones financieras bancarias y no bancarias extranjeras, entre las que se cuentan bancos, casas de bolsa, aseguradoras, arrendadoras, firmas de factoraje y sociedades financieras de objeto limitado.

1.1.2.2 Autoridades

Las autoridades que inspeccionan y supervisan el sistema financiero:

- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)

- Banco de México (Banxico)
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)
- Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF)

El lector interesado en conocer con mayor detalle el sistema financiero mexicano puede remitirse a la legislación financiera (ley de instituciones de crédito, ley del mercado de valores, ley de sociedades de inversión, ley general de organizaciones y actividades auxiliares de crédito, ley general de instituciones y sociedades mutualistas de seguros y ley federal de instituciones de fianzas).

1.2. El Sistema Bursátil (Mercado De Valores)

En el sistema financiero mexicano distinguimos un mercado que recibe el nombre de Mercado de Valores.

En el sistema bursátil o mercado de valores es el conjunto de personas físicas y morales, públicas y privadas, regulaciones, disposiciones y mecanismos que hacen posible la emisión, colocación y negociación de valores en la Bolsa Mexicana de Valores, permitiendo a los diversos agentes económicos tanto el ahorro como la inversión.

En el mercado de valores entidades económicas públicas y privadas captan el ahorro de personas físicas y morales, nacionales y extranjeras, para el financiamiento del gasto y la inversión, mediante la colocación de títulos representativos de deuda de corto y largo plazo y de capital.

En el segmento del mercado, a través de los intermediarios, los inversionistas compran y venden entre sí los valores en circulación conformando el mercado secundario de títulos, generando la liquidez necesaria a los tenedores de los mismos.

1.2.1 Participantes en el Mercado de Valores

- Los emisores de los títulos-valor
 - Sector público (gobiernos federal y estatales)
 - Sector paraestatal (Empresas con participación gubernamental)
 - Empresas comerciales, industriales y de servicios
 - Instituciones financieras bancarias y no bancarias.
- Inversionistas
 - Personas físicas y morales, nacionales y extranjeras
 - Inversionistas Institucionales
- Los intermediarios bursátiles:
 - Casas de bolsa y especialistas bursátiles.
- Los organismos de apoyo al mercado de valores:
 - Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

S.D. Indeval S.A. de C.V.
Empresas Calificadoras de Valores
Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB)
Academia Mexicana de Derecho Bursátil
Asesores financieros independientes

- Las autoridades del sistema bursátil o mercado de valores
Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)
Banco de México (Banxico)
Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)

1.2.2 Clasificación del Mercado

1.2.2.1 Por el plazo y rentabilidad de los títulos

Mercado de Valores	Mercado de dinero (renta fija)
	Mercado de capitales (renta fija y renta variable)
	Mercado de metales (renta variable)

Mercado de Dinero: Es el mercado constituido por la oferta y la demanda de títulos de renta fija de corto plazo, generalmente menor a un año.

Mercado de Capitales: Es el mercado constituido por la oferta y la demanda de títulos-valor de renta fija de largo plazo y de renta variable (acciones).

Mercado de Metales: Es el mercado que constituyen la oferta y la demanda de metales preciosos amonedados (onzas troy de plata y centenarios) y títulos-valor relacionados (ceplatas). Se considera de renta variable.

1.1.2.2 Por los sujetos que participan en la compra-venta

Otra clasificación del mercado de valores es la que atiende a los sujetos que participan en la compra venta de valores.

Mercado de Valores	Mercado Primario
	Mercado Secundario

Mercado Primario: Lo forman los emisores de los títulos e inversionistas cuando se colocan una emisión de valores en el mercado. Este mercado representa una fuente de recursos para los emisores.

Mercado Secundario: Lo forman los inversionistas que compran y venden valores entre sí sin que dichas transacciones generen flujos de recursos para los emisores de los títulos. Este mercado genera liquidez a los inversionistas.

1.2.3 Los intermediarios Bursátiles

Son intermediarios bursátiles las Casas de Bolsa y los Especialistas Bursátiles.

De manera limitada los bancos participan también como intermediarios en el sistema bursátil con relación a ciertos títulos y operaciones autorizadas por el banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

1.2.3.1 Las Casas de Bolsa

Las Casas de Bolsas son sociedades anónimas registradas en la sección de intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, autorizadas para realizar las siguientes actividades, de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores.

- Actuar como intermediarios en el mercado de valores
- Recibir fondos y liquidar operaciones de valores que les sean encomendadas por su clientela.
- Prestar asesoría en materia de valores.

- Con sujeción a las disposiciones del Banco de México:
 - Recibir préstamos o créditos de instituciones de crédito o de organismos de apoyo al mercado de valores.
 - Conceder préstamos o créditos para la adquisición de valores con garantía de éstos.
 - Celebrar reportos y préstamos sobre valores.
 - Actuar como fiduciarias en negocios vinculados a sus actividades.
- De conformidad con las disposiciones de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores:
 - Realizar operaciones por cuenta propia que faciliten la colocación de valores o coadyuven a dar mayor estabilidad a los precios de éstos, o procuren mejorar las condiciones de liquidez del mercado.
 - Proporcionar servicio de guarda y administración de valores, depositando los títulos en una institución para el depósito de valores o en donde señale la CNBV.
 - Realizar inversiones con cargo a su capital global.
 - Llevar a cabo actividades que le son propias.
 - Actuar como especialistas bursátiles.
- Actuar como representante de los obligacionistas.

- Administrar las reservas de los fondos de pensiones o jubilaciones de personal, entre otras actividades.

1.2.3.2 Los Especialistas Bursátiles.

La figura de Especialista Bursátil, considerada en la ley del Mercado de Valores, sólo pueden realizar las siguientes actividades.

- Actuar como intermediarios respecto de los valores en que se encuentren registrados como especialistas en la bolsa de valores de las cuales son socios.
- Con sujeción a las disposiciones del Banco de México, recibir préstamos de instituciones de crédito o de organismos de apoyo al mercado de valores, para la realización de las actividades que le son propias, así como celebrar operaciones de reporto y de préstamo de valores.
- De acuerdo con las disposiciones de la Comisión Bancaria y de Valores:
 - Realizar operaciones por cuenta propia respecto de los valores en que son especialistas.
 - Mantener en guarda y administración sus valores, depositando los títulos en una institución para el depósito de valores, o en su caso donde señale la CNBV.
 - Realizar inversiones con cargo a su capital global.
 - Invertir en acciones de otras sociedades que les prestan servicios o cuyo objeto es auxiliar o complementario del que ellos realizan.

La figura de intermediario bursátil se incluyó en la ley del mercado de valores por reformas a la misma en el mes de Enero de 1990 con el propósito de generar un mejor desarrollo del mercado, sin embargo a la fecha no existe ningún especialista bursátil.

Se espera que en un futuro próximo la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) presente ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores un proyecto de reglamento relativo a éste tipo de intermediario.

1.2.3.3 Los organismos de apoyo al Mercado de Valores

Los organismos de apoyo al Mercado de Valores son instituciones que prestan servicios diversos y complementarios para hacer posible un mercado organizado.

1.2.3.3.1 La Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

¿Que es una bolsa de valores?

Las bolsas de valores son sociedades anónimas de capital variable que tienen por objeto facilitar las transacciones con valores, procurando el desarrollo de un mercado organizado. Entre sus funciones están:

- Establecer locales, instalaciones y mecanismos para facilitar las relaciones y operaciones entre la oferta y la demanda de valores.
- Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores inscritos en bolsa y los listados en el sistema internacional de cotizaciones de la propia bolsa, sobre sus emisiones y las operaciones que en ella se realizan.
- Hacer publicaciones sobre las emisoras, valores y operaciones realizadas.
- Velar por el estricto apego de las actividades de sus socios a las disposiciones aplicables.
- Certificar las cotizaciones en bolsa.
- Realizar actividades análogas o complementarias autorizadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) en la atención a la opinión de la CNBV.

Para la operación de una bolsa de valores se requiere concesión otorgada por la SHCP previa opinión del Banco de México y de la CNBV. No pueden existir más de una bolsa de valores en cada plaza.

Las bolsas de valores se constituyen como sociedades anónimas de capital variable, con sujeción a la ley general de sociedades mercantiles. Los socios solo pueden ser Casas de Bolsa y especialistas bursátiles en número no menor a veinte.

Actualmente existe en nuestro país sólo una bolsa de valores. Cuenta con centros bursátiles en las ciudades de Monterrey, Nuevo León y Guadalajara, Jalisco.

Otros organismos de apoyo al mercado de valores son:

- S.D. INDEVAL, S.A. de C.V. Institución para el depósito de valores.
- Calificadoras de Valores
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB).
- Academia Mexicana de Derecho Bursátil y de los Mercados Financieros, A.C.
- Asesores financieros independientes.
- Las autoridades financieras.

1.2.4 Los Instrumentos

Los instrumentos de inversión financiera o títulos que se negocian en el mercado de valores, se clasifican de la siguiente manera:

1.2.4.1 Instrumentos del Mercado de Capitales.

Instrumentos de Renta Variable

- Acciones (Industriales, comerciales y de servicios)
- Acciones de Sociedades de Inversión

Instrumentos de Deuda o Renta Fija Largo Plazo (más de un año)

- Obligaciones
- Bonos bancarios de desarrollo
- Bonos bancarios para la vivienda.
- Bonos bancarios para el desarrollo industrial (Bondis).
- Bonos bancarios de infraestructura.
- Certificados de participación ordinarios (Cpo's).
- Certif. de participación inmobiliarios (Cpi's).
- Certificados de plata (Ceplatas).
- Pagarés a mediano plazo (Pm).
- Pagarés financieros (Pf).

1.2.4.2 Instrumentos del Mercado de Dinero.

Instrumentos de Renta Fija, Corto Plazo (Un año o menos).

- Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes).
 - Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes).
 - Bonos ajustables del Gobierno Federal (Ajustabonos).
- Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión (Udibonos).
 - Pagarés de Petróleos Mexicanos (Petropagarés).
 - Papel Comercial
 - Pagaré Empresarial Bursátil.
 - Papel Comercial Indizado.
 - Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento.
 - Aceptaciones Bancarias (Ab's).
 - Certificados de Depósito Bancario (Cedes).
 - Bonos de Prenda.

1.2.5 Sociedades de Inversión.

Las sociedades o fondos de inversión son sociedades anónimas de capital variable autorizadas por la CNBV, reguladas por la Ley de Sociedades de Inversión, que tienen por objeto otorgar un rendimiento al inversionista sin perder al que podría obtener en el caso de invertir sus recursos en forma directa a través de la adquisición y venta de valores y documentos para integrar una cartera de inversión diversificada con recursos provenientes de la venta de sus acciones entre el público inversionista.

Las sociedades de inversión captan el ahorro del público en diversos sectores mediante portafolios de inversión diseñados y administrados profesionalmente permitiendo al pequeño y mediano inversionista el acceso a mercados de mayor rentabilidad sin tomar los riesgos de una inversión directa no diversificada.

Al fomentar la creación de las sociedades de inversión, las autoridades competentes buscan:

- Fortalecer y descentralizar el mercado de valores.
- Permitir el acceso del pequeño y mediano inversionista a dicho mercado.
- Buscar la democratización del capital.
- Contribuir al financiamiento de la planta productiva del país.

Existen tres tipos de Sociedades de Inversión:

- Sociedades de inversión en instrumentos de deuda o de renta fija:
- Sociedades de inversión comunes
- **Sociedades de Inversión de Capitales (Sincas)**

Pueden definirse como sociedades de inversión diversificadas o sociedades de inversión especializadas según el tipo de política de adquisición y selección de valores que adopten.

Las sociedades de inversión diversificadas determinan sus políticas de inversión, de adquisición y selección de valores de acuerdo con los límites establecidos por la CNBV que aseguran la dispersión de riesgos en la composición de la cartera.

Las sociedades de inversión especializadas se auto regulan en su régimen de inversión y determinan sus políticas de inversión, adquisición y selección de valores de acuerdo con los prospectos de información al público inversionista, y con los límites dispuestos por la CNBV.

Las sociedades de inversión tienen prohibido:

- Emitir obligaciones.
- Hipotecar sus inmuebles.
- Dar en prenda los valores y documentos que constituyen sus activos.
- Otorgar garantías.
- Adquirir o vender sus acciones a precio distinto del que resulte de su valuación.
- Practicar operaciones activas de crédito, excepto préstamo de valores y reportos sobre valores gubernamentales o avalados por instituciones de crédito, de acuerdo a las disposiciones del Banco de México.
- Obtener préstamos o créditos, salvo los autorizados por la ley y de acuerdo con las disposiciones del Banco de México y de la CNBV.
- Adquirir el control de empresas, cuando se trate de sociedades de inversión comunes o de renta fija.

1.2.5.1 Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda.

Se conocen también como sociedades de inversión de renta fija. Las hay para personas físicas y morales, pueden ser diversificadas o especializadas, con liquidez o a plazo.

Operan con valores y documentos de renta fija, y las sociedades operadoras de este tipo determinan diariamente la asignación de utilidades o pérdidas netas entre los accionistas.

Sociedades de inversión en instrumentos de deuda para personas físicas y morales diversificada

- Por lo menos el 96% de su activo total está representado por efectivo y valores incluyendo cuentas por cobrar de ventas de valores al contado que no les han sido liquidadas.
- La inversión en valores de una misma emisora no debe exceder el 15% del activo total de la sociedad de inversión.
- La inversión en valores emitidos por una misma emisora no puede ser mayor al 30% del total de los valores emitidos por la emisora, lo cual también se aplica a valores a cargo de instituciones de crédito (emitidos, avalados o aceptados).
- La inversión en valores a cargo de empresas pertenecientes a un mismo grupo empresarial (tenedoras, subsidiarias y asociadas) no debe exceder en conjunto del 40% del activo de la sociedad de inversión.
- La inversión en títulos emitidos por el gobierno federal puede ser hasta el 100% del activo de la sociedad de inversión.
- La inversión en instrumentos a cargo de instituciones de crédito (emitidos, avalados o aceptados) puede ser en conjunto hasta el 100% del activo total de la sociedad de inversión.
- El porcentaje de inversión en valores a plazo de vencimiento menor a tres meses se indica en el prospecto de información al público.

1.2.5.2 Sociedades de Inversión Comunes

Operan con valores y documentos de renta variable y renta fija.

Son valores de renta variable las acciones, los certificados de aportación patrimonial y las obligaciones convertibles en estos mismos títulos.

Las sociedades de inversión comunes diversificadas están sujetas a:

- Por lo menos el 96% de su activo total está representado por efectivo y valores, incluyendo cuentas por cobrar de ventas de valores al contado que no les han sido liquidadas.
- La inversión en valores de renta variable no debe ser inferior al 30% del activo total.
- La inversión en obligaciones convertibles de emisoras no financieras no debe exceder el 15% del capital de la sociedad.

- La inversión en títulos opcionales (warrants) no debe ser en su conjunto mayor al 15% del activo total de la sociedad.
- La inversión en acciones representativas del capital social de una misma empresa no debe exceder el 30% de las emisiones de dicha empresa, lo que se aplica también tratándose de instrumentos de deuda a cargo de instituciones de crédito (emitidos, o avalados).
- La inversión en valores a cargo de empresas pertenecientes a un mismo grupo empresarial (tenedoras, subsidiarias y asociadas) no debe exceder en conjunto el 40% del activo total de la sociedad.
- La inversión en títulos emitidos por el gobierno federal puede ser hasta el 70% del activo de la sociedad de inversión.

1.2.5.3 Sociedades de Inversión de Capitales (SINCAS).

Para la sociedad de inversión de capitales es de suma importancia mantener una adecuada y sana diversificación de su cartera, de manera tal que no quede expuesta a riesgos susceptibles de producirse al mismo tiempo. Las inversiones que realice deberán sujetarse en todo caso a lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Inversión y a las reglas que determine la Comisión Nacional Bancaria y de Valores a través de sus circulares.

Los límites de inversión serán determinados por los siguientes porcentajes, los cuales se computarán a la fecha de adquisición de los valores respectivos:

- Hasta el 49% de su activo total podrá invertirse en acciones o partes sociales y, en su caso, obligaciones de una misma empresa promovida, pudiendo adquirir hasta la totalidad menos una de las acciones o partes sociales representativas del capital de una empresa promovida.
- Hasta el 25% de su activo total podrá invertirse en conjunto en obligaciones emitidas por empresas en las que la sociedad de inversión de capitales tenga una participación en acciones o partes sociales.
- Hasta el 20% de su activo total podrá invertirse en conjunto en acciones o partes sociales de empresas que fueron promovidas.
- Las sociedades de inversión de capitales no podrán invertir en empresas cuyas acciones estén inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, salvo en el caso en que la emisora haya sido una empresa promovida.
- Los recursos que no se encuentren invertidos en empresas promovidas y que se mantengan en efectivo, podrán destinarse para la adquisición de valores y documentos aprobados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para ser operados por sociedades de inversión en instrumentos de deuda, así como de acciones representativas del capital social variable de sociedades de inversión en instrumentos de deuda para personas morales.

- En el caso que una sociedad de inversión de capitales haya excedido los valores máximos de inversión aplicables, podrá solicitar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores autorización para mantener temporalmente el exceso correspondiente, la cual se otorgará con la limitante de que no se lleven a cabo nuevas adquisiciones del mismo activo.
- Cuando las acciones de una empresa promovida por alguna sociedad de inversión de capitales sean inscritas en las Secciones de Valores o Especial del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, dicha sociedad de inversión deberá presentar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para su aprobación, un programa de colocación de acciones, cuyo plazo en ningún caso podrá exceder cinco años, así como proceder a dar por terminado el contrato de promoción correspondiente una vez vencido el plazo del citado programa.

Se designa un Comité de Inversiones, el cual es responsable de tomar las decisiones acerca de la selección y compra de valores que integren su activo.

Se invertirá principalmente en aquellos sectores de la economía que parezcan más dinámicos, teniendo siempre en cuenta la oportunidad de la adquisición en cuanto a precio y no perdiendo de vista la diversificación adecuada que haga menos vulnerable la inversión total. Se evitará la inversión en valores que a juicio del Comité de Inversiones se consideren especulativos.

Las empresas promovidas son sociedades anónimas mexicanas que celebran contratos de promoción con una o varias sociedades de inversión de capital de riesgo. Las actividades de estas empresas están relacionadas preferentemente con el desarrollo económico y social del país (impulso a la tecnología, sustitución de importaciones, incremento de exportaciones, estímulo de proyectos industriales y turísticos, etc...).

1.2.5.4 Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión.

Las sociedades de inversión son administradas por sociedades operadoras que tienen por objeto la prestación de los servicios de administración, distribución y recompra de las acciones.

Las sociedades operadoras se constituyen como sociedades anónimas cuyos socios pueden ser casas de bolsa, instituciones de crédito, o personas físicas y morales que cumplan los requisitos señalados por la ley del mercado de valores.

1.2.5.5 Afores y Siefores

Además de las sociedades de inversión en instrumentos de deuda, comunes y de capitales, en el mercado de valores existe otro tipo de sociedades de inversión: las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro, en las que participan de manera exclusiva los trabajadores como accionistas.

Administradoras de Fondo para el Retiro (Afores).

Son entidades financieras constituidas por personas físicas o morales mexicanas o filiales de instituciones financieras del exterior que tienen como objetivo administrar cuentas individuales de los trabajadores, individualizar sus aportaciones y canalizar el ahorro a las Siefores.

Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefores).

Son entidades financieras que tienen como objeto canalizar el ahorro de los trabajadores hacia actividades productivas, la creación de infraestructura, la vivienda y la generación de empleos a través de la inversión en títulos de renta fija emitidos por el gobierno federal y empresas. Con ello se busca captar el ahorro interno del país y permitir que los recursos de los trabajadores accedan a mercados de mayor rentabilidad que garanticen en el futuro una pensión de retiro digna y suficiente.

Estas sociedades de inversión tienen prohibido canalizar los recursos a inversiones de alto riesgo, especulativas o hacia mercados extranjeros.

2. EL CAPITAL DE RIESGO

El capital de riesgo se incluye dentro de las inversiones alternativas o no tradicionales .

La inversión en este tipo de activos o fondos de inversiones alternativas, se definen como inversiones con un mayor grado de riesgo y poca liquidez, los cuales invierten en el capital de empresas que no cotizan en bolsa o que no tienen el tamaño suficiente para poderlo hacer.

La característica principal de este tipo de figura es financiar empresas que requieren recursos a largo plazo, ya sea para investigación y desarrollo, para compra de activos, proyectos en su etapa inicial, etcétera, mediante la compra de acciones regularmente en una oferta privada de acciones, posteriormente y después de un período de desarrollo y valor agregado de la misma, esta se vende por medio de una oferta privada o pública de acciones.

De manera general, los fondos de capital de riesgo captan recursos del público inversionista, gobiernos e instituciones que desean invertir sus recursos y obtener rendimientos en un largo plazo, una de las principales características que deben de tener en este tipo de activos. A su vez el fondo de capital de riesgo busca la mejor manera de invertir dichos recursos por lo que se buscan empresas y proyectos donde invertirlos, aportar valor agregado al proyecto, desarrollarlo y después venderlo en función de las políticas del fondo.

2.1. La inversión en fondos de capital de riesgo

La necesidad de muchas personas ya sean físicas o morales de diversificar y canalizar sus excedentes de recursos hacia inversiones que generen rendimientos que les permitan incrementar el valor de sus ahorros, permite identificar otras vías o instrumentos que vayan acorde con sus objetivos de inversión.

Los fondos de capital de riesgo se pueden formar con inversionistas institucionales e individuales. El perfil, el conocimiento y los objetivos de inversión de éstos deben ser homogéneas con el fin de que los resultados finales sean los esperados por cada uno de los inversionistas del fondo.

El invertir en un fondo de capital de riesgo, es reconocer que la liquidez será limitada ya que las inversiones en empresas y el tiempo de maduración de las mismas es de largo plazo y que el rendimiento esperado con relación a otro tipo de inversiones estará en función al mayor riesgo adquirido. De igual forma el inversionista en un fondo de capital de riesgo requiere de un horizonte de planeación a mediano y a largo plazo. Esta puede ser la característica mas importante.

Así pues, los inversionistas en un fondo de capital de riesgo pueden ser :

- Personas físicas y morales individuales
- Fondos de pensión
- Sociedades mutualistas
- Compañías de seguros
- Gobiernos estatales o federales
- Banca comercial
- Banca de fomento

2.2. La inversión de los recursos del fondo en empresas

Una vez que el fondo posee los recursos, éstos se destinan a empresas con potencial de desarrollo con necesidades de capital a mediano y largo plazo, por su naturaleza dichas empresas no pueden acceder a los mercados públicos de capital. De igual forma el financiamiento por medio de pasivos bancarios representan una carga financiera para sus proyectos, sobre todo cuando estas empresas ya se encuentran apalancadas y su estructura de capital limita obtener deuda adicional.

El fondo de capital de riesgo invierte en el capital de las empresas con estas características adquiriendo una parte del capital e inyectando recursos frescos para financiar su crecimiento, financiando proyectos en tecnología, investigación, etcétera, para posteriormente vender sus acciones mediante una oferta pública o privada de acciones, dependiendo si la empresa ya está lista para emitir acciones en un mercado público de valores.

Las empresas donde se invierten recursos, como ya se nombró, son aquellas que no tienen la capacidad de ingresar a mercados públicos de capital, no obstante, tienen otras características tales como, integrar a socios o dueños visionarios en el mercado que se encuentran, socios que conocen de los beneficios que se pueden adquirir de la institucionalización del capital, empresas que posean una organización capaz de administrar profesionalmente, además que posean productos y proyectos con el potencial para producir un rendimiento para los accionistas acordes al riesgo.

La importancia de un financiamiento adecuado para las empresas puede redundar en un mejor desempeño económico dentro de una sociedad.

Financiamiento mediante emisión de capital

El financiamiento para el crecimiento de un negocio puede ser por medio de utilidades retenidas, emisiones de capital y adquisición de deuda.

Las políticas de financiamiento de las empresas pueden variar dependiendo de sus necesidades, de la agresividad de sus administradores, la percepción del riesgo, el tipo de economía, el tipo de mercado, disposiciones legales y fiscales.

Cada uno de los tipos de financiamientos tienen sus propias características con sus ventajas y desventajas, pero se remarcarán las ventajas del financiamiento de capital, sobre todo para empresas pequeñas y medianas.

Al invertir en capital social de la empresa :

- No se tienen presiones por pago de intereses.
- Se está menos vulnerable a los cambios en las tasas de interés del mercado sobretodo en economías de alta volatilidad
- La administración del negocio se puede concentrar más en el aspecto operativo y de mercado que en lo financiero
- Los objetivos no están supeditados al corto plazo
- La maduración de los proyectos se pueden llevar a cabo respecto a su planeación, sin la necesidad del refinanciamiento

Desventajas

- Dilusión de los accionistas, sentimiento o pérdida de control
- Rechazo a invitar a extraños en la administración de la empresa
- La institucionalización del negocio impide que los accionistas se lleven todas la utilidades del negocio.

Como podemos ver, los beneficios que puede recibir una empresa cuando emite capital en una economía como la nuestra son de gran utilidad para su crecimiento y supervivencia en el mercado, dado que la vulnerabilidad de la empresa debe estar influida más en los aspectos operativos y de mercado que en los financieros.

El costo de emitir capital es para los accionistas, sin embargo, la entrada de nuevo capital a la empresa mejorará el nivel de las utilidades, una vez que la empresa logra mejorar su estructura financiera; consolidar su crecimiento y generar un mayor nivel de utilidades, los objetivos del capital de riesgo se habrán cumplido.

La salida de la inversión se llevará a cabo principalmente a través del Mercado de Valores. En el caso de que las condiciones de este mercado no permita llevar a cabo una oferta pública de acciones, se establecen una serie de mecanismos para la re compra de acciones, pudiendo lo accionistas originales re comprar en primer término las acciones de la empresa.

La salida al Mercado de Valores tiene como beneficios:

- Lograr un mayor valor de capitalización de la empresa
- Lograr liquidez para los accionistas
- Participar en el fortalecimiento del mercado de valores

Un obstáculo importante para los fondos de capital de riesgo es la puesta en venta de las acciones de la empresa donde se invirtió dado que si esta todavía no alcanza el tamaño para la cotización en mercados públicos de capital el proceso es un poco más lento.

2.3. Obstáculos en la inversión de Capital de Riesgo¹

La falta de cultura de inversión, el riesgo que se percibe y la falta de liquidez en una inversión de este tipo son los principales obstáculos. Además como ya se ha comentado las empresas donde se invierten los recursos son aquellas que no tienen acceso a los mercados públicos de capital por lo que los esquemas de salida para un fondo de capital de riesgo se hace más difícil.

El riesgo, por supuesto, es el factor principal del mercado de inversiones alternativas, en este caso los fondos de capital de riesgo. Las empresas donde se invierten recursos de estos fondos pagan un premio mayor para compensar a los inversionistas el riesgo que toman y la falta de liquidez que en otros mercados de inversión.

2.4. Crecimiento en Inversiones Alternativas

Como ya se definió al principio de este capítulo, las inversiones alternativas están definidas como inversiones privadas, no tradicionales e ilíquidas.

Los más grandes fondos de pensiones, jubilaciones en los E.U. y Canadá, tienen efectivo destinado a Inversiones Alternativas (capital privado) de casi \$70 billones en 1995 (con un 92% de crecimiento desde 1992). Las inversiones alternativas compuestas de un promedio de 5.5% del total de activos de fondos que asignan dólares a este tipo de activos fue de hasta el 3.6% en 1992. Fondos públicos y privados representaron más de 86% del total de participación en inversiones alternativas, mientras que las pensiones y jubilaciones, los cuales aportan un porcentaje mayor de su total de activos que otros fondos tuvieron una participación muy pequeña en total de dólares aportados.

El interés del capital privado internacional, ha crecido considerablemente y es identificado como la alternativa más atractiva de inversión en un futuro no muy lejano. La habilidad de Inversiones Alternativas de crear más inversiones tradicionales es básicamente la razón de participar en éste tipo de activos, el riesgo evidente y la falta de liquidez, son las principales desventajas existentes.

Debido al dinamismo de la economía estadounidense y el crecimiento de la demanda de capital a lo largo del mundo, se puede decir que las inversiones alternativas serán una parte importante del mercado de capitales.

Para muchos de los fondos de pensiones, los activos alternativos, están recibiendo gran atención. Entre 1992 y 1995 el flujo de efectivo hacia inversiones de capital privado,

¹ Growth in Alternatives Investments, Thomas J. Healey and Donald J. Hardy, Financial Analyst Journal, July/Agust, 1997.

principalmente compras apalancadas y **capital de riesgo** aumentaron en gran proporción. Los más grandes fondos en los E.U y Canadá en 1995 tenían un total de casi \$70 billones de dls. registrándose un 92% de incremento desde 1992.

También, por primera vez,, gerentes de fondos de pensión comenzaron a dirigir recursos a inversiones de capital privado en el ámbito internacional. Y como es de esperarse la anticipación de altos rendimientos es el punto crítico de dichas estrategias.

Estos hechos, fueron obtenidos de la Investigación de Inversiones Alternativas en Fondos de Pensión, Pensiones y Jubilaciones en 1995 realizada por Goldman, Sachs & Co. y Frank Russell Capital, el cual es el marco de referencia para la revisión del crecimiento de éste tipo de activos.

Los fondos investigados incluyeron prácticamente todos los fondos de pensión y fundaciones con activos de más de \$3 billones y se seleccionó fondos con activos entre \$500 millones y \$3 billones. En total; 204 fondos respondieron a la encuesta.

2.4.1. Importancia y Crecimiento en E.U. y Canadá

El índice de crecimiento anual de Inversiones Alternativas fue de más de 24% de 1992 a 1995, el cual aumentó 4 puntos considerando el crecimiento del 20% registrado de 1986 a 1992. Lo destinado a Inversiones Alternativas ha incrementado \$11 billones anualmente de 1992 a 1995 (un total de 92% de incremento) comparado con los \$5 billones obtenidos anualmente en el período 1990-1992 y solamente \$3 billones en los 4 años anteriores a 1990.

Prácticamente todo este crecimiento proviene de fondos de inversiones alternativas ya existentes. Los principales Inversionistas Alternativos incluyen fondos públicos (\$32 billones), fondos corporativos(\$27.2 billones) y donativos/fundaciones (8.6 billones).

En 1995, las inversiones alternativas formaban parte de un promedio de 5.5% del total de activos de fondos que destinaban dólares a éste tipo de activos, hasta un 3.6% en 1992. El porcentaje promedio de colocación de fondos participantes fue de 6.2% del total de activos. La asignación a inversiones alternativas sobrepasó la de bienes raíces en la cual se registró un 3% del total de activos en 1995 con 4% más bajo que en 1992.

Cerca de un 11% las donaciones y fundaciones registraron el porcentaje más alto del total de sus activos en inversiones alternativas. Los fondos corporativos con 6.7% y fondos públicos en 4.3%. La razón de esta disparidad es que los donativos/fundaciones tienen un horizonte de planeación a largo plazo característica apropiada para la inversión en activos con poca liquidez. Adicionalmente estas instituciones tienen consejos administrativos que incluyen a exitosos empresarios e inversionistas expertos que se encuentran más cerca de la red de capitales de riesgo y toman más fácilmente las

decisiones y en un margen de tiempo menor, donde pueden aprovechar oportunidades de invertir en capital de riesgo.

Hoy en día las inversiones en capital privado en Estados Unidos supera los 100 billones de dólares y está compitiendo de manera importante con el financiamiento que proporciona la banca comercial.

En lo que respecta al mercado internacional las posibles inversiones que pueden realizar los fondos de inversiones alternativas en países ajenos a su origen, llamados capitales internacionales privados, han crecido, así como los tratados económicos, políticos tanto como la continúa globalización de los mercados financieros, ofrecen buenas razones para creer que las inversiones en capitales privados internacionales continúe creciendo.

De igual forma lo sucedido en la economía mexicana en 1995, así como en las economías asiáticas y sus consecuencias son señales de que los mercados financieros internacionales poseen riesgos significantes, especialmente para los inversionistas con visión de corto plazo.

2.5. Participantes en el Capital de Riesgo

En el mercado de capital de riesgo se encuentran las empresas pequeñas y medianas con alto potencial de crecimiento que necesitan atraer inversionistas para financiar su desarrollo. Este crecimiento debe ser suficiente para otorgar al inversionista un rendimiento superior al de instrumentos tradicionales de inversión dado el riesgo.

Las empresas que son potenciales para recibir recursos de un fondo de capital de riesgo requieren contar con proyectos de crecimiento lo suficientemente atractivos en lo que respecta al mercado donde se encuentran, flujos futuros, con el fin de que el o los fondos pongan atención en el negocio.

Igualmente los accionistas de tales empresas requieren de entender que la dilución de su participación en el capital llevará a adquirir más beneficios para la empresa.

Por otro lado los inversionistas potenciales necesitan encontrar empresas prospecto y las empresas requieren de acceso a los inversionistas potenciales. En otras palabras, hay necesidades de que haya un mercado con cierta eficiencia para que las empresas se encuentran en posición de atraer el financiamiento de capital necesario para promover y sostener un crecimiento.

Las principales fuentes de capital son dos: Una institucional, la otra no institucional. La primera son instituciones, regularmente fondos de capital de riesgo, en el caso de México SINCAS. En Estados Unidos estos fondos de capital de riesgo, mas de 500, manejan un portafolio total de 100 mil millones de dólares en 1997. Los fondos se encuentran listados en directorios tales como *Pratt's Guide to Venture Capital Sources*.

Por otro lado se encuentra la otra fuente de capital menos visible² que son los inversionistas individuales o "business angels". Estos individuos con grandes fortunas no se encuentran listados en algún directorio, ni acuden a otro tipo de publicidad. La falta de visibilidad no significa, de cualquier manera, falta de importancia en el financiamiento de capital. En Estados Unidos, esta clase de inversionistas representan un gran porcentaje en la inversión hacia pequeñas empresas, sobre todo aquellas que empiezan operaciones. La característica principal de estos inversionistas es que la cantidad de dinero que invierten es mucho menor que el mínimo aceptable en un fondo de capital de riesgo.

En México los Inversionistas individuales son muy pocos o simplemente están menos identificados que en E.U.A. La figura principal de fuente de capital para empresas pequeñas y medianas son las SINCAS. Aunque existen instituciones financieras como Nafin, y algunos bancos que invierten en el capital de ciertos proyectos. Esta práctica es muy reducida.

² Informal Venture Capital, Evaluating the impact of Business Services, Edited by Richard T. Harrison and Colin M. Mason, Prentice Hall.

2.5.1. Ineficiencias del Mercado de Capital de Riesgo

Una frecuente ineficiencia del mercado de capital de riesgo es la distancia entre las necesidades de aquellos que buscan capital y los requerimientos de aquellos que desean proveer capital³⁴. Específicamente, los requerimientos de capital de muchas empresas pequeñas se dice ser muy pequeño, demasiado ilíquido y/o demasiado riesgoso para comprometer recursos de algunos fondos de capital de riesgo y otras instituciones ; pero es demasiado para los dueños de la pequeña empresa y sus familias.

Otra ineficiencia de este mercado se localiza cuando los mecanismos del mercado fallan para juntar a los voluntariosos inversionistas potenciales y a los empresarios emprendedores y visionarios, u opera demasiado lento. La eficiencia del mercado depende del libre y flujo a tiempo de la información acerca de las fuentes de financiamiento y acerca de las oportunidades de inversión.

En el caso de México, además de estas deficiencias existen otras como excesivas regulaciones, un mercado inmaduro, una filosofía de inversión diferente, falta de información, etcétera. Estas deficiencias se analizarán más adelante.

³ Obermayer, J.H. (1983) *The Capital Crunch: Small High Technology companies and national objectives during a period of severe debt and equity shortages*, Cambridge MA: Research an Planning Inc.

⁴ Wilson, I.G. (1984) *Financing High Growth Companies in New Hampshire*, Concord, NH.

3. EL CAPITAL DE RIESGO EN MÉXICO

El capital de riesgo en México está representado por las Sociedades de Inversión de Capitales (SINCAS), las cuales poseen algunas características de funcionamiento de los fondos en inversiones privadas o de capital de riesgo en otros países. La normatividad que tienen las SINCAS en México es diferente a otros países, en el presente capítulo se hablarán de las principales características de las SINCAS, su funcionamiento, su historia y crecimiento, así como su normatividad, de igual forma se describirán algunas de las funciones de las sociedades operadoras de SINCAS.

3.1. Sociedades de Inversión de Capitales

¿QUÉ ES UNA SINCA ?

Las SINCAS son sociedades de inversión que invierten en el capital social de empresas pequeñas o medianas aportando recursos para desarrollar proyectos, brindando a su vez asesoría técnica, administrativa y financiera para diversificar su mercado, mejorar su estructura financiera, etcétera.

Las Sociedades de Inversión de Capitales son una figura jurídica que fomenta y regula la formación de empresas a través del capital de riesgo, el cual está llamado a desempeñar un papel de primera importancia para que la estructura financiera de las empresas sea más sólida, de igual forma, propiciar que un mayor número de accionistas participen en la propiedad y administración de la empresa.

Este instrumento permite a los empresarios y líderes de proyectos, coinvertir con los inversionistas en las mismas condiciones y bajo la premisa que el esfuerzo conjunto reditúa mayores beneficios.

De igual forma las SINCAS en México fueron creadas para superar la insuficiencia de capital de riesgo y la falta de mecanismos adecuados para su generación y canalización, así, este instrumento puede ser una pieza esencial para promover y financiar la inversión.

Las SINCAS pueden obtener recursos colocando acciones entre inversionistas particulares, mismos que se invierten en documentos emitidos por empresas que requieren de capital a mediano y largo plazo. No obstante, no es la única forma de fondeo para las SINCAS, este puede provenir de instituciones de fomento (por lo regular banca de desarrollo), gobiernos de los estados, organismos internacionales, BID, Banco Mundial, etcétera. Otro medio pueden ser los fondos de pensión que tienen recursos con vencimientos a largo plazo, esta forma de fondeo no se ha puesto en práctica en México, sin embargo es una importante posibilidad en el futuro.

A las empresas donde invierten las SINCAS se les llama regularmente, empresas promovidas teniendo como objetivo completar el ciclo de compra, desarrollo y venta.

3.2 Historia y Crecimiento

Las sociedades de inversión surgen en México con la ley de Sociedades de Inversión en 1950, como sociedades cerradas de renta variable. En 1955 se reformó la ley para fomentar la creación de las de renta fija.

El desarrollo de las Sociedades de Inversión se dió con las reformas de ley de 1980 cuando se modificó su marco regulatorio, autorizándoles la recompra de sus propias acciones para otorgar liquidez a sus inversionistas.

En 1985, la Ley de Sociedades de Inversión incorpora a las Sociedades de Inversión de Capital de Riesgo (SICARIS) sin obtener resultados, lo cual origina las reformas de 1986 cuando se define a las Sociedades de Inversión de Capitales (SINCAS) para para promover con capital de riesgo a la planta productiva y revertir de esta forma la dependencia excesiva del crédito.

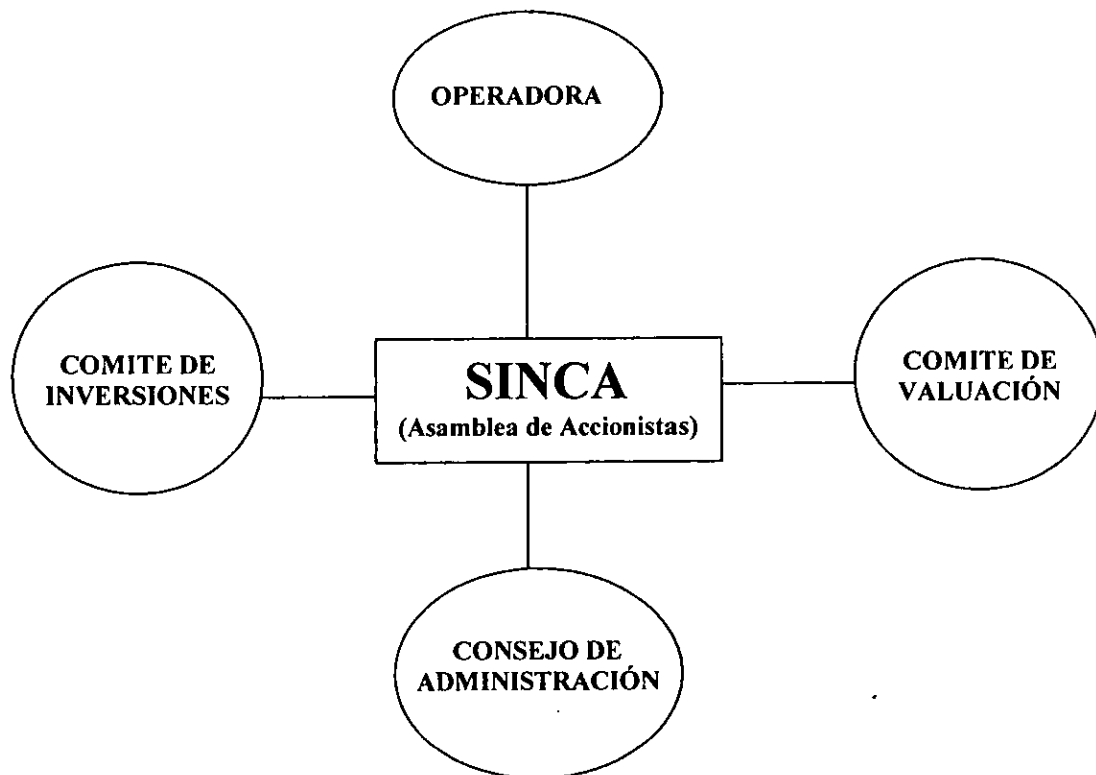
El crecimiento de las SINCAS en México ha sido muy variable de acuerdo con los registros de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), en 1987 inicia operaciones la primera SINCA, en 1988 existían 12 SINCAS en operación, y para 1993 existían en operación 58 SINCAS. Sin embargo, en los últimos años se ha venido reduciendo el número de SINCAS y a Diciembre de 1999 solo existían sólo 36 en operación.

3.3 Características de las SINCAS

3.3.1 Funcionamiento

Las SINCAS no cuentan con empleados o estructura administrativa por lo que deben apoyarse en los servicios de una **Sociedad Operadora**, que puede ser una casa de bolsa, una institución de crédito o una sociedad operadora independiente, las cuales deben de ser autorizadas por la CNBV. La sociedad operadora, como se verá más adelante, es la encargada de promover, administrar y de distribuir las acciones de la SINCA. Detecta oportunidades de inversión evaluando la factibilidad económica, técnica y financiera de todo tipo de proyectos. Cumple con las obligaciones fiscales ante la SHCP y de la información ante la CNBV; de igual forma proporciona asistencia técnica a las empresas promovidas.

A continuación se presenta un esquema de los órganos que intervienen en su funcionamiento.



- Asamblea de Accionistas

Es el órgano supremo de la sociedad, que puede acordar ratificar o revocar todos los actos y operaciones de ésta, sus soluciones serán cumplidas por la persona o personas que ella misma designe o a falta de designación por el consejo de administración. Entre otras facultades puede nombrar a diferentes órganos que componen la sociedad de inversión.

- Consejo de Administración

Es el segundo órgano en importancia. Lleva a cabo la administración y representación de la sociedad. Su actividad está apoyada en órganos a nivel staff (Comité de Inversión y Comité de Valuación) y en una sociedad independiente denominada Operadora cuya principal actividad es la administración de los activos de la SINCA.

- Comité de Inversión

Es el órgano encargado de estudiar, evaluar la viabilidad de proyectos de inversión, y autorizar las inversiones y venta de las empresas promovidas. Puede estar integrado por los socios propietarios de las acciones del capital fijo o por terceros.

- Comité de Valuación

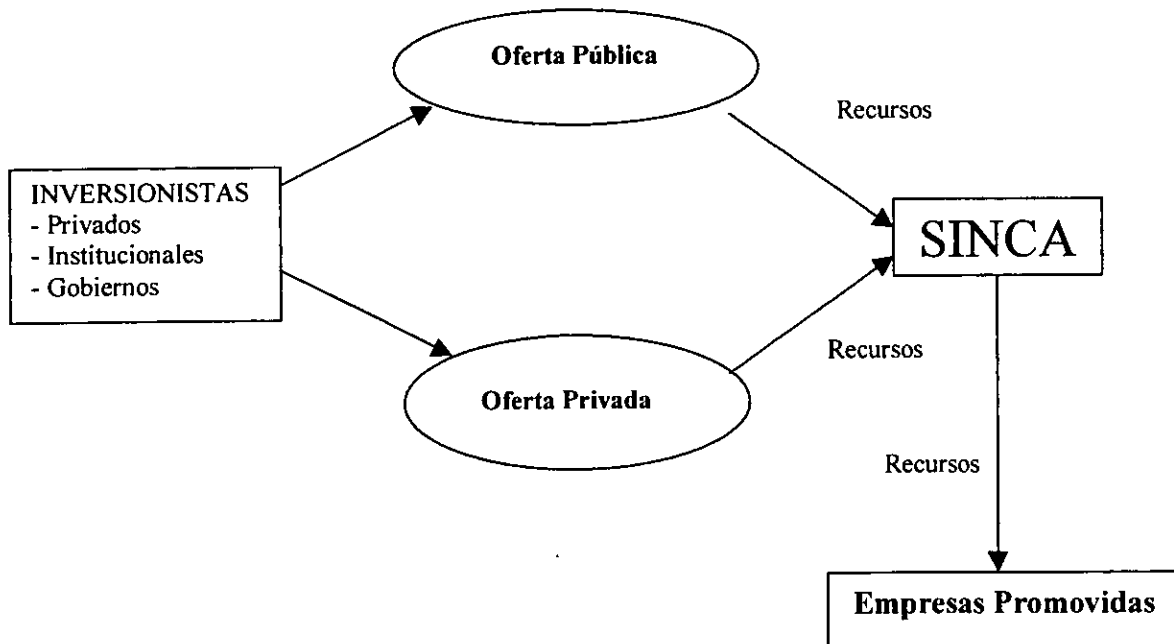
Es el órgano encargado de valorar los activos de las SINCAS. También determina el precio de las acciones de la sociedad de manera trimestral pudiendo ser superior o inferior al valor de adquisición o contable de las empresas promovidas.

3.3.2 Inversionistas de la SINCA

Como vimos en el capítulo 2, los inversionistas de un fondo pueden ser inversionistas privados, institucionales y hasta el mismo gobierno, sea estatal o federal.

En México, una SINCA puede recibir recursos de los inversionistas citados por medio del mercado público de valores mediante colocaciones de capital con una oferta primaria de acciones, de igual forma puede recibir recursos mediante emisiones privadas de capital.

Otra forma de captar recursos de una SINCA es mediante la emisión de obligaciones, no obstante son casos demasiado especiales y particulares.



El medio por el cual se han formado las SINCAS en México ha sido mediante una oferta privada de acciones, donde un grupo de inversionistas se reúnen y forman una sociedad que da origen al fondo. Las únicas SINCAS que han hecho una oferta pública de acciones, desde que existe este tipo de figura en México, son: Unión de Capitales (UNICA), PROCORP, y Fondo de Optimización de Capitales (FOCAP). Actualmente las acciones de dichas SINCAS tienen un volumen muy bajo de operación en el mercado secundario de la BMV.

Ya conocemos algunas ventajas que se tienen cuando una empresa cotiza sus acciones en un mercado público de valores, principalmente porque esta adquiere cierto status que la cataloga como una empresa institucional, además de contar con una mayor facilidad de adquirir recursos adicionales mediante la emisión de deuda o de capital con el fin de financiar sus respectivos proyectos.

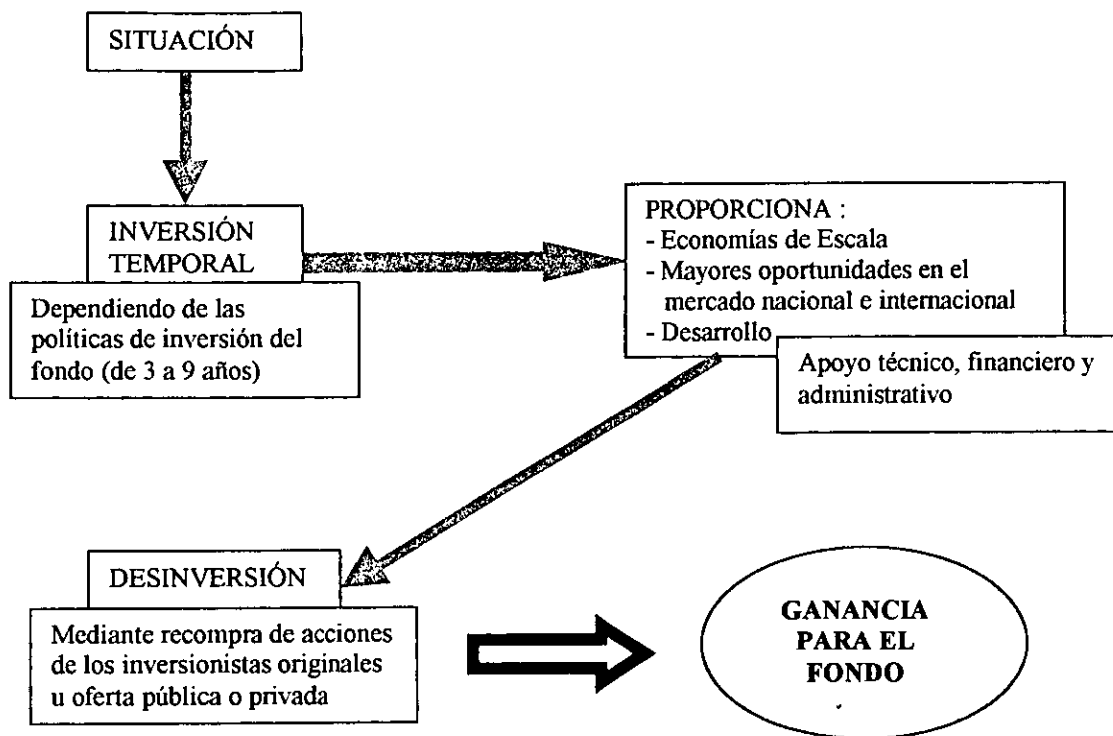
El mercado secundario juega un papel importante en la bursatilización que pueda tener la acción de una emisora, si las acciones de una ésta le interesan al público inversionista, dicha acción tendrá un alto volumen de compra o de venta, ofreciéndole a la empresa la oportunidad de hacer una nueva emisión primaria de capital cuando considere que el precio de la acción es lo bastante bueno para adquirir los recursos suficientes con el mínimo de dilusión de los accionistas.

Se supone que el mercado secundario de valores es un termómetro que le indica al mercado el posible valor que tiene una emisora, sin embargo, en México este mercado se encuentra altamente manipulado y demasiado inmaduro para dar el verdadero valor de una empresa, sobre todo para aquellas que no tienen un alto volumen de compra y venta.

Las SINCAS que actualmente cotizan en bolsa tienen un bajo o casi nulo volumen de operación, además de que el precio de sus respectivas acciones han disminuido al punto en que el valor de mercado del fondo es mucho menor a su valor contable. Esto indica que el valor de mercado de la acción de un fondo de capital de riesgo en México es poco representativo. En estas condiciones una Sociedad de Inversión de Capital no está dispuesta a realizar una oferta pública de acciones. Las razones de la poca aceptación del público inversionista se analizará más adelante.

3.3.3 Utilización de los recursos de una SINCA

Los recursos con los que cuenta el fondo son destinados a las empresas que se piensan promover, dichos recursos se destinan con el objetivo final para los accionistas del fondo de obtener los mejores rendimientos dado el riesgo en que se incurre.



El esquema nos muestra en una forma general el proceso de inversión y de desinversión de un fondo, donde analiza la situación en que se encuentra el activo en donde se va a invertir, si la decisión es invertir se mantiene la inversión durante un período que puede variar dependiendo de las políticas de inversión del fondo, durante este tiempo el fondo por medio de su operadora proporciona a la empresa asesoría administrativa, financiera, además de establecer una vigilancia sobre el funcionamiento de la empresa promovida.

El tema de la empresa promovida será retomado en el capítulo 4.

3.3.4 Normatividad

3.3.4.1 De la Valuación

La SINCA designa al Comité de Valuación el cual valúa las acciones que emiten éstas sujetándose a los siguientes requisitos :

1. Las personas físicas o morales que integren el Comité deberán ser independientes de la sociedad y ser personas de reconocida competencia en materia de valores.

2. La CNBV podrá vetar las designaciones de las personas que integren el Comité de Valuación.
3. El Comité levantará actas de las juntas que celebren con motivo del cumplimiento de sus funciones y darán a la CNBV copia de las actas que ésta requiera, así como cualquier otra información que se les solicite.

Las funciones del Comité es observar las reglas de valuación de las acciones representativas del capital de las SINCAS.

A). Valuación de las acciones representativas del capital :

1. El precio de la valuación resulta de dividir entre el número de acciones en circulación representativas del capital de la sociedad el importe de los valores y documentos de que sea propietaria la sociedad, determinándose conforme a la disposición segunda de la ley de sociedades de inversión (LSI) art. 13, agregando los demás activos, y restar a la cantidad resultante de todos los pasivos.
2. Las valuaciones deberán llevarse a cabo cada tres meses o antes si se producen hechos o actos que el Comité de Valuación considere que harán variar el precio de la valuación anterior de manera significativa.
3. El precio de la valuación deberá publicarse cuando menos en un periódico de circulación nacional junto con los estados trimestrales de contabilidad de la sociedad.

B) Valuación de las acciones que se emiten :

De conformidad con lo señalado en la fracción IV del Artículo 13 de la Ley de Sociedades de Inversión, las acciones emitidas por la sociedad serán valuadas por un Comité de Valuación al efecto designado, que se sujetará a las disposiciones de la Ley de Sociedades de Inversión y a las de las circulares emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Nueva Circular (12-28)

La circular emitida por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores publicada en el diario oficial de la federación el 13 de Julio de 1998 dio a conocer las nuevas disposiciones de carácter general relativas a las sociedades de inversión de capitales.

En relación a la valuación, el importe de las acciones, partes sociales, obligaciones, demás valores y documentos de que sean propietarias las Sociedades de Inversión de Capitales, se determinará conforme a las siguientes reglas:

1. Tratándose de valores que coticen en bolsa, se utilizará el precio actualizado para valuación que de a conocer la bolsa respectiva.
2. Las inversiones en acciones o partes sociales de empresas promovidas o que fueron sus promovidas, no cotizadas en bolsa, deberán valuarse a través del método de participación, es decir al valor neto en libros a la fecha de la compra, agregando o deduciendo la parte proporcional posterior a la compra, de las utilidades netas o

pérdidas de las cuentas de capital contable. El resultado neto generado por dichas empresas deberá reconocerse en el estado de resultados de las sociedades de inversión de capitales.

3. En el caso de obligaciones de empresas promovidas o que fueron sus promovidas que no coticen en bolsa y que estén al corriente en el pago de intereses y amortización, se deberá considerar el costo de adquisición más los intereses devengados a la fecha de valuación; y cuando no estén al corriente en el pago de intereses y/o amortización, se considerará el que resulte menor entre el costo de adquisición, el valor contable y el valor de recuperación que determine el comité de valuación de la propia sociedad de inversión de capitales.
4. La valuación deberá llevarse a cabo trimestralmente, en los cierres correspondientes a los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año o antes si se producen actos, hechos o acontecimientos que hagan variar significativamente la valuación vigente.

3.3.4.2 Régimen de Inversión

El régimen de inversión de las SINCAS se encuentra establecido por la Ley de Sociedades de Inversión (LSI), así como las disposiciones de carácter general emitidas por la CNBV oyendo la opinión del Banco de México y que consideran los siguientes puntos :

1. Las características genéricas de las empresas en que podrá invertirse el activo total de las SINCAS, a las que se conocerá como empresas promovidas.
2. El porcentaje máximo del activo total de las sociedades de inversión de capital que podrá invertirse en acciones de una empresa promovida.
3. El porcentaje máximo del activo total de las SINCAS que podrá emitirse en obligaciones emitidas por una o varias empresas promovidas.
4. El porcentaje máximo de los activos totales de la SINCA podrá invertirse en acciones emitidas por empresas que fueron promovidas por dicha sociedad de inversión.

3.3.4.3 Integración del capital social de las SINCAS

El capital social se integra de la siguiente manera :

1. Capital fijo sin derecho a retiro, aportado inicialmente por los socios fundadores denominado capital semilla, el cual representa el 10% del capital autorizado.
2. Capital variable, corresponde al 90% del capital autorizado y podrá ser adquirido por terceros, incluyendo a los socios fundadores. Las acciones representativas de esta parte del capital se mantiene en la tesorería de la SINCA mientras no sean colocadas entre el público inversionista.

El capital autorizado de una SINCA que ya ha sido colocado, se denomina capital exhibido. El capital mínimo pagado no debe ser inferior a la cantidad de \$100,000, o la correspondiente al 10% del capital social autorizado, si esta proporción resulta, en monto, superior al señalado.

3.3.4.4 La Contabilidad, Inspección y Vigilancia de la SINCA

Las cuentas que deben llevar las Sociedades de Inversión de Capitales, se ajustarán estrictamente al catálogo que al efecto autorice la CNBV. Las SINCAS deberán llevar el sistema de contabilidad que previene el código de comercio y los registros auxiliares que ordene la CNBV.

La SINCA debe de publicar en un periódico de circulación nacional el estado trimestral de la contabilidad y sus estados financieros anuales, formulados de acuerdo con las reglas de agrupación de cuentas establecidas por la CNBV, ello deberá cuidar que revele la situación verdadera de la posición financiera de la SINCA.

3.3.4.5. Inversión Extranjera

La inversión extranjera en las SINCAS se regula a través de la resolución general número 3 del reglamento de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera, que aparece publicada en el diario oficial de la federación con fecha 9 de agosto de 1990 y en el que quedan establecidos los porcentajes de inversión foránea en el capital social de las sociedades de inversión.

La porción fija del capital corresponde a la regulación general de 51% de inversión nacional y 49% de inversión extranjera, salvo que la Comisión Nacional de Inversión Extranjera (CNIE) autorice a esta última una participación porcentual mas elevada.

3.3.4.6 Régimen Fiscal

El régimen fiscal de las SINCAS se fundamenta en cada una de las leyes siguientes :

- Ley del Impuesto Sobre la Renta. (LISR)
- Ley del Impuesto al Activo, (LIA)
- Ley del Impuesto al Valor Agregado, (LIVA)
- Código Fiscal de la Federación, (CFF).

3.3.4.6.1 Impuesto Sobre la Renta (ISR)

Las SINCAS podrán optar por acumular los intereses y la ganancia inflacionaria acumulables, así como las ganancias por enajenación de acciones que obtengan, hasta el ejercicio en que se distribuyan en efectivo como utilidades entre los accionistas. Las sociedades que ejerzan la opción mencionada, deducirán en dicho ejercicio los intereses y la pérdida inflacionaria, así como la pérdida por enajenación de acciones. Dicho diferimiento del pago de impuestos permite la capitalización de la sociedad.

Las ganancias producidas por la venta de acciones de SINCAS para personas morales y físicas son acumulables para el pago de impuestos, sin embargo las ganancias obtenidas en

la venta de acciones a través de bolsa para personas físicas no es ingreso acumulable para el pago de impuestos, ya que se considera ganancia de capital.

3.3.4.6.2. Impuesto al Activo (IA)

Aquellos activos de las SINCAS que estén invertidos en empresas promovidas no estarán sujetos al pago de impuesto al activo del 1.8% pero los demás activos si estarán sujetos al pago de éste.

3.3.4.6.3. Impuesto al Valor Agregado (IVA)

El IVA trasladado a la SINCA no será acreditable y se le dará tratamiento de cargo.

3.4 Sociedad Operadora de las SINCAS¹

De acuerdo con el artículo 28 de la LSI, el objeto de una sociedad Operadora de Sociedades de Inversión (SOSI) es la prestación de servicios de administración a las Sociedades de Inversión de Capitales.

Desde un punto de vista formal, el mismo texto de la ley limita el involucramiento de una SOSI en otras actividades. Esta disposición sin duda se originó con el interés de permitir concentrar la total atención de la SOSI en el manejo de la SINCA, en busca de optimizar los rendimientos de ésta.

Debido al bajo nivel de capitalización, en la práctica se ha encontrado que se limita las posibilidades de que las SINCAS independientes puedan contar con una administración de alto nivel que optimice resultados. El problema radica en que el costo fijo de una administración especializada reduce fuertemente el rendimiento del fondo, incluso en los casos en que los rendimientos de las operaciones realizadas por la SINCA hayan sido muy atractivas.

Ante este hecho, se ha encontrado apertura por parte de las autoridades competentes para que las SOSIS independientes, que en la actualidad se dedican exclusivamente a la administración de una SINCA puedan realizar actividades complementarias que les proporcionen ingresos adicionales, y así contar con una administración calificada cuyo costo no dependa únicamente de la SINCA.

Algunas de estas actividades pueden ser :

1. Prestar servicios de administración a más de una SINCA.
2. Prestar servicios de asesoría a las empresas promovidas por una SINCA.
3. Prestar servicios de asesoría a terceros.
4. Actuar como sociedad operadora de sociedades de inversión de renta fija y variable.
5. Actuar como sociedad operadora de fondos de inversión constituidos en el extranjero

¹ Primer Encuentro Nacional de Sociedades de Inversión de Capital, Memorias, Nacional Financiera, Tuxtla Gutierrez, Junio 1991.

Sobre cada una de las actividades mencionadas se pueden realizar los siguientes comentarios :

1. La prestación de servicios de administración a más de una SINCA, ella permite el logro de economías de escala en renglones como personal, sistemas, etc. de mayor importancia es el hecho de que en la actualidad existen SINCAS que carecen de una administración activa, ya sea por no contar con una SOSI o por que dicha SOSI no es operada debidamente. En ambos casos, la administración de la SINCA se limita a revisiones periódicas por parte de su consejo.

En vista de que esta carencia de administración se origina en muchos casos porque los limitados recursos de la SINCA la hacen insostenible, se considera que los resultados de la SINCA podrán mejorar en la medida que exista un cuerpo que ejecute en forma continua las decisiones del consejo, a un costo que no resulte muy alto.

Esta medida contribuye también a eficientar a las SOSIS, al hacer que aquellas que vayan mostrando una mayor eficiencia administren una cantidad cada vez mayor de recursos.

La medida coadyuva también a una mayor captación de recursos del público al poder las SOSIS promover la creación de diferentes SINCAS especializadas que se ajusten a los requisitos específicos de determinados grupos de inversionistas.

Sin embargo puede existir conflictos entre los accionistas de las SINCAS a las que opera la misma SOSI, ya que puede interpretarse como favoritismo hacia una SINCA en especial.

2. La prestación de servicios de asesoría a las empresas promovidas por la SINCA, en forma adicional a aquellos servicios proporcionados conforme al contrato de operación, permitiría el mejor aprovechamiento de la capacidad del personal de la SOSI, que en muchos casos cuenta con amplia experiencia en los ramos financiero, industrial comercial y de consultoría, etcétera

Se debe establecer como política que dichos servicios deberán ser proporcionados en igualdad de condiciones con el mercado. Los servicios de asesoría son en muchos casos proporcionados por externos que a lo sumo cuentan con aptitudes similares a las de los integrantes de las SOSIS. Al proporcionar los servicios de asesoría, la SOSI podrá sufragar mejor sus costos sin una repercusión en el rendimiento de la SINCA. Ni una disminución en la calidad del servicio recibido por la promovida, que por el contrario podrá mejorarse en vista del conocimiento que la SOSI tiene de la SINCA.

3. La prestación de servicios de asesoría a terceros, se fundamenta con los mismos argumentos básicos ya detallados en el párrafo anterior.

Cabe señalar que en el curso de la administración de una SINCA, la SOSI evalúa un alto número de proyectos en relación con aquellos en los que el capital de la SINCA es finalmente invertido. En muchos casos la SINCA decide no participar en proyectos atractivos en virtud de que éstos se apartan de sus parámetros en cuanto a giro, zona

geográfica, tamaño, perfil, riesgo-rendimiento, etc. Sin embargo, la capacidad de una SOSI para evaluar proyectos, así como su red de contactos que da acceso a un buen número de inversionistas potenciales, son elementos que le permitirán vender sus servicios a los promotores del proyecto o a los mismos inversionistas potenciales, en aquellos casos en que la SINCA haya decidido previamente no participar en el proyecto.

4. En cuanto al poder operar sociedades de inversión de renta fija y de renta variable, cabe señalar que en muchos aspectos existen similitudes en el manejo de dichas sociedades y de una SINCA, por lo que esta actividad permitirá aprovechar una curva de experiencia. La capacidad de la SOSI para evaluar proyectos y el panorama económico, es transformable en capacidad de análisis de aquellas empresas que componen el mercado.
5. Respecto a operar fondos de inversión constituidos en el extranjero, cabe señalar que en este caso la independencia es una característica altamente valuada por intermediarios extranjeros cuando buscan un operador mexicano para un nuevo fondo de valores mexicano constituido en el exterior. En vista de que algunas SOSIS probablemente resultan la mejor alternativa independiente de asesoría en inversiones, el que se les permita realizar esta actividad facilitará la creación de fondos mexicanos en el extranjero y ello puede llevar a un mayor volumen de inversión en México.

4. Riesgo de Inversión

El presente capítulo presenta una manera de ver y localizar los riesgos a los que se enfrenta una SINCA a la hora de existir y a la hora de analizar una posible inversión, además se localizan los atributos principales en los que una SINCA se tiene que enfocar en función de su naturaleza.

Un estudio realizado por Robert Olson, profesor de finanzas de la Universidad Estatal de California en Chico¹, trata de ver si es posible identificar un punto común de los atributos del riesgo que tenga alguna significancia en el mercado. El estudio que se realizó se basa en encuestas e información recogida de expertos e inversionistas conocedores. Los datos fueron recolectados de muestras de dos grupos de inversionistas. El primer grupo consistió en administradores profesionales de portafolios, este grupo se tomó aleatoriamente basado en el directorio de Characted Financial Anaylists (CFA Charter holders) quienes registran su ocupación como administradores de portafolios o estrategias de portafolios.

El segundo grupo consistió de individuos con grandes fortunas quienes tomaban un rol activo en la administración de sus portafolios. La media respondió que tenían un portafolio con cantidad mínima de USD\$ 285,000. También estas personas promediaban 55 años de edad y trataban seis veces al año.

El objetivo de esta primera encuesta fue obtener algunas respuestas indirectas acerca de los atributos del riesgo de inversión.

La tabla siguiente muestra los atributos del riesgo de inversión que los encuestados consideraron.

<i>Categoría, características</i>	<i>% de veces mencionado. Por (CFA Charterholders)</i>	<i>% de veces mencionado. (Inversionistas Individuales)</i>
Una gran pérdida (pérdida del principal, gran caída en el precio, grandes retornos negativos)	22%	40%
Retorno por debajo del objetivo (fluctuaciones del precio a la baja, recorte de dividendos, no pago de intereses, etc..)	25%	20%
Riesgo del Negocio (beta, nivel de deuda, posición competitiva, tipo de industria)	22%	18%
Liquidez (habilidad para vender rápidamente, volumen)	15%	8%
Conocimiento (Cantidades, calidad, información anterior y reciente acerca de la firma)	7%	10%
Incertidumbre económica (Futuro de la economía. del mercado, tasas de interés, etc...)	9%	4%

¹ Investment Risk, Financial Analyst Jurnal, July-Agust,1997

Como se puede ver, las respuestas tienden en mayor importancia a una pérdida. Las primeras dos categorías sumaron el 47% y 60% y tanto para los CFA Charterholders como para los inversionistas individuales usualmente incluían alguna referencia a una salida de dinero fuera del objetivo trazado o nivel de referencia. En ningún caso hubo alguna respuesta al referirse al riesgo, a la asociación de altos retornos inesperados.

Estos resultados, aconsejan que los inversionistas son adversos al riesgo, tales resultados son consistentes con otros estudios realizados (ver Olsen 1995 y Shapira 1995).

Ambos grupos situaron al riesgo del negocio como tercero en importancia dentro de los atributos del riesgo. Los CFA Charterholders rankearon la liquidez y el conocimiento como cuarto y quinto lugar de importancia, los inversionistas individuales situaron estos atributos en forma inversa. La mayor importancia que ponen los CFA Charterholders a la liquidez es consistente con un mayor deseo por una disponibilidad de dinero dado el mayor estado de cambios de los portafolios institucionales. Los inversionistas individuales, tal vez, le dan más importancia al conocimiento porque ellos tienden a estudiar más a fondo la información ya que tienen dificultades para evaluar la información dado que tienen un relativo nivel mas bajo que los expertos.

Las categorías de riesgo del negocio y la incertidumbre económica se les considera fuentes del riesgo más que atributos del riesgo. Además, *liquidez*, la cual es comúnmente definida como la habilidad para vender un activo en corto tiempo sin una considerable pérdida, es un *elemento de control*. Así, el riesgo de inversión viene a ser compuesto por cuatro de los mismos atributos que otras investigaciones, en otros campos, se han encontrado (Slovic 1987).

Parece ser que la percepción del riesgo de inversión es un fenómeno multiatributos. Los principales atributos vienen a ser : el potencial de que los retornos estén por debajo de algún objetivo trazado, el potencial de grandes pérdidas, el sentimiento del inversionista de tener control, y el nivel de conocimiento acerca de la inversión. La relativa importancia que pueda tener cada uno de los atributos es una función de la idiosincrasia del inversionista y de las características del activo en el que se invierte.

Los atributos del riesgo de inversión son similares a otros identificados en otros estudios de riesgo en diferentes dominios. De igual forma, el papel importante de sentir el control como atributo del riesgo es consistente con otros estudios de tomadores profesionales del riesgo. De hecho, estudios de comportamiento de dirección sugieren que los administradores ven su capacidad personal para controlar o eliminar el riesgo como uno de sus principales habilidades.

4.3. La Decisión de Invertir

Cuando a una empresa se le observa como una candidata para invertir recursos en ella, es necesario analizar los riesgos que tal inversión llevará consigo.

Según lo visto anteriormente la percepción del riesgo de inversión (según expertos en E.U.A.) tiene varios atributos : Una gran pérdida (pérdida del principal, gran caída en el precio, grandes retornos negativos), retorno por debajo del objetivo (fluctuaciones del precio a la baja, recorte de dividendos, no pago de intereses, etc..), riesgo del Negocio (beta, nivel de deuda, posición competitiva, tipo de industria), liquidez (habilidad para vender rápidamente, volumen), conocimiento acerca de la inversión (cantidades, calidad, información anterior y reciente acerca de la firma), incertidumbre económica (futuro de la economía, el mercado, tasas de interés, etc...); de los cuales se considera que el riesgo del negocio y la incertidumbre económica son fuentes del riesgo.

Enfoque Sistémico y Cibernético²

La empresa puede verse como un sistema que interactúa dentro de un entorno con el fin de lograr un objetivo. Dicho entorno puede estar copado de un sin número de estímulos que pueden afectar positiva y negativamente a la empresa.

De acuerdo al enfoque cibernético existen en cualquier sistema dos subsistemas : el conducente y el conducido, entre éstos existen relaciones fundamentales de dos tipos, y son de información y ejecución.

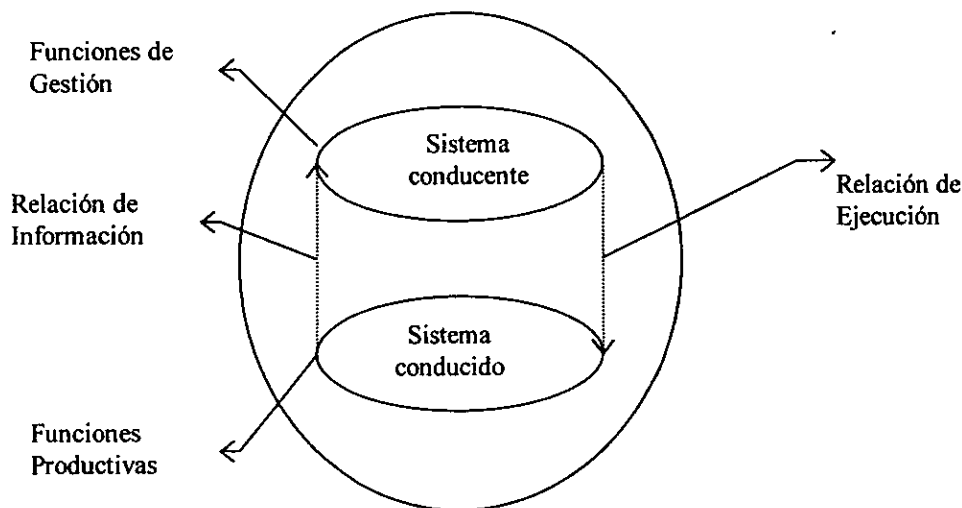


Figura 1
Visualización de un sistema bajo el paradigma cibernético.

² Ver: Papel de la Planeación en el Proceso de Conducción, Tesis de Maestría, Gonzalo Negroe, Director: Ovsei Gelman, 1980.

En general se tiene un subsistema que funge como el responsable por el cumplimiento del papel que tiene el sistema con relación al suprasistema, éste es llamado sistema conducido. Por su parte el sistema gestor es el que realiza el proceso de gestión trazando y controlando el comportamiento del sistema conducido.

4.4. Las Sociedades de Inversión de Capital en el riesgo de inversión

Las Sociedades de Inversión de Capital invierten en empresas con ciertas características, a éste conjunto de SINCA - Inversión se visualizará como un sistema donde tendrá sus dos niveles nombrados con anterioridad que son : *nivel conducente y conducido*. Tal paradigma nos permite ubicar los atributos del riesgo en los diferentes niveles del sistema.

Primeramente el nivel conducente, se define como la parte gestora del sistema, la cual realiza funciones de planeación, recopilación de información, tomadora de decisiones, etcétera.

Cuando una Sociedad de Inversión de Capital desea invertir, requiere de analizar todos los puntos posibles para que tal inversión sea exitosa, uno de estos puntos importantes es el "riesgo" que la inversión lleva consigo. De esta forma la SINCA toma el papel de nivel conducente a la hora de analizar los riesgos que existen en el sistema nombrado.

El papel que tomará la *inversión* en el sistema será el del nivel conducido, el cual tendrá las funciones de ejecutar o procesar los estímulos que recibe desde el nivel conducente, de igual forma estará expuesto a los estímulos que vienen desde el suprasistema; dichas entradas, son factores que el sistema conducente no puede controlar, por lo tanto le afecta al nivel conducido directamente.

Las salidas que tiene el subsistema conducido serán los resultados de una buena gestión del nivel conducente y de la vulnerabilidad que pueda tener el nivel conducido. Para tal efecto se ubicarán los riesgos o características del riesgo que ya se han analizado en el sistema nombrado.

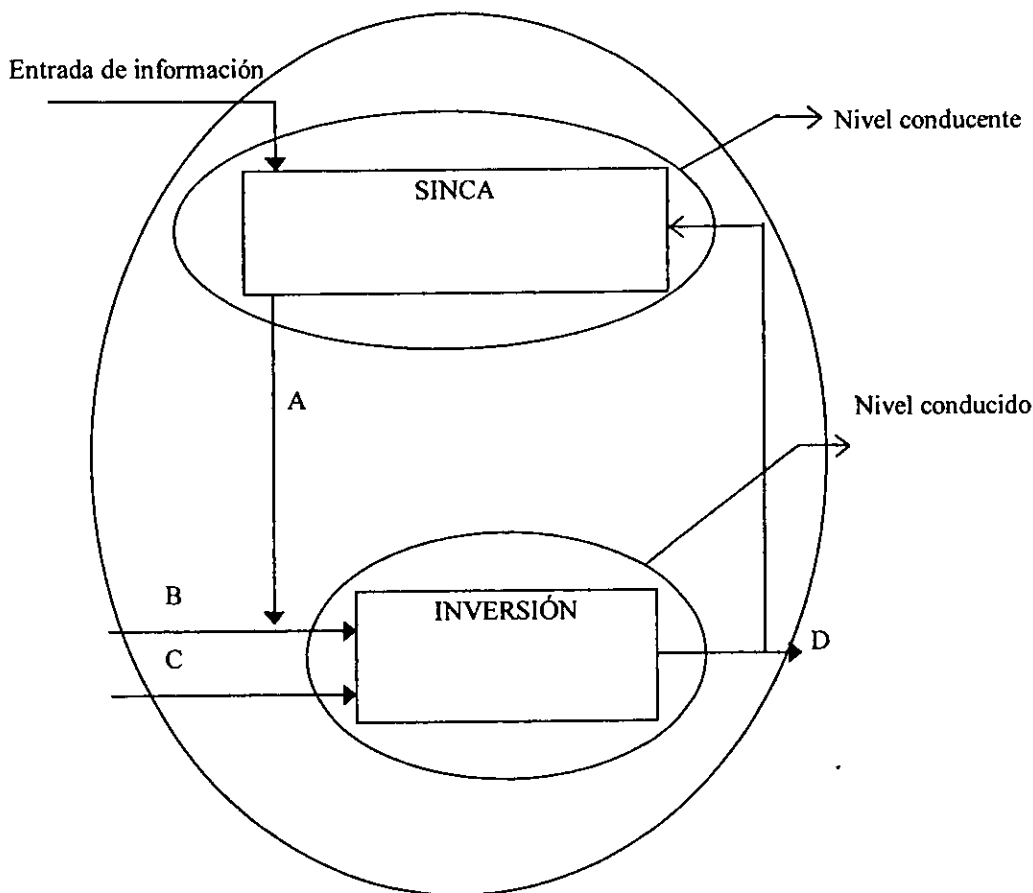


Figura 2

Conforme a los atributos del riesgo nombrados se hace una localización de los mismos en el sistema de inversión de una SINCA.

La información que entra desde el suprasistema al nivel conductor o sea la SINCA, se refiere a los indicadores económicos que pueden existir en el mercado en general y alrededor de la inversión que se realizará. Tal información puede ser procesada en la sociedad de inversión de tal manera que se tenga un impacto en la percepción del riesgo en el que se está incurriendo si se desea invertir. Como ya se ha visto, se considera como fuentes del riesgo al riesgo del negocio y a la incertidumbre económica, consideraremos a éstos como información importante que repercute en el nivel de *conocimiento que se tenga del negocio*, este último definido como un atributo del riesgo, donde el tener insuficiencia o suficiencia de información contribuirá a un mayor o menor certidumbre de obtener los resultados deseados conforme a los objetivos trazados.

La información que entra al nivel conductor puede ser :

- Macroeconómica : tasas de interés, mercado, divisas, inflación, etcétera.
- Acerca del negocio en el que se invierte : beta, nivel de deuda, posición competitiva, sistema de operación, de producción, posición geográfica, etcétera.
- Situación política regional y nacional, cultura.

Esta información estará disponible para ser procesada en el nivel conducente o sea por la SINCA. La riqueza de la información que se obtenga dará origen a un atributo del riesgo que es el de “**conocimiento acerca de la inversión**”.

Como ya se mencionó con anterioridad que las categorías del riesgo del negocio y la incertidumbre económica son fuentes del riesgo más que atributos, eventualmente si la información acerca del negocio (beta, nivel de deuda, posición competitiva, etc..) viene defectuosa, lógicamente repercute en el nivel de conocimiento que se tenga a cerca de la inversión y posteriormente en la toma de decisiones y los resultados finales. Por esto, resalta la importancia de que el inversionista, en este caso la SINCA, posea una información confiable que abastezca de certidumbre a los siguientes etapas de toma de decisión.

Ahora, una vez que se tiene la información, corresponde todavía al nivel conducente, evaluar dicha información. La evaluación de ésta se encuentra ya en la primera fase del nivel de **control** sobre la inversión, es decir, la capacidad que tenga una SINCA u operadora de evaluar las consecuencias de la entrada mencionada.

La entrada de información marca ciertas pautas para establecer los objetivos de la inversión (tiempo de inversión, utilidades, posición competitiva, rendimientos, crecimiento, etc..).

Una vez trazados los objetivos, debe empezar el trabajo de una planeación para alcanzarlos conforme a los obstáculos existentes, por ejemplo si la empresa donde se invertirá tiene altos niveles de deuda, pero una posición competitiva privilegiada, un plan a seguir es disminuir tales niveles de deuda mediante la capitalización a realizar pagando al acreedor parte de su pasivo, por otro lado se puede aprovechar la posición competitiva para aumentar la capacidad instalada, mejorar la imagen corporativa, ingresar a mercados internacionales, etc.. Además la SINCA puede influir para elevar los niveles de productividad de la empresa en que se invierte, mejorar los procesos administrativos y traer una nueva filosofía de inversión que muchas empresas de carácter familiar no la tienen.

El sentimiento de control, como se comentó antes, está ligado a la liquidez o la capacidad de vender activos en el corto plazo, no obstante no podemos restringir a tal atributo simplemente como la liquidez dado la carencia de la misma en una inversión de capital de riesgo.

Esto se refiere a la parte donde se dice que la relativa importancia que pueda tener cada uno de los atributos es una función de la idiosincrasia del inversionista y de las características del activo en el que se invierte. Por último se puede decir que la inversión que está realizando el fondo es en un activo de tipo productivo y no bursátil. Por lo tanto el atributo del

sentimiento de control no se va a restringir solo a la liquidez de la inversión como se comenta en el párrafo anterior.

La liquidez que le genera a una SINCA una inversión de riesgo es muy poca, por lo mismo, el atributo del control sobre la inversión se caracteriza como la manera en que la SINCA, en este caso el sistema conducente, genere los lineamientos y procedimientos necesarios para evitar en parte resultados negativos en las salidas finales del sistema conducido (la inversión).

De esta manera, el nivel de control que se tenga sobre las diferentes variables que intervienen en una inversión influirá sobre la percepción del riesgo que tenga en este caso el inversionista.

Como podemos ver en la figura 2, la flecha de salida (A) del nivel conducente representa la gestión de control de los elementos que están al alcance de la SINCA.

Las entradas al sistema conducido B y C que son fuentes de riesgo, uno que puede ser disminuido por la gestión del control del sistema conducente y el otro que afecta directamente al sistema conducido sin que esté al alcance de la capacidad de control del conducente.

Estos últimos (C) pueden ser regulaciones excesivas sobre la inversión de las SINCAS, cambios repentinos en la economía, efectos de otros mercados internacionales sobre los mercados domésticos, cambio en los precios internacionales, el riesgo sistemático, cambio en políticas regionales, filosofía o cultura del medio en que se encuentra el fondo y la empresa, tipo de mercados inmaduros, empresas poco institucionales que no generen información confiable, esquema de salida poco confiable, etcétera.

Puede argumentarse también que para disminuir los efectos negativos por los cambios repentinos en los precios, tasas de interés, tipo de cambio, etc.. se puede recurrir a los instrumentos de cobertura de riesgos como futuros, forwards, swaps, opciones; en sus diferentes modalidades, esto es cierto no obstante la inversión que realiza una SINCA en una empresa es a largo plazo, además la calidad en los procesos de producción, de administración, de mercadotecnia y distribución; no pueden ser cubiertos tan fácilmente con este tipo de instrumentos de cobertura.

Finalmente otros atributos de riesgo o percepciones del riesgo que tienen los inversionistas los ubicamos como salida (D) del sistema conducido hacia el suprasistema y como retroalimentación al subsistema conducente. Así los atributos del riesgo de inversión: **grandes pérdidas y rendimientos por debajo del objetivo** van a ser una consecuencia de un proceso donde intervienen otros atributos de riesgo y fuentes de riesgo.

Como podemos ver, los atributos y fuentes del riesgo que se mencionan no son independientes, interactúan en un sistema donde las salidas finales del sistema van a

depender de los obstáculos que representen un mayor o menor nivel de riesgo siendo estos fuente o atributo.

Los puntos fundamentales en que pone énfasis una SINCA a la hora de invertir son.

1. El conocimiento que se tenga acerca del activo en el que se va a invertir.
2. El grado de control que tendrá sobre la inversión. Y la manera en que influirá en la inversión para lograr aminorar los efectos negativos, así como alcanzar algunos objetivos de tipo operativo y financiero.
3. Si habrá un esquema en el mediano o largo plazo que le permita vender el activo con buenos retornos sobre la inversión.

5. LAS EMPRESAS PROMOVIDAS

Las empresas promovidas son las empresas en las cuales la SINCA invierte recursos de manera temporal, con el fin de contribuir con sus procesos de capitalización y desarrollo. Las empresas promovidas por las SINCAS pueden ser proyectos de empresas en un mercado de gran potencial, también pueden ser empresas que ya están en marcha y desean aumentar su capacidad, tanto en el mercado como en tecnología.

5.1. Definición de Empresa Promovida

Se consideran empresas promovidas a las sociedades anónimas mexicanas que celebren contratos de promoción con una o varias SINCAS, siempre y cuando tengan inversión mexicana mayoritaria o que lleguen a tener esta característica con la participación de la sociedad de inversión en su capital social y que sus actividades estén relacionadas con la creación de empleos, impulso a la tecnología, sustitución de importaciones, incremento de exportaciones, estímulo de proyectos industriales y turísticos o cualquier otro que contribuya al desarrollo económico y social del país.

La inversión en empresas promovidas puede ser :

1. Proyectos o empresas de nueva creación, al aportar la totalidad o parte del capital.
2. A empresas ya existentes, para su desarrollo, expansión y/o saneamiento.

En el capítulo dos se nombró a dos tipos de fuentes de capital de riesgo, que eran los fondos de capital de riesgo, en este caso las SINCAS y los business angels. Las diferencias entre estos dos, dice, que los fondos de capital de riesgo requieren invertir una gran suma de dinero como un mínimo establecido, lo cual resulta en apoyar a aquellas empresas con cierto nivel de ventas, posicionamiento en el mercado etc.. y que el proyecto sea lo suficientemente atractivo para invertir en él. Tal situación ocasiona que las empresas que sean promovidas por las SINCAS tengan el distintivo de mediana o pequeña (estratificación según nafin) en algunos casos.

Por otro lado, el papel que juegan los business angels para el financiamiento de las empresas es, invertir con menores cantidades de dinero y por consecuencia pueden llegar a empresas con menor estratificación, es decir, que los proyectos que necesitan financiamiento son de menor escala. No obstante, como ya se dijo, tales inversionistas de carácter individual o en conjunto, no se tienen identificados actualmente en México.

El punto importante en este capítulo es identificar que tipo de empresas son las que promueven las SINCAS, cuales son las características de éstas, cual es la situación que viven, sus necesidades, debilidades y fortalezas.

5.1.1. Características de las empresas a Promover

Las características principales que regularmente deben tener las empresas a promover son :

- Que los socios de la empresa estén abiertos a la institucionalización.
- Los procesos administrativos con que cuenta la empresa sean adecuados, de igual forma, la situación fiscal de la empresa sea sana.
- La situación del mercado en que se encuentre la empresa sea privilegiada, es decir que sea líder en la región o en dicho mercado.
- Que el ramo económico donde se encuentra la empresa tenga amplias posibilidades de desarrollo.
- El tamaño del proyecto sea lo suficientemente grande para garantizar la salida de proyectos preferentemente a través del mercado de valores.

5.2. La Pequeña y Mediana Empresa

Se dice que la pequeña y mediana empresa juega un papel preponderante dentro de la economía nacional ya que el 98% de las empresas en México pertenecen a este estrato, de igual forma son una importante fuente de empleos.

Las empresas pequeñas se encuentran en todo el país, en su mayoría, sus administraciones son de carácter familiar.

Un razonamiento lógico que se hace al hablar de pequeñas y medianas empresas es que en la medida que estas empresas crecen, ocurre, aparentemente, un proceso de mejora en las economías regionales o nacionales, tal proceso de mejora se da al momento en que una gran cantidad de este tipo de empresas alcanzan su siguiente estrato y que empresas nuevas nacen ; tales comportamientos indican que se está creciendo conforme aumenta la población, y también puede indicar que existen nuevas plazas de trabajo para dicha población. Lo anterior estará ligado al nivel de vida y poder adquisitivo de la población, quien demanda bienes y servicios de acuerdo a su condición económica.

El concepto de pequeña empresa ha tenido un auge muy importante en los últimos diez años debido a la política económica que impulsaron las administraciones de los presidentes Miguel de la Madrid y Carlos Salinas de Gortari.

La apertura económica que se tuvo a finales de los 80's, la venta de empresas paraestatales, entre otros factores, causó un cambio en la actividad económica, tal cambio propició que mucha gente pensara más en iniciar un negocio. Los nuevos negocios se deben, en parte :

- Despidos en las empresas que antes eran del gobierno que al ser de nuevo particulares, estas trataban de mejorar su productividad.
- A la inversión por parte del gobierno en proyectos sociales, tales como : carreteras, puentes, urbanización en ciudades, creación de escuelas, etcétera. Dichas obras dieron origen a nuevas empresas constructoras y al empleo de muchas personas también.
- La importación de artículos, que resultaban más baratos aún comprarlos en E.U.A. El comercio clandestino creció en un porcentaje considerable.
- Expectativas de inflación bajas, abaratamiento del crédito y confianza en la política económica.

Por otro lado, negocios que ya se encontraban en marcha intentan aumentar su capacidad solicitando créditos para capital de trabajo para ofrecer mayor crédito a sus clientes y así aumentar sus ventas, también solicitan créditos de tipo refaccionario para compra de tecnología, terrenos, etc..

Todo este "bumm" de nuevos negocios y financiamiento por parte de la banca de desarrollo y comercial, expectativas de crecimiento, posible firma del Tratado de Libre Comercio resultan en una promoción e importancia de la pequeña y mediana empresa, la cual estaba

llamada a ser el principal detonante del crecimiento de la economía y de igual forma llamada a que sustituyera a PEMEX como principal exportador de productos mexicanos.

Realmente, los grandes países desarrollados tienen a grandes corporaciones que empezaron en una escala pequeña.

Todos conocemos los resultados que se tuvieron en 1995, donde la cartera vencida, los negocios en quiebra y una población desempleada y desmoralizada estaban a la orden del día, las razones de las causas son muchas, las cuales no las analizaremos en este trabajo.

La situación actual de las pequeñas empresas es todavía difícil y va a seguir siendo en la medida que la apertura comercial sea mayor y que la economía mexicana sea tan sensible a los cambios de la economía internacional. Tal situación origina que las empresas necesiten estar cada vez más preparadas y contar con mayor flexibilidad ante los cambios tanto a nivel regional y nacional como a nivel internacional.

5.2.1. Problemática de las Empresas Pequeñas y Medianas

Esta problemática es un freno para que dichas empresas se desarrollen de una mejor manera, y es :

1. La marginación de las empresas más pequeñas respecto a los apoyos institucionales.
2. Incapacidad para acceder al crédito por falta de garantías y avales. No tienen acceso a regular los esquemas de financiamiento formales y de largo plazo.
3. Excesiva regulación, por parte de las autoridades gubernamentales.
4. La propensión del empresario al trabajo individual.
5. Limitada capacidad de negociación, así como sus bajos niveles de organización y gestión.
6. Escasa educación, cultura tecnológica y resistencia a la incorporación de tecnología así como negarse a la posibilidad de establecer alianzas estratégicas.
7. Tecnología obsoleta e ineficiente.
8. Desconocimiento integral del mercado tanto nacional como internacional.
9. Carencia de personal calificado y mínima participación en los programas institucionales de capacitación y adiestramiento.

Estas son unas de las principales carencias por las que ha atravesado la empresa mexicana durante bastante tiempo. Todos los problemas son importantes e influyen en el buen desarrollo de las empresas, pero para efectos de nuestro trabajo ; el financiamiento de mediano y largo plazo que requieren los negocios pequeños resulta muchas veces un lastre en la carrera del crecimiento y desarrollo.

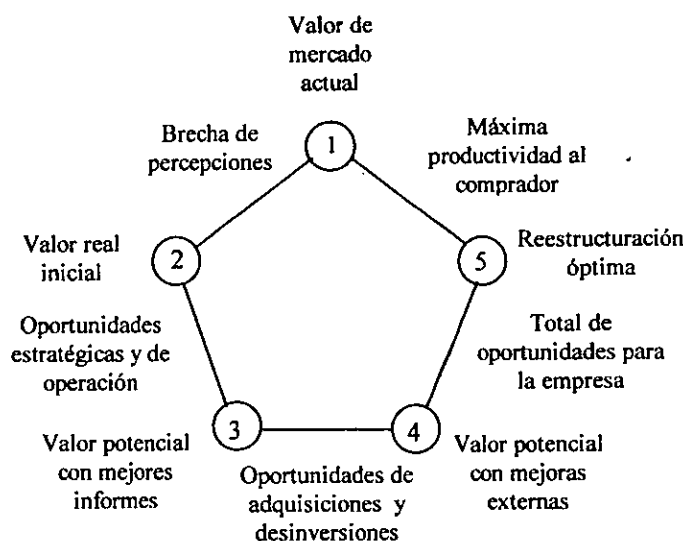
El mercado de capital de riesgo es una opción de financiamiento a largo plazo para aquellas empresas que lo necesitan, sobre todo este ha sido un instrumento bien acogido en países desarrollados.

5.3. Proceso de Valuación de la Empresa a Promover

El proceso de valuación para una empresa puede variar un poco dependiendo de la Sociedad Inversión.

El método de valuación de inversiones se usa básicamente para cuantificar el valor actual de la empresa y fijar el precio de entrada, pero, sobretodo, para localizar dónde se puede añadir valor, que riesgos implican las decisiones de agregar valor, localizar los valores ocultos que vendrían del proceso de intervención en la empresa a través de reestructuraciones o desinversiones, localizar otras posibilidades de valor agregado a través de sinergias o economías de escala, determinar cual va ser el valor después de haber hecho estos cambios , y desde luego valuar condiciones de entrada y de salida.

Se parte del valor de mercado actual¹ o de la empresa como está y se determina un valor real inicial ; ese valor real inicial marca una diferencia entre el lo que el empresario cree que vale y el inversionista considera que vale la inversión ; esto define una brecha de percepción de valor, que sirve para evaluar la posibilidad de un acuerdo de principio con el empresario.



Posteriormente, se utiliza el proceso para ver qué oportunidades estratégicas y operativas existen en la empresa, que a su vez lleven a un valor potencial con mejoras internas y con mejoras externas que definan el total de oportunidades para la empresa ; y esto es lo que se conoce como el valor de reestructuración óptima, que comparado con el valor de mercado actual sería el mejor rendimiento para el inversionista.

El proceso de búsqueda de valor agregado que se ve en esquema anterior parte de identificar oportunidades, el análisis de reestructuración, de establecer estrategias y planes de negocios y desarrollar posibles escenarios de expansión y de reestructuración, como una parte independiente del resto del proyecto. Luego, en esta búsqueda de valor agregado, hay que

¹ Según palabras del Dr. José Akle Fierro, Director General de Fondo Reto; Memorias el Primer Encuentro Nacional de SINCAS, 1994, Nacional Financiera.

juntar los programas para consolidar estas mejoras internas que pueden ser de crecimiento rápido, de márgenes adicionales, de reducción de costos, de institucionalización de la empresa, de estructura financiera, como pudieran ser desinversiones, ventas de activos, reducciones de capital, fusiones y/o adquisición de competencia, pagos de dividendos, "lease-back" o cualquier otro tipo de cambios en la estructura financiera que le añada valor a la empresa. Por la parte externa, las desinversiones, las recapitalizaciones y las adquisiciones que generen valor agregado.

Hay que considerar que no existe un valor exacto de la empresa y que sólo hay rangos de valor que dependen del riesgo del proyecto y los diferentes proyectos de reestructuración que se ataquen. Entendiendo esto, se trabaja en tres etapas: una primera etapa de pre-evaluación, donde se fijan los parámetros básicos de la negociación; si el empresario y el fondo están cercanos en precios y condiciones, vale la pena seguir adelante, pero si, como sucede con tanta frecuencia, el empresario tiene un concepto de valor desproporcionado de la empresa; no se pasa a la siguiente etapa. Claro que esta etapa es un toma y daca entre el comprador y el vendedor y va a depender de las habilidades que tenga cada uno y del interés de inversión para que haya un buen fin.

La segunda etapa entra en detalle a la valuación del negocio y del proceso de "due dilligence", y en la última determinación de términos y condiciones de negociación definitivos y cierre de la negociación, una vez hecha la inversión y terminado una auditoría de compra tradicional.

Antes de efectuar la evaluación preliminar se ve que existan algunos objetivos obligatorios:

- Que exista una clara oportunidad de mercado
- Que haya un socio operador que esté calificado y que tome un riesgo significativo frente a su patrimonio.
- Que existan alternativas de salida.
- Que el sector económico de la empresa o proyecto vaya de acuerdo con las políticas de inversión de la SINCA.

Para algunas SINCAS estos objetivos, entre otros, pueden ser obligatorios por lo que si no se cumple con ellos no se continúa con el proyecto. Tal aversión a invertir en un proyecto o empresa que no tenga tales características se puede relacionar con la percepción del riesgo de un inversionista, en este caso la SINCA, que se describió en el capítulo cuatro. El atributo de obtener retornos por debajo de los establecidos, se puede relacionar con que no haya una oportunidad clara en el mercado, también podemos localizar el atributo de control, el cual lo podemos relacionar con el control que se pueda tener sobre la inversión cuando no se invierte en un sector económico definido por la SINCA y cuando no se cuente con un socio operador que no esté calificado.

En cuanto a la teoría, se parte de que el valor de la empresa se deriva de la capacidad de generar flujos de efectivo, y que el valor presente de tales flujos captura el valor de la empresa.

El riesgo que se trata de incorporar al proyecto es a través de la tasa de descuento que se usa en la valuación del negocio². Tal riesgo puede ser difícil de encontrar, sobre todo en proyectos de empresas en las que no se tiene la suficiente información acerca de los rendimientos de capital tanto del sector donde se encuentran como de la misma empresa, la no cotización de las empresas en bolsa hace más difícil encontrar un nivel de riesgo (Beta) para valorar una inversión. La incorporación de la *Beta* en el modelo de valuación de activos CAPM (Capital Asset Pricing Model) representa un factor para obtener la prima por el riesgo inherente a la inversión.

Modelo CAPM :

$$R_c = R_f + \beta(R_M - R_f)$$

Donde :

R_c = Costo de capital

R_f = Rendimiento libre de riesgo (puede ser Cetes)

β = Riesgo sistemático

R_M = Rendimiento del mercado

Así, hay que definir cual será la tasa de descuento apropiada, donde tiene que ser mayor a la de los Cetes, mas la prima por el riesgo, sin embargo, no es una tarea muy fácil. Como ya se comentó, la obtención ideal de tal tasa de descuento depende de algunos indicadores, cuando existe una ausencia de dichos datos, se puede caer en una mal cálculo del valor de la empresa y del valor de las acciones de la misma.

No obstante en México el modelo CAPM es poco efectivo para dar una tasa de descuento más o menos confiable dado la falta de información en la obtención de la Beta o riesgo sistemático de la empresa en estudio.

Cuando se carece de información respecto a los rendimientos de una empresa, el valuador requiere de manejar rangos en la tasa de descuento ya sea esta real o nominal. Se establece como mínimo el rendimiento que genera el dinero invertido en Cetes o en algún otro instrumento libre de riesgo, apartir de ahí el comité de inversiones establece la prima de riesgo la cual ellos consideran es la apropiada para la empresa en la que se invierte.

Una vez definida la tasa o tasas de descuento que se usarán para valorar a la empresa, se define el horizonte de planeación que en la mayoría de las valuaciones, éste no excede a diez años, puesto que según expertos en valuaciones, a partir del año tres ya se convierte en una especulación. De igual forma el horizonte de planeación va a depender de la política de desinversión de la SINCA.

² Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, Copeland, Koller; Murrin, Wiley.

Otro factor importante en la valuación de una empresa promovida es cuidar los ciclos operativos y no valuarla cuando la empresa se encuentra en el descenso del mismo, obviamente la empresa se vería afectada en su valor.

Ahora, el flujo de efectivo que se usa regularmente para valuar la empresa es el flujo de operación que es el flujo antes de impuestos, el cual esta disponible a los proveedores de financiamiento y accionistas; éste sería el efectivo disponible a los accionistas si la empresa no tuviera deudas y es el flujo generado por la empresa independientemente de su estructura de capital.

Este procedimiento ayuda a evitar distorsiones que generan los niveles de apalancamiento y el riesgo del apalancamiento. Las utilidades antes de intereses e impuestos ajustados por la amortización del activo diferido, la depreciación del ejercicio (que no genera flujo), quitándole los impuestos, añadiéndole la variación en impuestos diferidos que se pudiera dar, y restándole toda la inversión bruta como es la variación del capital de trabajo, las inversiones normales en activo fijo, permiten determinar el flujo libre de efectivo. Al resultado anterior se le descuenta la deuda con costo y se determina el valor actual del capital.

Cuando ya se tiene por un lado un flujo financiero y por el otro lado un flujo operativo, se puede entrar en la última parte que es valuar el capital. El valor de la empresa se calcula a partir de los flujos libres de efectivo a valor presente, menos los pasivos con costo.

De esta forma, se separa la parte operativa de la empresa de la parte financiera y se pueden integrar los dos flujos en forma independiente. Obviamente, en la medida en que haya menos capital, habrá mayor apalancamiento, mayor riesgo y la empresa valdrá menos.

Los flujos libres manifiestan la capacidad de generación de efectivo de los negocios. Se puede ver en una forma independiente y dependiendo de que tanto se quiera valuar cada parte de la empresa en forma aislada. Por ejemplo, si hay una empresa que tenga tres o cuatro áreas de negocios, no se les va a confundir unas con otras, sino se tiene la posibilidad de verlas a cada una como negocios independientes. La teoría permite identificar con claridad cuál es el valor de los flujos antes y después de agregar valor.

Este proceso de agregar valor permite evaluar el impacto de crecer más a prisa o más lentamente un área de negocios, conocer cual sería el valor final de la empresa, en alguna forma, ya sea a través del costo de capital o a través del análisis de sensibilidad, permitiendo incorporar estimaciones del riesgo en forma explícita.

Uso de la Simulación en el Análisis de Riesgo

En cualquier momento en que un proyecto es propuesto puede significar en un impacto en ganancias o pérdidas para una organización, por esto, una evaluación del riesgo financiero antes de tomar una decisión es recomendable para dimensionar el valor de las ganancias o pérdidas posibles. El análisis de riesgo es importante cuando una o más variables que pueden

afectar la ganancia o la pérdida son difíciles de determinar con certeza. Tales variables llamadas variables aleatorias pueden ser costos en la materia prima, volumen de la demanda, tasas de interés, etc... Finalmente, las pérdidas o las ganancias del proyecto dependerán del valor aleatorio de esas variables.

El término de riesgo se centra en las pérdidas potenciales, proyectos con una baja probabilidad o una pequeña magnitud de pérdida puede ser juzgado como con un bajo índice de riesgo. Por otro lado, proyectos con una alta probabilidad o gran magnitud de pérdidas pueden ser juzgados como demasiado riesgosos.

Ventajas de la Simulación

La primera ventaja de la simulación es que puede ser usada en modelos de sistemas complejos que resultarían muy complejos evaluarlos analíticamente. Otras ventajas de la simulación es que los modelos proveen diferentes situaciones posibles del sistema real. Cambiando supuestos en el modelo de simulación se pueden predecir como tales cambios afectan el sistema en estudio.

Es importante resaltar la importancia de la simulación en el proceso de análisis de los flujos futuros de una empresa en la que se va a invertir.

La simulación es una herramienta de Investigación de Operaciones que permite generar diferentes escenarios dependiendo del comportamiento de ciertas variables, sean estas de índole económica o de la operación misma de la empresa. Dichos escenarios le permiten al inversionista conocer los diferentes escenarios posibles en los que se puede ver involucrada la empresa ofreciéndole al analista establecer acciones paralelas al escenario base brindándole mayor flexibilidad en caso de que las condiciones prevalecientes sean diferentes a las previstas.

Este método de valorar empresas no es el único, no obstante es útil en la valuación de las empresas, en este caso se ha usado para valorar empresas a promover. Una parte importante en la valuación de empresas es la manera de negociar que tengan las partes, las brechas de negociación que tenga cada una, los márgenes de maniobra en cuanto a los valores de las acciones, riesgo de la empresa, costo de capital, crecimiento, etcétera.

Otros métodos de valuación que comúnmente se utilizan son:

- Múltiplos del Mercado de Valores (precio/utilidad, precio/valor en libros)
- Enterprise Value (múltiplo de operación menos deuda con costo).
- Valor de liquidación.

6. EL EFECTO EN LA ECONOMÍA DEL CAPITAL DE RIESGO

El presente capítulo trata de visualizar el efecto de la capitalización en una empresa que tiene, y el efecto que esta capitalización y desarrollo tiene sobre otras empresa y sobre su entorno en general.

6.1. La empresa y sus efectos sobre otras

Una empresa es un ente económico que no se encuentra solo, es una parte que tiene un efecto sobre otras empresas ; ya sean estas, su competencia, clientes o proveedores.

La empresa es una organización que es¹ : 1) un sistema con algún propósito, el cual 2) es parte de uno o más sistemas con algún propósito, y 3) en el cual algunas de sus partes (las personas por ejemplo) tienen sus propósitos propios.

De igual forma dice que cada vez nos volvemos más conscientes de las interacciones de estos tres niveles de propósitos : el social, el organizacional y el individual. También tenemos una idea cada vez más clara de que una empresa depende de como ésta sea afectada tanto por las personas que la integran como por los sistemas de los que es parte. Además comenzamos a ver con más claridad como los componentes afectan a la organización y cómo ésta a su vez los afecta.

Igualmente, el modo en que el sistema los abarca afecta a la organización, depende del modo en que ésta afecte al sistema. En otras palabras, la administración tiene tres tipos principales de responsabilidades interdependientes. La primera hacia los propósitos del sistema que administra (control) ; la segunda hacia los propósitos de las personas que forman parte del sistema administrado (humanización) ; y la tercera hacia los propósitos del sistema que los abarca y los demás sistemas que contenga (ambientalización).

El modo en que se conceptúa una empresa influye en la manera en que se contemplan y describen sus actividades. Conceptualizar a una empresa como una organización, significa verla como la ven sus participantes. Estos son todos aquellos que dentro o fuera de la organización, se ven directamente afectados por lo que ésta hace. Desde su perspectiva, una empresa realiza seis tipos de intercambios (ver figura 5.1).

- 1- Intercambio de dinero por trabajo, con sus empleados.
- 2- Intercambio de dinero por bienes y servicios, con los proveedores.
- 3- Intercambio de dinero por bienes y servicios por dinero, con los clientes.
- 4- Intercambio de dinero pagadero posteriormente por dinero recibido ahora, con los inversionistas y financiadores.
- 5- Intercambio de dinero pagado ahora por dinero recibido más tarde, con los deudores.
- 6- Intercambio de bienes, servicios y regulaciones con el gobierno (servicio de agua, recolección de basura, servicio de vigilancia, etc..).

¹ Russell Ackoff, Planeación de la Empresa del Futuro, Limusa, 1998.

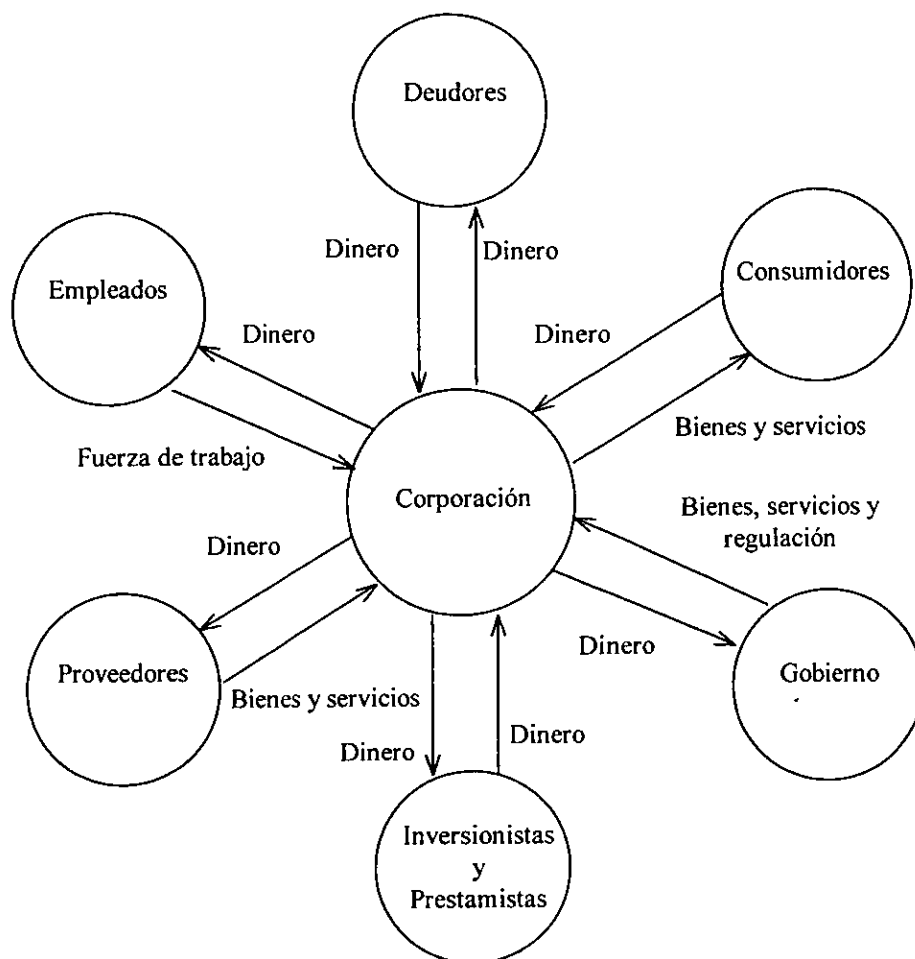


Figura 6.1 Las interrelaciones entre los participantes de una corporación.

Un examen del flujo entre la empresa y sus participantes revela que, en un sentido muy general, las funciones esenciales de la empresa son dos: de consumir y hacer posible el consumo. Hace posible el consumo poniendo a disposición del público los bienes y servicios que produce y proveyendo a sus empleados de dinero, con el cual podrán comprar bienes y servicios.

Este es un principio básico para hablar de un efecto multiplicador en la economía cuando una empresa crece y tiene al alcance los medios para su crecimiento y desarrollo. Como podemos ver en la figura 6.1 la corporación tiene una interrelación directa con los proveedores, empleados, deudores, consumidores, inversionistas y prestamistas; y con el

gobierno. La relación que puede tener con la competencia es indirecta ya que el consumidor es el que decide si desea comprar los productos de la corporación o los de la competencia.

El efecto multiplicador que tiene en la economía la inyección de recursos monetarios por medio de capital privado entra a la corporación a través de la interrelación inversionistas-corporación y se distribuye por medio de las demás interrelaciones, principalmente por la de los proveedores, empleados y gobierno.

Podemos observar que los proveedores son también corporaciones que tienen la misma estructura de interrelaciones que en la figura 5.1, por lo tanto también tiene intercambio con deudores, empleados, inversionistas y prestamistas, proveedores, y gobierno ; por supuesto que el nivel o la cantidad de bienes y servicios intercambiados van a variar de una corporación a otra.

Por otro lado los empleados se convierten en consumidores de otros productos y servicios diferentes a los que produce la empresa en cuestión.

El efecto multiplicador comienza cuando la corporación es capaz de incrementar su volumen de operación con lo que se incrementa la cantidad de dinero y de bienes y servicios con los diferentes actores que intervienen en la empresa.

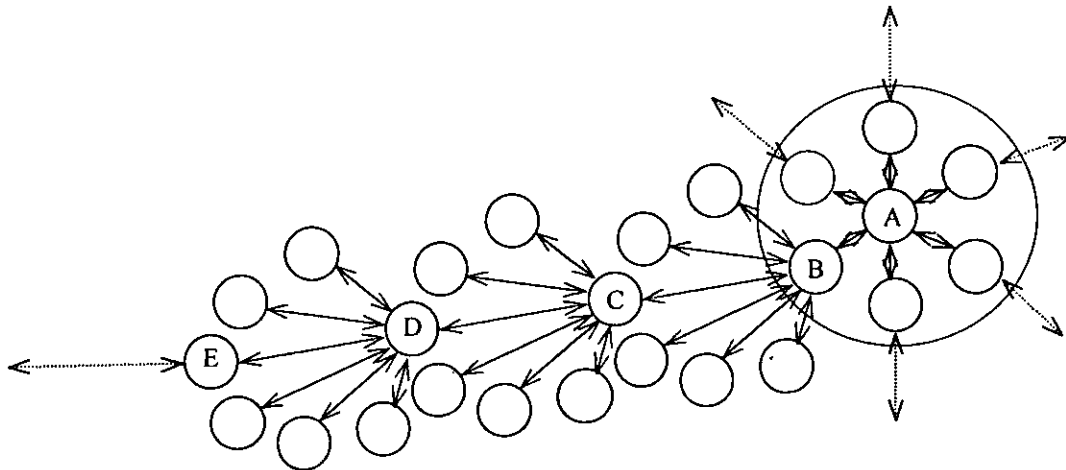
Vamos a llamarle a la empresa o corporación que recibe la capitalización del un fondo de capital de riesgo como A, a la empresa o empresas proveedoras como B. La empresa B tiene otras interrelaciones con los actores involucrados en su función como en la figura antes vista ; por lo tanto la empresa A es cliente de la empresa B, de esta forma, cuando la empresa A aumenta su capacidad de demanda de productos para la empresa B, esta última aumenta también sus niveles y cantidades de intercambio de bienes y servicios y de dinero para con sus diferentes actores involucrados en ella (proveedores, empleados, consumidores, gobierno, inversionistas-prestamistas y deudores). Esto es el efecto que tiene una inyección de capital, con los demás beneficios implícitos por una mejor administración, primeramente con la empresa promovida y después con las empresas alrededor de ésta.

En lo que respecta al efecto que tiene una corporación más desarrollada sobre la relación con el gobierno, es un aumento en la cantidad de dinero que fluye de la empresa hacia éste por concepto de impuestos entre otras regulaciones. Este dinero recibido por parte de la institución gubernamental correspondiente destinará los recursos de la manera en que mejor impacte en la sociedad. Una mayor recaudación por parte del gobierno de las empresas hace que se destinen más recursos a crear fuentes de empleos, educación y generar mayor demanda de bienes y servicios, a proyectos sociales, sabiendo de antemano algunas de las bondades que estos tienen y del propio efecto multiplicador en el gobierno.

Los deudores también se ven beneficiados con una empresa que crece y se desarrolla dado que esta puede financiar otras empresas o corporaciones que requieren emitir deuda, sobre todo a corto plazo. Por otro lado la empresa promovida puede destinar recursos para financiar proyectos en divisiones de la misma corporación.

El efecto multiplicador es consistente con el hecho de los componentes afectan a la organización y cómo ésta a su vez los afecta ; de igual forma los participantes en una empresa son todos aquellos que dentro o fuera de la organización, se ven directamente afectados por lo que ella hace.

El esquema a continuación trata de esquematizar la cadena de efectos que tiene una empresa promovida sobre un componente participante en la organización, en este caso los proveedores de la empresa. Como se puede observar esta es solo una cadena, pero faltan las cadenas de los efectos que pueden existir con los otros participantes en la empresa.



6.2 Esquema del efecto multiplicador

Finalmente otro camino por donde se da un efecto multiplicador es por medio de la corporación hacia los inversionistas y prestamistas. En este sentido los inversionistas, el caso del fondo de capital, recuperan su inversión más las ganancias y pueden volver a invertir en otras empresas que necesitan los recursos.

Así pues, todos los elementos interesados en una organización son afectados por ésta, y a su vez, por el mismo principio de que los sistemas interactúan unos con otros y tienen efectos sobre el todo y éste sobre sus elementos ; los interesados en esas empresas u organismos también tienen efectos sobre otros elementos que interrelacionan con ellos y así sucesivamente.

6.2 La Importancia del Fomento de Cadenas Productivas

En la volátil economía global actual, la vitalidad de una industria depende de sus bajos niveles de fricción con el mercado y del grado de flexibilidad que posean para adaptarse al mismo ; una amplia base industrial con sólidas cadenas productivas favorece el logro de ambos aspectos.

Una forma de reducir las fricciones con el mercado se da mediante interacciones constantes entre empresas, con lo cual se disminuyen los costos de transacción en el manejo y obtención de información, a la vez que se estandarizan las normas del mercado.

El grado de flexibilidad de una industria está determinado en buena medida por las relaciones de subcontratación que establece, ya que de esa forma está en posibilidades de satisfacer sus necesidades de producción conforme se le van presentando, evitando así mantener altos niveles de inventarios.

Aunque las pequeñas y medianas empresas adquieren mayores capacidades en la medida en que las relaciones de subcontratación se multiplican, se resalta que el fomento de cadenas productivas por sí solo no redundará en beneficios ; mientras no se logra una cierta mejoría en la plantilla laboral y administrativa de las empresas medianas y pequeñas, regularmente de una relativa baja calificación, tiende a producir y suministrar productos de baja calidad o a destiempo, desalentando consecuentemente la utilización adicional de la subcontratación.

Algunos Conceptos

Cadenas Productivas : se refiere a todas las formas posibles de relación económica entre empresas que operan dentro de una economía de mercado. El término usualmente implica una relación permanente con transacciones constantes. Los acuerdos contractuales que se derivan de esas relaciones regularmente se clasifican de acuerdo con el grado de control que una de las partes mantiene sobre la otra u otras ; así se tiene, por ejemplo, *control directo total* (100%), *coinvertión* (control mayoritario 50-50%, o minoritario), acuerdo de cooperación industrial, o esquemas de licencias y franquicias.

Subcontratación : es un tipo de cadena productiva, que involucra por lo regular una transacción entre un comprador grande y un proveedor pequeño. Algunos autores consideran el término en su más estrecha acepción : pequeñas y medianas empresas (proveedores) ofreciendo servicios para procesar aquellas materias primas que les proporcionan empresas grandes (compradoras o contratistas). El estudio considera el término en su sentido más amplio, en virtud de que los avances tecnológicos están facultando a las pequeñas y medianas empresas para brindar no únicamente sus servicios intensivos en mano de obra, lo que genera un mayor potencial para el desarrollo de estructuras industriales más diversificadas.

Estructura industrial : el concepto varía de acuerdo a lo que se está analizando, por ejemplo, si en lo relativo al tamaño, a la estructura competitiva o al tipo de propiedad de las

industrias. En este documento se considera aquella definición de estructura industrial relacionada con el desarrollo de cadenas productivas entre grandes y pequeñas empresas.

6.2.1. Estructura Industrial Cambiante y Costos de Transacción

Hace una generación y media, el crecimiento continuo y la constante verticalización de las empresas multinacionales parecía inevitable. En la actualidad, sin embargo, la descentralización y la subcontratación internacional han ocupado un lugar preponderante y se han constituido en prácticas comunes.

El desarrollo de nuevas tecnologías está permitiendo la existencia de más productos diferenciados a menores precios, la búsqueda de la baja en los costos de producción ; a su vez la delimitación de nichos de mercado, el desarrollo de ciclos de producción más cortos y de técnicas de manejo de inventarios justo a tiempo están reduciendo el desperdicio organizacional. A la luz de estos hechos, algunos estudios señalan que el valor de las cadenas productivas es significativo ; especifican, sin embargo, que es fundamental asentar una adecuada estructura de recursos humanos con el fin de facilitar la transferencia eficiente de capacidades.

En las investigaciones se subrayan que las grandes corporaciones internacionales están siguiendo actualmente estrategias de fragmentación concentrándose en la diferenciación del producto, con lo cual se han generado oportunidades para que los países en vías de desarrollo constituyan cadenas productivas mediante la subcontratación ; ello, particularmente con el advenimiento de nichos de mercado muy definidos, ha permitido a pequeñas y medianas empresas especializarse en ciertas ramas de producción.

Un documento de investigación indica que existen fundamentalmente tres razones para que las empresas multinacionales adopten estrategias de fragmentación : la necesidad de reducir costos, las innovaciones en las técnicas de gestión empresarial y el advenimiento de tecnologías más avanzadas. De esta forma la subcontratación se ha convertido en una atractiva opción para combatir el incremento en los costos de producción, así como para prosperar en la flexibilización operativa y administrativa.

Así mismo, la necesidad de diferenciación del producto ha orillado al desarrollo de nuevos y ágiles procesos manufactureros. Por ejemplo la maquinaria numéricamente controlada ha permitido un mayor grado de especialización en los procesos de producción, con lo que se han disminuido las barreras de entrada para las empresas pequeñas y medianas, y esto a su vez ha propiciado mayores cadenas productivas para las empresas más grandes.

Para un mejor entendimiento de lo anterior, y por ende, del tema de organización industrial, el estudio destaca que la rama de la economía relativa a los costos de transacción, misma que considera a la unidad empresarial como una estructura corporativa más que como una entidad productiva, por lo que le otorga un mayor peso a las relaciones contractuales que

esa unidad mantiene con otras entidades ; en virtud de ello, los costos de transacción influyen directamente en la organización de la actividad económica.

De esta manera se comprende el que hoy en día una gran cantidad de empresas grandes se concentren en funciones medulares y subcontraten servicios y procesos subalternos con empresas especializadas. Entre mayor número de proveedores tiene una empresa, más se le facilita la diversificación del producto final. Esta flexibilidad operativa junto con las innovaciones tecnológicas, de gestión empresarial y de especialización de mercados, así como los crecientes costos de materiales y de mano de obra han dado margen a que la subcontratación resulte atractiva para las grandes empresas.

6.2.2. Política Económica e Industrial y el Fomento de Cadenas Productivas¹

El estado debe tener en cuenta los siguientes aspectos antes de implementar determinadas políticas económicas e industriales :

- El diagnóstico del estado general de desarrollo del país y de los efectos de políticas económicas previas sobre la infraestructura humana, física y tecnológica requerida.
- Grado de educación de una población.
- Capacidad moral, tecnológica y económica de los empresarios.
- Cultura empresarial.
- La realidad política existente para inducir el desarrollo de la pequeña y mediana empresa.
- Los atractivos que la prevaleciente estructura industrial ofrece para los inversionistas locales, regionales y globales.

Algunos instrumentos de política económica que han sido utilizados por los países del este asiático seleccionados en la investigación para el fomento de cadenas productivas son los siguientes : incentivos fiscales, requerimientos de contenido local, creación de agrupamientos industriales (clusters), acuerdos interinstitucionales específicos entre sector público y privado, desarrollo de esquemas de distribución y comercialización, así como la provisión e intercambio de información.

En el estudio se pone énfasis en las políticas instrumentadas por cada uno de ellos para desarrollar mayores cadenas productivas, analizando el éxito relativo de las mismas. Así mismo se demuestra que las políticas más exitosas han tendido a ser aquellas en las cuales se utilizan incentivos para incrementar la capacidad productiva y tecnológica de las pequeñas empresas, a fin de hacerlas más productivas para las grandes empresas.

Por otra parte, se resalta que en los países donde han fracasado ciertas estrategias, ha sido por la implementación ineficiente de políticas debido a la falta de coordinación entre agencias públicas y a la falta de involucramiento del sector privado, así como por las

¹ Estructuras Industriales, Documento desarrollado por el Dr. Francisco Flores y Lic. Rodrigo Sánchez Mújica, Sinopsis del libro Industrial Structures and the Development of Small and medium Enterprise Linkages, Mercado de Valores, Nacional Financiera, 1997.

excesivas cargas regulatorias sobre las pequeñas empresas y por la escasa cultura empresarial de las mismas.

La investigación destaca que los cambios suscitados en la estructura industrial y las cadenas productivas derivadas de los mismos, en la forma principalmente de relaciones de subcontratación deben ser examinados en el contexto de los recientes cambios tecnológicos y de gestión empresarial que se están dando a nivel mundial.

El principal reto para un gran número de países en vías de desarrollo no es tan solo el de ampliar su base industrial por medio del incremento en el número y en la funcionalidad de las empresas pequeñas y medianas, sino también el de aumentar y perfeccionar las relaciones de subcontratación entre pequeñas y grandes empresas nacionales y multinacionales. A su vez se enfatiza que los gobiernos deben implementar medidas concretas de soporte para robustecer la infraestructura física, legal y financiera y el desarrollo del capital humano, a fin de acrecentar el atractivo para el asentamiento de negocios en sus respectivos países.

La estructura industrial influye sobre la industria fabril y la conformación de esta última influye a su vez en el grado de eficiencia con que dicha política es instrumentada. De acuerdo con los autores del estudio, la implementación de políticas industriales exitosas favorece la reducción de fricciones en el mercado

6.2.3. Las Cadenas productivas y las SINCAS

Lo descrito anteriormente nos da la pauta para reconocer que existe una relación muy directa entre los actores que intervienen en el proceso de desarrollo económico de un país. Lo anterior explica cómo una estructura industrial bien definida y organizada redundará en una mejor comunicación entre empresas, disminución de costos de producción, estandarización de normas de calidad y un mercado con mayores oportunidades de expansión.

Tales oportunidades de crecimiento, principalmente de las empresas, dentro de una cadena productiva va a depender, en parte, de la organización de algunas agencias gubernamentales, menores regulaciones y una mayor cultura empresarial por parte de las pequeñas y medianas empresas, no obstante estos puntos son un reto para países en vías de desarrollo como México.

Como se ha comentado las Sociedades de Inversión de Capitales son fuentes de financiamiento que ofrece algunas ventajas para las empresas, sobre todo aquellas que requieren de recursos a largo plazo para el financiamiento de tecnología y equipo. El ingreso o la participación de muchas empresas pequeñas en un proceso de subcontratación requiere de financiamiento, conocimiento del mercado, capacidad de negociación ; por otro lado tiene que haber un mercado que junte empresas con demanda de subcontratación y con oferta de la misma.

El esquema (6.2) muestra tres puntos importantes que intervienen para que una empresa pueda ingresar al mercado de cadenas productivas.

El punto de capacidad empresarial se refiere a la capacidad de gestión y organización de la empresa, así como el conocimiento que tenga acerca del mercado, la identificación de oportunidades para su explotación, etcétera. Resulta un tanto obvio que si no posee tales características, es difícil que una empresa, por más buen proyecto que tenga en mente o que tenga un mercado demasiado potencial, tenga la capacidad para ingresar a una cadena productiva.

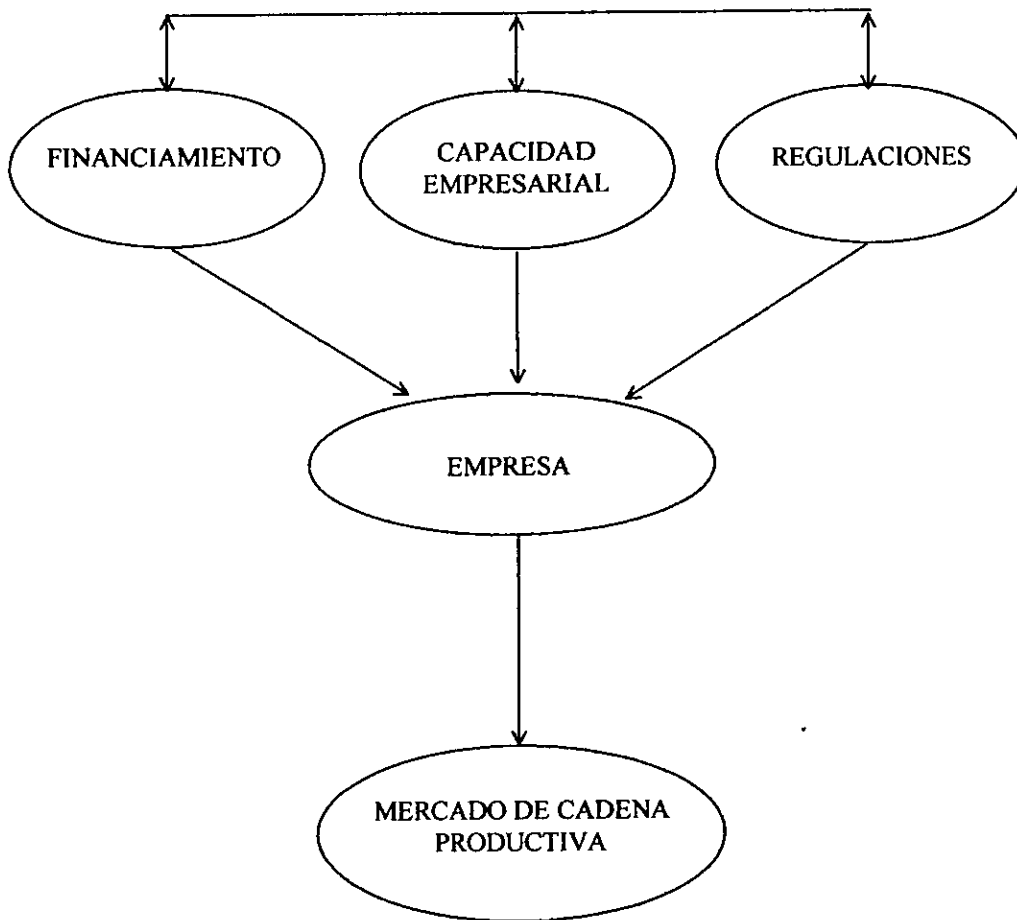
El otro factor que interviene para que un negocio acceda a tal mercado, son las posibles regulaciones que se le puedan presentar, tanto por parte del gobierno como por asociaciones privadas, el nivel, alto o bajo, de éstas harán más difícil o más fácil el ingreso de la empresa al mercado. Tales regulaciones pueden ser de tipo fiscal, de aranceles, seguridad industrial, cuotas, capacidad de producción, entre otras.

Por último, el tercer punto se refiere a los recursos que puede tener disponibles una empresa para sus proyectos, tal financiamiento, como ya se enfatizó en el capítulo dos, puede provenir de las utilidades retenidas, pasivos, emisión de capital o en dado caso arrendamiento.

El impacto que tiene un financiamiento adecuado para un negocio, lo hace más competitivo y le da oportunidad de ingresar a mercados que sin este no lo podría hacer.

El esquema muestra también las relaciones existentes entre el financiamiento, capacidad empresarial y las regulaciones. Tales relaciones originan una interdependencia que nos hace pensar en los efectos que puede tener una Sociedad de Inversión de Capital para que una empresa pueda entrar en un mercado de cadenas productivas.

Dicho efecto es causado por que una SINCA busca agregar, además de recursos monetarios, valor a la empresa donde hace la inversión. Este valor agregado, se inyecta tanto en los procesos de producción, de administración, de distribución; ello le da a la empresa una mejor capacidad de gestión dentro de su mercado, ya sea para encontrar mejores apoyos por parte de las distintas cámaras a las que pueden pertenecer, asistencia a ferias de los productos ofertados y demandados.



Esquema 6.2

* Mercado de cadenas productivas. Se definirá como la figura que reúne a los ofertantes y demandantes.

La Sociedad de Inversión de Capital viene a implementar una nueva forma de hacer negocios, lo cual repercutirá en el acceso a nuevos mercados por parte de la empresa promovida, uno de los mercados al que puede ingresar es al de cadenas productivas. Es necesario aclarar que el mercado de cadenas productivas es un medio para que el producto o los productos de la empresa en cuestión sean parte o un eslabón de una cadena donde el producto final de dicha cadena llegue al consumidor final.

Los productos que puede ofertar una empresa promovida pueden ser a otra empresa que pertenece a una cadena productiva, mediante la subcontratación, también puede ofrecer su producto al consumidor final (si las características del producto lo permite).

7. FILOSOFÍA DE INVERSIÓN

7.1. La Cultura ante el Mercado del Riesgo y la Esperanza de Rendimientos Bursátiles¹

7.1.1. Cultura y Formación de Expectativas

La relación entre los fenómenos culturales y el funcionamiento de los mercados bursátiles ha sido muy poco estudiada. La tradición de la teoría económica suele imponer la norma de que el comportamiento de los agentes se determina por la racionalidad completa de los mismos. Este capítulo trata de comprender la relación entre la cultura existente en una sociedad determinada y el comportamiento de los agentes económicos.

El punto de partida analítico supone que las expectativas configuradas por los agentes económicos son fundamentales para normar su acción. Sin embargo no se supone ni la existencia de una racionalidad completa ni la presencia de expectativas racionales. Se sigue una tradición, que en la sociología proviene de Émile Durkheim, y que consiste en reconocer el hecho social como tal sin intentar imponer ningún requisito ligado a un posible deber ser.

El hecho social de la formación de expectativas, es ante todo, un complejo proceso en el que participan y se entremezclan un conjunto de elementos sociales diversos; entre los principales se encuentran :

a) Las creencias

El tipo de creencias sobre el futuro, la ideología dominante y el entorno político es un elemento que influye mucho en la formación de expectativas. Por ejemplo en la Bolsa Mexicana de Valores puede tener repercusiones los grupos armados en el país, la fuerza política de la oposición.

b) La información disponible

La calidad, la cantidad y la oportunidad de la información disponible son un elemento clave. Contrariamente a las hipótesis de la racionalidad completa, nunca se dispone de la totalidad de la información correspondiente a los mercados; además la información tiene errores; además, puede estar sesgada e incluso puede encontrarse manipulada. Sin embargo el agente tiene que procesar la información que realmente se encuentra disponible para formar sus expectativas y orientar sus acciones.

c) Racionalidad limitada

¹ Un Modelo de Interpretación de la Bolsa de Valores Mexicana, Capítulo desarrollado por el Dr. Juan Castaings Teillery, en el libro Integración Financiera y TLC. Editorial Ariel Economía

La hipótesis teórica de Simon (1989) sobre racionalidad limitada es mucho más realista que la racionalidad completa de la tradición neoclásica. En éste capítulo se supone que el agente opera con racionalidad limitada, pero que ésta no corresponde a la única orientación con la que actúa el agente, pues al lado de procesos racionales limitados, coexisten creencias, deseos de poder y el conjunto de ideas que bien o mal fundadas son las que realmente tiene el agente al operar.

d) Las ideas del agente sobre su entorno social

Todos los agentes tienen un conjunto de ideas sobre su entorno social ; algunas veces, éstas tienen un fundamento científico, pero en la generalidad de los casos corresponden a una amalgama de ideología, ciencia, creencias, ansias de poder, búsqueda de que la realidad corresponda a sus deseos, etcétera.

Independientemente de lo bien o mal fundado de las concepciones, el agente sólo puede configurar sus expectativas y orientar su acción en función de sus propias ideas, ya que incluso los consejos que puede recibir deben pasar por el filtro de éstas.

e) Deseos de poder

La búsqueda de poder como mecanismo de dominio y de sobre posición hacia los otros, es uno de los grandes resortes de la acción humana, hay una importante relación entre las expectativas que se establecen y la propia búsqueda de poder por parte del agente que las configura.

7.1.2. Probabilidad, Riesgo, Esperanza de Rendimiento y Cultura

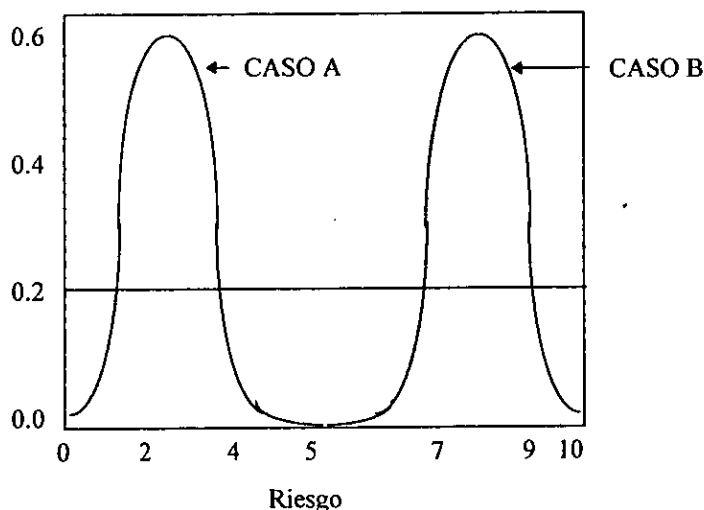
Independientemente de la manera como se integran los elementos enunciados en la conformación de expectativas para establecer un sistema o un conjunto de sistemas que lo integran, lo interesante es recalcar que hay un comportamiento social que manifiesta el resultado del modo como operan efectivamente los agentes económicos. Es imposible saber la forma en que se va a comportar tal o cual agente, pero es razonablemente plausible plantear la probabilidad de que los agentes tomen tal o cual comportamiento. Por eso en este capítulo se señala la hipótesis de que, en un momento dado se puede conocer la distribución probabilística que representa el comportamiento de los agentes.

En términos operativos, se puede trabajar con cualquier distribución probabilística que el análisis empírico demuestre como la más cercana al comportamiento real de los agentes económicos.

Por facilidad de exposición y haciendo uso de la ley de los grandes números, se supondrá que el comportamiento de los agentes se representa adecuadamente por medio de la distribución normal; se trata de una hipótesis operativa conveniente, pero que es indispensable. Lo que se trata de simular es el comportamiento del agente bursátil, especificándolo en términos de dos elementos claves que han destacado la teoría y la

práctica ; tal es el caso de la actitud ante el riesgo y ante la esperanza de rendimientos de una acción, de un título o de un portafolio. De hecho se supone la existencia de una función normal bivariada que mide dos variables : riesgo y rendimiento. Por facilidad de exposición se supone que ambas variables son independientes entre sí y, por lo tanto, se puede hacer una exposición separada de cada una de ellas como si fueran univariadas, para luego integrarlas en una sola función bivariada.

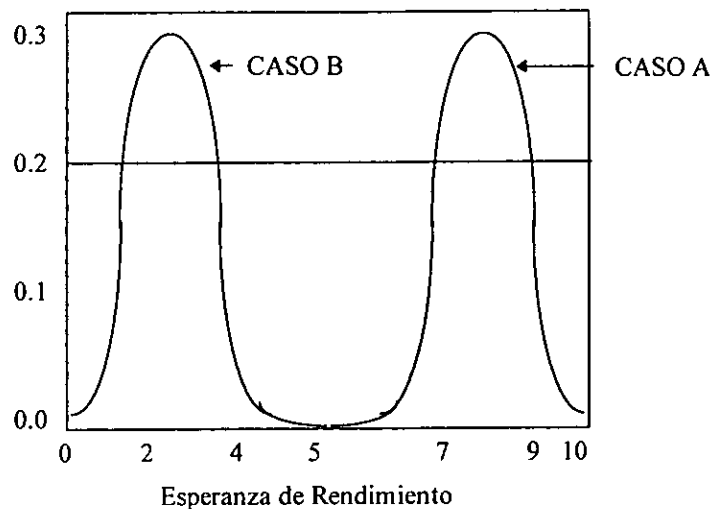
El primer conjunto de gráficas ayudará a comprender el problema. La primer gráfica muestra una función univariada normal que indica el comportamiento social ante el riesgo. En ella se supone que el riesgo se ha medido adecuadamente del 0 al 10. El riesgo nulo sería 0, y el riesgo máximo posible en un momento determinado sería 10. Para cuantificar el riesgo y transformarlo a una escala como la propuesta se puede usar el modelo de Markowitz (1987).



Gráfica 1. Ley de Probabilidades, Riesgo y Cultura

En este caso la curva probabilística indica la probabilidad de que un agente asuma una determinada magnitud del riesgo, en un momento dado. Por ejemplo en el caso A de las curvas indicadas, conduce a que la probabilidad de que un agente tome un riesgo de magnitud de 1 a 3 sea muy elevada y, en cambio sea casi nula la probabilidad de que los agentes tomen riesgos superiores a 7.

Se estaría ante un conjunto de agentes que son conservadores ante el riesgo. Se trata de una forma distinta de medir lo que en la bibliografía se conoce como "Aversión al Riesgo". En la tradición neoclásica, esta aversión al riesgo proviene de la inclinación de una curva de indiferencia entre el riesgo y la esperanza de rendimiento. Aquí no se hace ninguna hipótesis sobre la racionalidad del agente y el resultado no es determinístico sino probabilístico.



Gráfica 2. Ley de Probabilidades : Rendimiento y Cultura

Una situación de agentes con menor aversión al riesgo, lo ejemplifica el caso B, si éste representara la situación social existente, entonces habría una probabilidad muy alta de que los agentes estuvieran tomando riesgos de magnitud cercana a 8; incluso habría una probabilidad baja, pero sensiblemente mayor a la del caso A, de encontrar a agentes tomando riesgos de magnitud 9 o 10.

Otra diferencia entre el caso A y el caso B es la referente al mimetismo existente entre dos situaciones. Tanto la teoría como la práctica muestran la importancia que tienen los comportamientos miméticos. Este hecho se representa en las curvas propuestas por su varianza. El caso A representa una situación en la que el mimetismo es muy elevado; por lo tanto, el grueso de los agentes siguen patrones cercanos, lo cual ocasiona una varianza baja.

La segunda gráfica indica la distribución probabilística cuando la variable que se considera es la esperanza de rendimiento del papel o conjunto de papeles adquiribles en el mercado bursátil. Los rendimientos también se pueden calcular con el modelo de Markowitz y re clasificar en una tipología que va del 0 al 10; los rendimientos negativos pueden corresponder a un conjunto de números cercanos a 0. En la situación ejemplificada como caso A, el grueso de los agentes económicos buscarán rendimientos cercanos al 7 u 8.

La circunstancia es muy diferente a la del caso B la cual indica que, en esa situación social, los agentes se conforman con la esperanza de rendimientos mucho menores y que giren alrededor de la magnitud de 2 o 3. Se supone que la actitud de los agentes ante la esperanza

de los rendimientos implica un menor mimetismo que el existente ante el riesgo ; por eso, ahora la varianza es mayor.

Si se juntan las dos gráficas, se puede decir que el caso A representa a una sociedad conservadora que solamente invierte si tiene altos rendimientos y bajos riesgos, frente al caso B que corresponde a una sociedad mas abierta y agresiva que está dispuesta a correr mayores riesgos, así como invertir más aunque la esperanza de rendimiento sea menor.

Entre las dos sociedades A y B hay diferencias culturales muy importantes. Cada una de ellas integra de modo muy diferente los 5 elementos que se señalaron en la conformación de expectativas y cada una de ellas tomará decisiones de inversión completamente distintas en los mercados bursátiles.

De hecho, en las gráficas propuestas, el comportamiento social de los agentes se ha sintetizado en cuatro parámetros : los correspondientes a la medida de las distribuciones de probabilidad ante el riesgo y la esperanza de rendimiento y los correspondientes a las varianzas ante las dos variables señaladas. Lo que sucede cuando se integran las dos variables (riesgo y esperanza de rendimiento) en una sola distribución de probabilidad bivariada, ahora es fácil de comprender.

Se trata de curvas similares a las anteriores, pero ahora su representación sería en tercera dimensión.

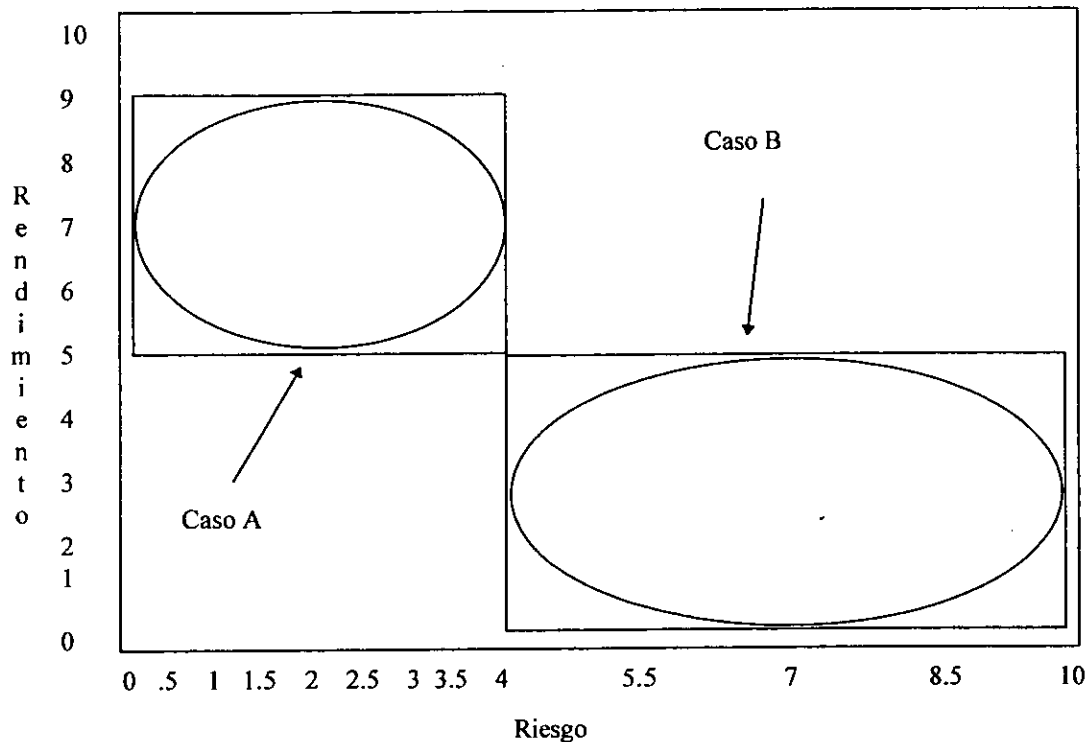
Como se supone que el riesgo y la esperanza del rendimiento son variables independientes entre sí, entonces sus covarianzas son nulas. Por eso cada caso es el resultado de cuatro variables : las dos medias y las dos varianzas ; es decir los promedios correspondientes al riesgo y a la esperanza de rendimiento, así como sus varianzas respectivas.

En cada una de las gráficas en tercera dimensión, el eje vertical que se encuentra en la parte derecha indica la frecuencia relativa del evento ; el eje que tiende a ser horizontal mide el rendimiento esperado y, el eje que tiende a ser vertical y se encuentra en el lado izquierdo de la gráfica mide el riesgo.

Las dos imágenes indican dos tipos de comportamiento social muy distinto ante el riesgo y la esperanza de rendimientos. En el caso A, la montaña que se forma tiene una media menor ante el riesgo y mayor ante la esperanza de rendimiento que en el caso B. esto quiere decir que en el caso A se tiene una mayor aversión al riesgo, y se busca una esperanza de mayor rendimiento que en el caso B. la diferencia en el comportamiento social ante el riesgo y la esperanza de rendimiento se observa claramente por la distinta ubicación de las montañas en las dos gráficas.

Por ejemplo, si se usan los parámetros que han servido de base para construir los dos casos A y B de que se ha hablado se tiene que, para el caso A, los parámetros son : la media ante el riesgo es 2, la media ante la esperanza de rendimiento es 7, la varianza ante el riesgo es

0.49 y la correspondiente al rendimiento es 0.49. Cuando se calcula la integral doble de una distribución normal bivariada entre los límites 0 y 4 para el caso de riesgo 5 y 9 para la esperanza del rendimiento, el resultado es de 0.991 . Es decir podemos encontrar un intervalo de confianza, el cual indica que 99% de los sujetos que operan en el mercado de valores tenderá a aceptar riesgos entre 0 y 4 ; además buscarán esperanzas de rendimiento que van de 5 a 9 . O sea, en el espacio delimitado por las cifras mencionadas podemos encontrar a 99% de los sujetos que actúan en el mercado.



GRÁFICA 3 Área de Probabilidad

Cuando hacemos los mismos cálculos para el caso B, encontramos una situación distinta y, como ya se ha dicho, ahora se tiene una situación en la que hay una alta probabilidad de encontrar a los sujetos en condiciones de aceptar mayor riesgo por una menor cantidad de esperanza de rendimientos.

De hecho si se proyecta el área fundamental bajo la cual se localiza cada una de las montañas. Lo cual se encuentra es una área en forma de elipse en la cual se refleja un alto porcentaje de la montaña. Es evidente que la montaña tiene una superficie total igual a uno, ya que se trata de una ley probabilística ; pero lo que se busca es una área que refleje un alto porcentaje de la misma, por ejemplo, un 80%. En este caso, el área indicará el lugar geométrico entre el riesgo (que se evalúa en una escala del 1 al 10) y la esperanza de rendimiento que se evalúa es una escala similar. Se trata de una área en un espacio de dos dimensiones.

Este espacio de dos dimensiones se representa en la gráfica 3. Cada una de las elipses que se encuentran ahí, corresponden a esta proyección de la montaña probabilística. En esta situación aunque la orientación de las elipses es la correcta para cada uno de los casos A y B, el área de cada una de ellas es solamente ilustrativa. Cada elipse indica el área que implica una probabilidad superior a 80% de los sujetos que actúan en bolsa tengan un comportamiento en el interior de cada elipse. En el caso A, los sujetos (para decidirse a realizar una inversión) requieren de mayores niveles de rendimiento para cada nivel de riesgo. El caso A corresponde a una actitud cultural frente al riesgo y al rendimiento profundamente conservador con respecto al caso B, que ejemplifica una situación de empresarios más audaces y dispuestos a aceptar mayores riesgos frente a esperanzas de rendimiento menores.

Naturalmente, puede haber un espacio que sea común a ambos casos. En ejemplo que se presenta, este espacio no existe. Pero en el caso de existir, ese espacio mostraría que hay una probabilidad más o menos reducida (según sea la dimensión del espacio en común) de encontrar individuos en el caso A, que se comportan de la misma manera que los del caso B.

7.1.3. Sociedades que rechazan riesgos y sociedades que toman riesgos

Los casos A y B son representaciones de sociedades que rechazan y que aceptan riesgos, respectivamente, ante rendimientos esperados. Es conveniente distinguir las características que tienen cada una de las sociedades.

La sociedad que rechaza riesgos tiene las siguientes características :

- a) Conservadurismo. Se trata de sociedades en las cuales los empresarios son conservadores y se encuentran muy poco dispuestos a la innovación, prefieren el mantenimiento de las estructuras existentes. Se suelen conformar con las ganancias que proporcionan las empresa, las cuales frecuentemente son elevadas. El conservadurismo es tal que si no existe la esperanza de ganancias elevadas, no se realizará ninguna inversión.
- b) Cultura de elevadas ganancias. Como en estas sociedades las ganancias han sido históricamente elevadas, existe la cultura de que para que una inversión se pueda considerar redituable, es necesario que genere elevadas ganancias.
- c) Cultura de ganancias fáciles. No sólo se espera que las ganancias sean elevadas, también se piden que sean fáciles y a **corto plazo** ; es decir, que no implique un gran problema de obtenerlas. Esta estructura de ganancias elevadas y fáciles suele presentarse en sociedades poco competitivas y sujetas a un proteccionismo muy elevado ; además en ellas el espíritu empresarial suele ser muy reducido.
- d) La estructura simbólica de la cultura. Conduce a que la valoración de la información disponible y del procesamiento de la misma por racionalidad limitada, esté generalmente sujeta a procesos restrictivos simbólicos muy fuertes. La valoración del trabajo también suele ser negativa ; no se acepta el riesgo como mecanismo para el logro de ganancias ; se tienen pocas disposiciones a la innovación, etcétera.

En la gráfica 3, del subcapítulo anterior podemos representar a una sociedad que rechaza riesgos en el caso A y por el contrario a una sociedad que acepta riesgos en el caso B.

Una sociedad que asume riesgos tiene características muy diferentes :

En ella se aceptan como socialmente satisfactorias, inversiones que dejan ganancias menores, no se esperan que las ganancias sean fáciles, ya que se tiene una competencia importante a la cual hay que hacerle frente y a la que no se le puede vencer sin innovaciones administrativas, tecnológicas y de penetración de mercados ; son sociedades más dispuestas al cambio. La estructura simbólica por medio de la cual se valorizan los cálculos, implica una alta valoración al trabajo y a la toma de riesgos.

Debemos detenernos a pensar en cual tipo de sociedad nos encontramos como país, si estamos en la que rechaza riesgos o sea el caso A o vamos con dirección a la sociedad que acepta riesgos B.

8. DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS²

El desarrollo económico no es un proceso lineal o automático, tampoco un patrón particular de éxitos económicos; puede ser tomado como un ideal a ser seguido por otros países. Sin embargo, la persistencia del subdesarrollo en algunas naciones ha hecho necesario que se formulen análisis más profundos de experiencias exitosas pasadas y presentes a fin de extraer algunas lecciones importantes que sirvan para enriquecer las políticas de desarrollo de aquellos países que permanecen rezagados. Ha sido igualmente necesario construir modelos que contribuyan a buscar caminos hacia desarrollos más rápidos, menos tortuosos y más eficientes.

Esta búsqueda de alternativas para el desarrollo ha generado importantes contradicciones en análisis históricos, institucionales, comparativos y teóricos, los cuales no han estado desprovistos de controversia. No obstante, un rasgo común a dichos estudios ha sido su identificación de “factores o características esenciales” que propician importantes rompimientos con los patrones tradicionales de actividad económica y bienestar. Existe un punto crítico en el cual las naciones “despegan” hacia el desarrollo.

En términos de política económica es preciso identificar todos aquellos elementos que en experiencias pasadas y presentes han propiciado que tales características propulsoras del desarrollo aparezcan y se afirmen a fin de inducirlos a otros países: promoviendo cambios institucionales y políticas innovadoras que permitan acelerar sus procesos de desarrollo.

Uno de los razonamientos al que más se ha recurrido en la construcción de modelos, ha sido el referido a la relación entre el ahorro y la inversión. Como una extensión a éstos, estudios históricos e institucionales han resaltado la importancia de los mercados e intermediarios financieros en el desarrollo económico. Finalmente, estudios transversales y estudios comparativos han servido para identificar diferencias en sistemas financieros, políticas financieras de regulación y su papel en el desarrollo económico.

Es por tanto posible identificar las características que debe tener un sistema financiero para convertirse, si no en el principal, al menos en uno de los primordiales factores que inducen un despegue al desarrollo de un país. Una contribución al respecto es la identificación de las etapas de desarrollo financiero. Para tener una visión comprensiva de este fenómeno, es necesario examinarlo considerando los cambios en la estructura financiera, el financiamiento del desarrollo mediante fuentes internacionales y el desarrollo de los mercados de capital.

A continuación se presentan algunas etapas de desarrollo de los mercados de capital.

² Despegue al Desarrollo y los Mercados Financieros, Capítulo desarrollado por el Dr. Edgar Ortiz en el libro *Transiciones Financieras y TLC*, Antonio Gutiérrez/Celso Garrido (Coordinadores); Editorial Ariel Economía

8.1 Etapas de desarrollo de los mercados de capital.

Son los mercados de capital y sus instituciones los que hacen posible un despegue al desarrollo. Las inversiones, a largo plazo son apoyadas con la emisión de títulos financieros de estos mercados, concebidos igualmente a largo plazo. Este financiamiento permite que las empresas mantengan sus operaciones mas allá de sus recursos internos y a largo plazo, de acuerdo con la vida útil de las inversiones. Las empresas pueden concentrarse en mejorar su eficiencia en la producción de bienes y servicios reales, así como el desarrollo tecnológico y de nuevos productos. Los mercados de capital igualmente permiten que la empresa deje atrás el financiamiento de subsistencia y, afirmando su planeación estratégica, aproveche sus oportunidades de inversión y optimice sus operaciones. Es posible identificar seis etapas de desarrollo de los mercados de capital.

1. Ebriónica.

Los títulos financieros de largo plazo llegan tardíamente al sistema financiero de un país. Aparecen después de la aparición de las instituciones bancarias. En la etapa embrionica de desarrollo de los mercados de capital, comienzan también a conformarse y crecer los mercados de dinero. Los mercados de capital y sus instituciones, así como otros intermediarios no-monetarios, surgen pero no alcanzan mucha relevancia. En una primera fase estos intermediarios mas bien permanecen en un estado embrionico. Se parecen a clubes inversionistas que consolidan sus alianzas y buscan capital adicional incorporando a sus empresas, a terratenientes tradicionales y mercaderes.

No existe propiamente una clase de capitalistas emprendedores o institucionales, sino una élite tradicional que se aprovecha de las oportunidades de inversión en actividades comerciales y de industrialización tradicional. Las empresas son principalmente de propiedad familiar. Así, la oferta de capital accionario en los mercados de capital es muy limitada, en tanto que su demanda se reduce a pequeños grupos de inversionistas de la élite que buscan oportunidades de inversión fuera del sector primario u otras actividades tradicionales. La actividad de los mercados de capital es reducida.

2. Mercados de endeudamiento imperfectos.

Durante las fases iniciales del despegue al desarrollo, los mercados de capital crecen lentamente, pero sus actividades se concentran en títulos de endeudamiento-bonos. Ofertas gubernamentales de estos instrumentos permiten financiar proyectos de desarrollo específicos. Los títulos de endeudamiento de las empresas son primordialmente de corto plazo y la oferta de capital accionario es muy limitada. Sin embargo, durante este período los inversionistas pertenecen a una pequeña pero creciente clase capitalista. Las inversiones institucionales en los mercados de valores son casi desconocidas y se limitan a las realizadas por las instituciones bancarias. Los mercados de capital son muy delgados e

imperfectos. La banca comercial es responsable de la mayor parte del ahorro y créditos generados en la economía. Aún mas, las empresas y las instituciones bancarias establecen fuertes vínculos entre sí en cuanto a capital y administración.

Las "relativamente" grandes empresas industriales continúan siendo ineficientes, primordialmente de múltiples productos. Estos grupos permanecen altamente apalancados adquiriendo créditos preferenciales de sus propias instituciones bancarias. Los mercados de capital forman parte de este circuito de financiamiento a través de los lazos existentes entre las instituciones bancarias comerciales y la banca de inversión e intermediarios bursátiles.

3. Progresión de los mercados de dinero.

Con el paso del tiempo la actividad de los mercados de capital se incrementa y se torna más sofisticada. Sin embargo, antes de que las ofertas de capital accionario se consoliden, emergen los mercados de dinero bien diferenciados de los mercados de capital; además de ser una valiosa fuente de financiamiento para el despegue al desarrollo, estos mercados se convierten en un importante cimiento para el desarrollo del financiamiento accionario. Los certificados de tesorería y otros valores federales son importantes fuentes para el financiamiento gubernamental. Las negociaciones en este tipo de títulos predominan en los mercados de valores. Más adelante los títulos de corto plazo gubernamentales se convierten en el principal mecanismo para controlar la oferta monetaria y el crédito. Todo ello contribuye a una profundización del desarrollo de los valores a largo plazo y en especial a establecer las bases para una eficiente valuación de empresas en los mercados financieros.

Los certificados de tesorería pasan a ser el punto clave de referencia (activo libre de riesgo) para requerir un premio al riesgo a otras inversiones gubernamentales o privadas; se establecen así las condiciones de equilibrio entre el riesgo y el rendimiento. En los mercados de dinero y capital, comienzan a echar raíces las inversiones realizadas por una clase media ascendente. Estos accionistas sólo mantienen posiciones minoritarias en la propiedad empresarial y la protección a sus derechos no está bien desarrollada. El despegue al desarrollo está en proceso pero puede sufrir severos retrocesos debido a crisis económicas y al mal diseño y administración inadecuada de la política económica, particularmente la represión financiera y la excesiva regulación e intervención estatal.

4. Mercados de capital emergentes y de despegue.

El despegue al desarrollo crea amplias posibilidades de inversión, pero la escasez y el encarecimiento del financiamiento interno aunado a los patrones de financiamiento de los grupos son insuficientes para sostener el crecimiento corporativo. Incluso la competencia de los mercados locales e internacionales induce a las empresas a buscar rápidos cambios tecnológicos. El financiamiento cambia de financiamiento bancario a corto plazo a

financiamiento a largo plazo a través de los mercados de capital creciendo la importancia del financiamiento accionario. Los altos niveles de apalancamiento propios del financiamiento de los grupos, son reemplazados con la colocación de capital accionario. Las operaciones en los mercados de valores crecen rápidamente y los mercados accionarios emergen como la fuente más importante para el despegue al desarrollo.

Consiguientemente, los propietarios-administradores tienden a disminuir el control administrativo y accionario de sus empresas. Las empresas se vuelven corporaciones públicas en pleno; incrementos en el ingreso y su distribución más equitativa levantan la participación en los mercados de valores por parte de los inversionistas de las clases medias. Una creciente participación de inversores institucionales también propicia la dispersión de la propiedad, pero la propiedad empresarial continúa siendo concentrada. Sin embargo, los propietarios minoritarios ya cuentan con una adecuada protección legal y administradores profesionales manejan la empresa. En general, los mercados accionarios muestran un crecimiento explosivo y sus imperfecciones tienden a disminuir. El crecimiento rápido de la economía hace que los mercados accionarios sean altamente sensitivos a factores económicos clave que determinan sus riesgo sistemático. Los mercados de capital locales se integran de manera creciente con los mercados financieros internacionales y movilizan cantidades significativas del ahorro externo para financiar las inversiones de sus empresas; eso es posible gracias a los altos premios al riesgo que los mercados locales ofrecen en relación con los activos libres de riesgo internacionales.

5. Mercados de capital perfectos.

Junto con la maduración de la economía y la madurez en la intermediación financiera, los mercados accionarios también maduran; las imperfecciones en los mercados desaparecen ya que las asimetrías en la información son mínimas y la oferta y demanda de valores de riesgo es amplia y competitiva. La forma preferida de propiedad corporativa es la corporación pública, la propiedad y control de la empresa están, por tanto, separados. Las empresas financian sus oportunidades de inversión principalmente con bonos y capital accionario. La emisión de valores es sumamente innovadora y la fijación de precios de los activos financieros es una función de relación entre el riesgo y el rendimiento inherente a utilidades y flujos esperados de las empresas. El valor de la empresa y sus decisiones son establecidas en los mercados de valores. Una amplia dispersión de la propiedad, así como una amplia participación de las clases medias hace que la fijación de precios de los activos financieros y las decisiones empresariales sean socialmente orientadas.

Las inversiones institucionales hechas a nombre de inversionistas individuales, fondos de pensión, fondos mutualistas, movilizan crecientes cantidades del ahorro a la inversión. Los mercados de capital maduros no están, sin embargo, libres de burbujas especulativas y de períodos de alta volatilidad, inducidos por bajas en los ciclos económicos nacionales o internacionales.

6. Mercados de capital decadentes.

Los deterioros estructurales de la economía son también seguidos por un deterioro de los mercados financieros. La pérdida de competitividad de una economía junto con los síntomas que lo acompañan, generan un proceso de desintegración financiera. En estos procesos los mercados de valores se vuelven más especulativos y volátiles. Retorna igualmente una alta concentración en la propiedad corporativa. El riesgo sistemático tiende también a incrementarse en relación con otros mercados: de tal manera que los inversionistas altamente adversos al riesgo buscan otros mercados.

Los límites de la erosión económica están fijados por la capacidad de la economía para recuperar su iniciativa tecnológica y para corregir sus problemas estructurales.

El análisis de las diferentes etapas de los mercados de capital nos lleva a pensar en cual etapa se encuentra el mercado de capitales en México. El financiamiento a largo plazo permite que las empresas puedan obtener recursos conforme a la maduración de sus proyectos lo que redundaría en menos presiones financieras para estas empresas y una mayor atención en aspectos operativos y de mercado. El mercado de capitales hace posible el financiamiento a largo plazo, por lo tanto la importancia de un mercado de capital desarrollado está en que permitirá a muchas empresas adquirir los recursos de una manera que les ofrezca crecer con mayor rapidez.

Se puede decir que el mercado de capital en México se encuentra en los finales de la etapa progresión de los mercados de dinero y en la etapa de mercados de capital emergentes y de despegue; en la primera se puede decir que en México ya existen la figura de certificados de tesorería como punto de referencia de la tasa libre de riesgo para requerir un premio al riesgo en la inversiones que se hacen, de igual forma se habla de los accionistas de clase media ascendente que empieza a echar raíces; por otro lado se ven ciertas deficiencias en la protección a los derechos de los accionistas minoritarios (la cual no está bien desarrollada) y la administración de la política económica, así como una intervención estatal.

Para la segunda etapa nombrada, en México existe una carencia de financiamiento interno, por lo tanto se tiene que recurrir a inversionistas extranjeros, lo que lo hace de cierta manera vulnerable, sobre todo si esta inversión es a corto plazo. También ha crecido la importancia del financiamiento a largo plazo, sobre todo en las empresas grandes que tienen mayores emisiones de capital que antes. Está ocurriendo un fenómeno en algunas empresas, donde se ha cedido el control a administradores profesionales, de igual forma ha crecido las inversiones institucionales dispersando un poco la propiedad, pero la propiedad de la empresa se sigue manteniendo concentrada.

Otra característica del mercado en México es que, es sensitivo a factores externos claves, y también por los grandes premios que otorga.

9. LOS MERCADOS DE CAPITAL, LAS CULTURAS Y LA PERCEPCIÓN DEL RIESGO.

El marco de referencia que se ha visto en los capítulos anteriores es la base principal para establecer algunos criterios en el análisis de la situación del capital de riesgo en el entorno económico mexicano.

9.1. La relación existente entre las etapas de los mercados de capital y las culturas tipo A y tipo B.

Las etapas de mercados de capital descritos en el capítulo ocho explican un proceso de desarrollo de los mismos y dan características generales de tales mercados. Por otro lado, las culturas de tipo A y tipo B descritas en el capítulo seis muestran ciertas características que ejemplifican el comportamiento de cada una de ellas.

Por sus características se puede decir que en las diferentes etapas de los mercados de capital existen culturas de tipo A y tipo B o si lo queremos ver de otra forma, en las culturas de tipo A y tipo B se desarrollan las etapas de los mercados de capital. Esto nos dice de cierta forma, que en algunas etapas de los mercados de capital se da más la cultura de un tipo que de otro.

Para las etapas de mercados de capital: embriónica, mercados de endeudamiento imperfectos, progresión de los mercados de dinero, mercados de capital emergentes y de despegue ; existe una mayor probabilidad de encontrar culturas de tipo A. Para la etapa de mercados de capital perfectos, la cultura tipo B es la que se puede encontrar con una mayor probabilidad.

9.2- Consecuencias de los mercados con características como el de México.

Existen agentes en el mercado que tienen mucha influencia sobre éste, y como la influencia que ejercen estos agentes es muy fuerte, el mercado se deja manipular con relativa facilidad y se mueve con alta probabilidad hacia las direcciones deseadas por los especuladores, esta es una característica del mercado mexicano.

En un mercado especulado y manipulado es natural que la mayoría de los agentes tienda a buscar la imitación al comportamiento de los grandes agentes que están en posibilidad de manipular dicho mercado. Por lo tanto la aversión al riesgo es menor y las esperanzas de rendimientos son elevadas.

Esta situación frena las posibilidades de que los agentes destinen sus excedentes de dinero a otro tipo de instrumentos. Tal es el caso A que se vio en el capítulo siete.

Las características de la etapa mercados de capital emergentes y de despegue son representativas de este tipo de comportamiento donde los mercados tienen un alto grado de ineficiencia y tienden a ser especulativos.

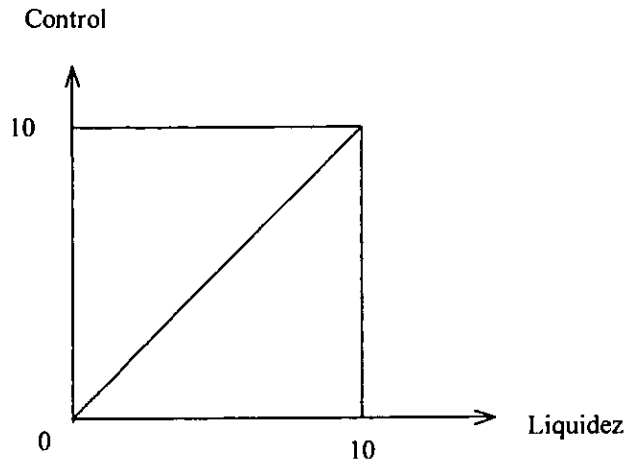
En el capítulo 4 se nombran los atributos que tiene el riesgo de inversión, se tiene que un inversionista del caso A es muy dado a preguntarse si existen posibilidades de grandes ganancias en la inversión que realizará, y lo que requiere acerca del conocimiento de la inversión es saber si el agente líder o especulador del ramo le va bien o mal. La percepción acerca de las fuentes del riesgo la utiliza como las principales causas que llevarán a la pérdida o ganancia en la inversión y sin que el inversionista casi no pueda hacer nada para disminuir los efectos de tal fuente de riesgo (se dice casi dado que pueden existir instrumentos de cobertura que aminoren los efectos de una pérdida grande). Este es el caso cuando se hacen inversiones en instrumentos bursátiles donde se tiene una lista de activos en los cuales se puede invertir los recursos. No obstante, ¿Qué pasa con las inversiones que se realizarán fuera de esa bursatilidad que brinda el mercado público de capitales?. El atributo de sentimiento de control acerca de la inversión toma otra dimensión y se le suman otras características (ver capítulo 4.).

Este atributo con nuevas características es difícil de encontrar en una cultura cercana al caso A, en un mercado de capitales emergentes y de despegue debido a que el inversionista, primeramente, prefiere invertir su dinero donde los grandes especuladores lo hacen.

Así los inversionistas en un mercado de capitales emergente y de despegue, y con tendencia al caso A requiere de inversiones que le generen liquidez^{1*}. Es más probable encontrar a inversionistas con el atributo de riesgo sentimiento de control encaminado hacia la liquidez de cualquier activo así sea bursátil o no. En este tipo de mercados y con cultura del caso A es menos probable encontrar inversionistas con un sentimiento de control más sofisticado y con más características que sólo la liquidez.

Este tipo de inversionista que se encuentra con mayor probabilidad en el mercado mexicano se encuentra situado en un plano R^2 , donde la función es una línea recta que a mayor liquidez en el instrumento, el sentimiento de control será mayor.

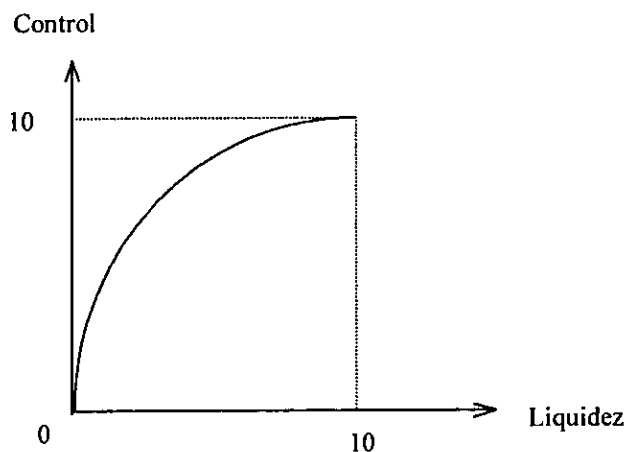
^{1*} Nota: Se habla de liquidez como el poder vender en cualquier momento o en un periodo corto de tiempo de los recursos invertidos.



Supongamos que los parámetros para el mayor sentimiento de control y para la mayor liquidez del instrumento son del 0 al 10, lo cual cuando se tiene la máxima liquidez esperada se tiene el mayor sentimiento de control y viceversa para cuando no existe liquidez.

Por otro lado, el tipo de inversionista que se encuentra con menor probabilidad en estas economías, posee características que hacen que el sentimiento de control dependa de más variables, por lo tanto se encuentra situado en un plano R^n , donde $n: 3,4,5$, o demás parámetros que el inversionista considere necesarios.

Puede ser que un inversionista con estas características, le de a la liquidez de la inversión otra ponderación donde su función de comportamiento del sentimiento de control respecto a la liquidez es distinta.



Si suponemos los mismos parámetros que en la gráfica anterior, se observa que la función es cóncava, se tiene un sentimiento de control mayor aunque no se tenga demasiada liquidez, además el sentimiento de control aumenta muy poco a pesar que tenga ya mucha liquidez,

esta es una característica de una función de ese tipo donde tiene pendiente positiva y crecimiento marginal decreciente. Tal comportamiento se debe a que el sentimiento de control depende de otros parámetros que permiten que la función respecto a ésta variable se comporte de tal forma.

Dentro de los inversionistas que se encuentran con menor probabilidad en el mercado de capitales emergentes y de despegue y en una cultura de tipo A, se encuentran los fondos de capital privado o de riesgo, los cuales requieren o necesitan tener una percepción del sentimiento de control con las características descritas en el capítulo 4., es decir con un sentimiento de control que dependa de más variables. Los demás atributos no cambian demasiado al igual que las fuentes de riesgo, estas siguen afectando en la misma forma, aunque con una mayor deficiencia en su información.

En el caso de las culturas de tipo A y mercados de capital emergentes y de despegue existen pocas asociaciones que formen un equipo en la búsqueda de atraer inversionistas para formar un fondo de capital privado.

Así pues, la formación de fondos de capital privado en una cultura de tipo A y en mercados emergentes tienen mayor dificultad que en un mercado de capitales desarrollado y en una cultura de tipo B.

La formación de fondos de capital privado en mercados de capital perfectos o desarrollados, resulta más sencilla dado las características de los inversionistas y de sus instituciones.

La probabilidad de encontrar inversionistas con un sentimiento de control más sofisticado que dependa de más variables será mayor que en el caso anterior. También en este tipo de países, los mercados se encuentran menos manipulados por los principales agentes dada la alta competencia entre las empresas y la gran cantidad de firmas que cotizan en bolsa, por lo tanto, los inversionistas poseen una mayor gama de instrumentos en cuales invertir y valuarlos conforme a los resultados que arrojen las fuentes de riesgo.

En resumen, en una cultura de tipo B y mercados perfectos o desarrollados, hay una mayor probabilidad de encontrar a inversionistas con la percepción del riesgo de inversión con un atributo más sofisticado de sentimiento de control. Esto permite que existan mayores inversiones en activos menos bursátiles y con enfoque más operativo.

9.3 El POCO Crecimiento de los Fondos de Capital de Riesgo en México

El poco crecimiento que han tenido los fondos de capital de riesgo en México, en parte ya se ha explicado donde se afirma que en un mercado como el nuestro y en una cultura cercana al tipo A como la nuestra, los inversionistas tienden a invertir en instrumentos que les generen altos rendimientos y con un riesgo mucho muy bajo, entre otras características como instituciones gubernamentales con deficiencias administrativas, demasiada regulación, etcétera. Además la probabilidad de encontrar inversionistas, en este tipo de cultura y

mercados de capital, con una percepción del atributo sentimiento de control un poco más sofisticado, es menor ; por lo tanto la probabilidad de encontrar fondos de capital de riesgo en una economía como la de México es menor.

En el contexto de los fondos de capital de riesgo primeramente debe existir el convencimiento por parte de los inversionistas de que el invertir en estos representará rendimientos mayores, pero en el largo plazo, por otro lado el inversionista debe formar una expectativa diferente del riesgo que asumirá al invertir en este tipo de activo. Obviamente esto se va a dar en la medida que las condiciones de los mercados y la cultura de inversión cambie.

Como podemos ver en el anexo de estadísticas en la gráfica No. 4 se aprecia un decremento en el número de SINCAS, dicho decremento ha sido causado específicamente y según un estudio de la Asociación Mexicana de SINCAS (AMS) por:

- Sobreregulación por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).
- Dificultad para incorporar nuevos inversionistas por sus propias características.
- Régimen fiscal poco favorable.

La AMS busca un mayor desarrollo de los fondos de capital de riesgo en México, por lo que ha a continuación se presentan algunos de los objetivos que desea alcanzar para que las SINCAS empiecen a tener un mayor peso específico en los esquemas de financiamiento.

- Simplificar la regulación por parte de la CNBV.
- Fomentar la bursatilización de las acciones tanto de SINCAS como de empresas promovidas.
- Adoptar normas internacionales
- Eliminación del Impuesto al Activo.
- Promoción del ahorro a mediano y largo plazo a través de la inversión en SINCAS.
- Transparencia fiscal al momento de la desinversión de empresas promovidas.
- Programas de actualización y regularización fiscal para empresas promovidas.
- Neutralidad, certidumbre, y permanencia de normas fiscales.
- Promoción y atracción de recursos a través de:
 - Banca de desarrollo
 - Fondos de pensión
 - Capital extranjero
 - Personas físicas.
- Difusión de la figura tendiente a lograr una mayor aceptación tanto por el inversionista, como por los empresarios como vehículo de apoyo.

10. CONCLUSIONES

La finalidad de la presente tesis fue el de establecer la importancia que tiene el capital de riesgo para el crecimiento y desarrollo de las empresas en México y el efecto que puede tener en la economía. Por otro lado, establecer la base sobre la cual el capital de riesgo en México está trabajando.

El financiamiento a las empresas por medio de emisión de capital resulta de gran ventaja para financiar proyectos a largo plazo, los fondos de Capital de Riesgo vienen a jugar un papel muy importante en el financiamiento por medio de emisión de capital en la pequeña y mediana empresa, la cual está llamada a ser el instrumento para que el país se desarrolle económicamente, la figura de la SINCA en México es el medio por el cual se financian proyectos que permiten que se desarrollen ciertas regiones o sectores de la economía.

El efecto que tienen este tipo de financiamientos en la economía es muy importante como se vio en el capítulo 6 donde se puede apreciar el efecto multiplicador que genera la entrada de recursos y valor agregado por parte de una SINCA.

Se dio especial énfasis a la percepción del riesgo que poseen algunos inversionistas en un tipo de cultura y en otra, así como las características que poseen las etapas de los mercados de capital.

Se estableció que México se encuentra en una cultura cercana al caso A y en las etapas de "Progresión de los Mercados de Dinero" y de "Mercados de Capital Emergentes", donde se encuentran inversionistas con una aversión al riesgo mayor, empresarios más conservadores, menos preparados, instituciones públicas con atrasos administrativos, deficiencias en el flujo de información entre las instituciones, mercados altamente especulados, etcétera.

De igual forma se hace una descripción de la forma en que percibe el riesgo un inversionista que invierte su dinero en un fondo de capital de riesgo.

México era una sociedad completamente del caso A en la década de los setenta u ochenta, no obstante los cambios tan drásticos en las relaciones con otros países en materia de comercio y mercados financieros, ha cambiado un poco la forma de percibir riesgo. No obstante falta camino por recorrer para que los inversionistas adopten una postura de menor aversión al riesgo en la medida que el mercado vaya teniendo una mayor competencia entre sus participantes y comprensión por parte de los empresarios de que la innovación en sus procesos de producción y administrativos e institucionalización del negocio aumentarán su nivel de competencia en el mercado. Por otra parte se requiere comprender que una sociedad que estaba acostumbrada a tener un protección por parte del gobierno no va a cambiar de buenas a primeras su manera de pensar.

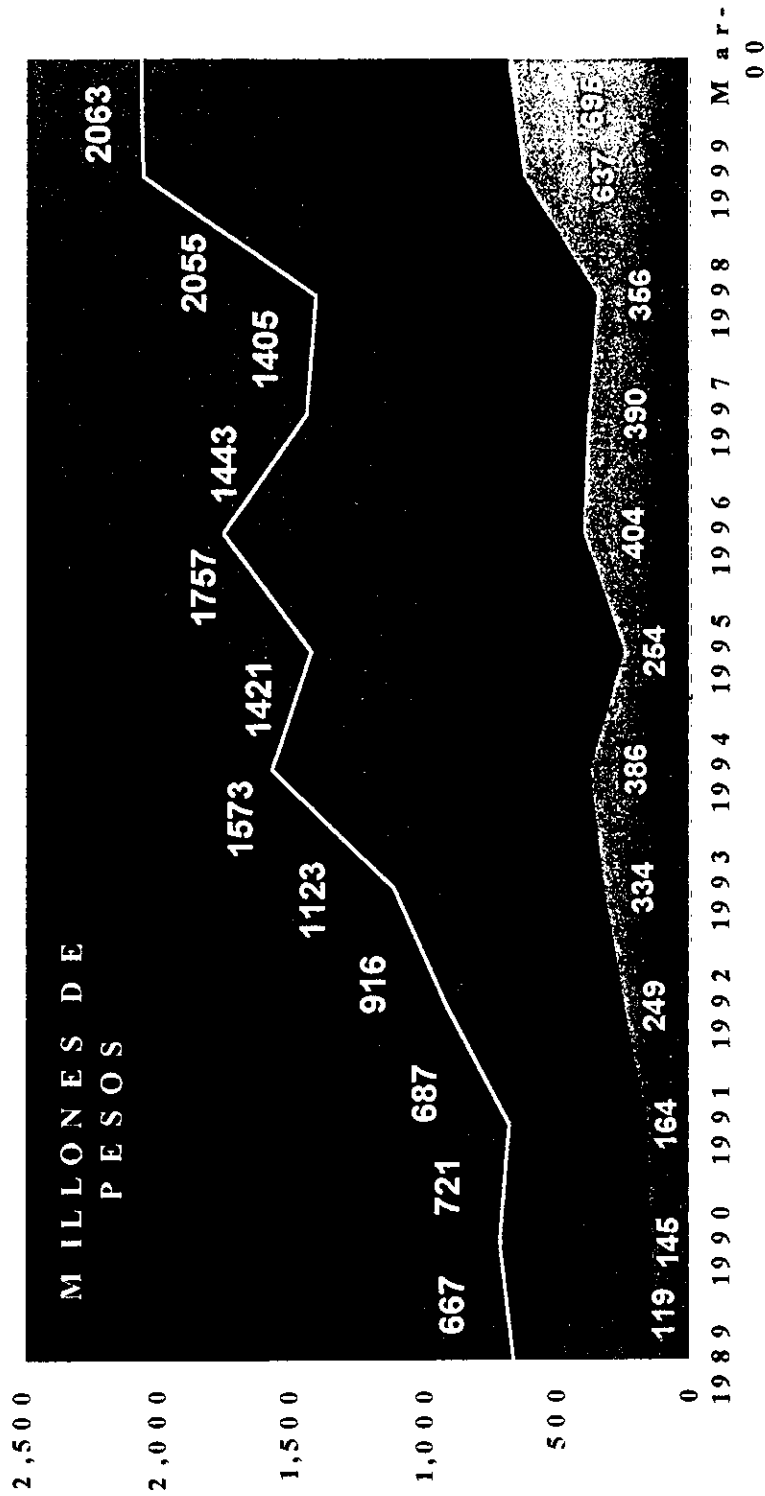
Es obvio que los inversionistas en México tienen que cambiar su manera de percibir los riesgos y dejar de ser tan conservadores y ampliar sus horizontes de planeación hacia un largo plazo, pero este es un proceso lento que no se da en unos cuantos años. Además las instituciones gubernamentales y privadas todavía no cuentan con la maduración para

alcanzar una mayor modernidad en sus procesos que permitan eliminar los rezagos informáticos que generan demasiada regulación. Y como tercer participante los empresarios que todavía no cuentan con negocios institucionales que permitan que el capital fluya con menos obstáculos hacia sus empresas.

La Asociación Mexicana de SINCAS (AMS) es el organismo que ha presentado algunas propuestas a los organismos reguladores para mejorar la situación del capital de riesgo e impulsar su crecimiento. Dichas propuestas son parte del movimiento que hace que los mercados de capitales se muevan hacia los mercados más maduros y hacia una cultura que acepte mayores riesgos.

ANEXOS

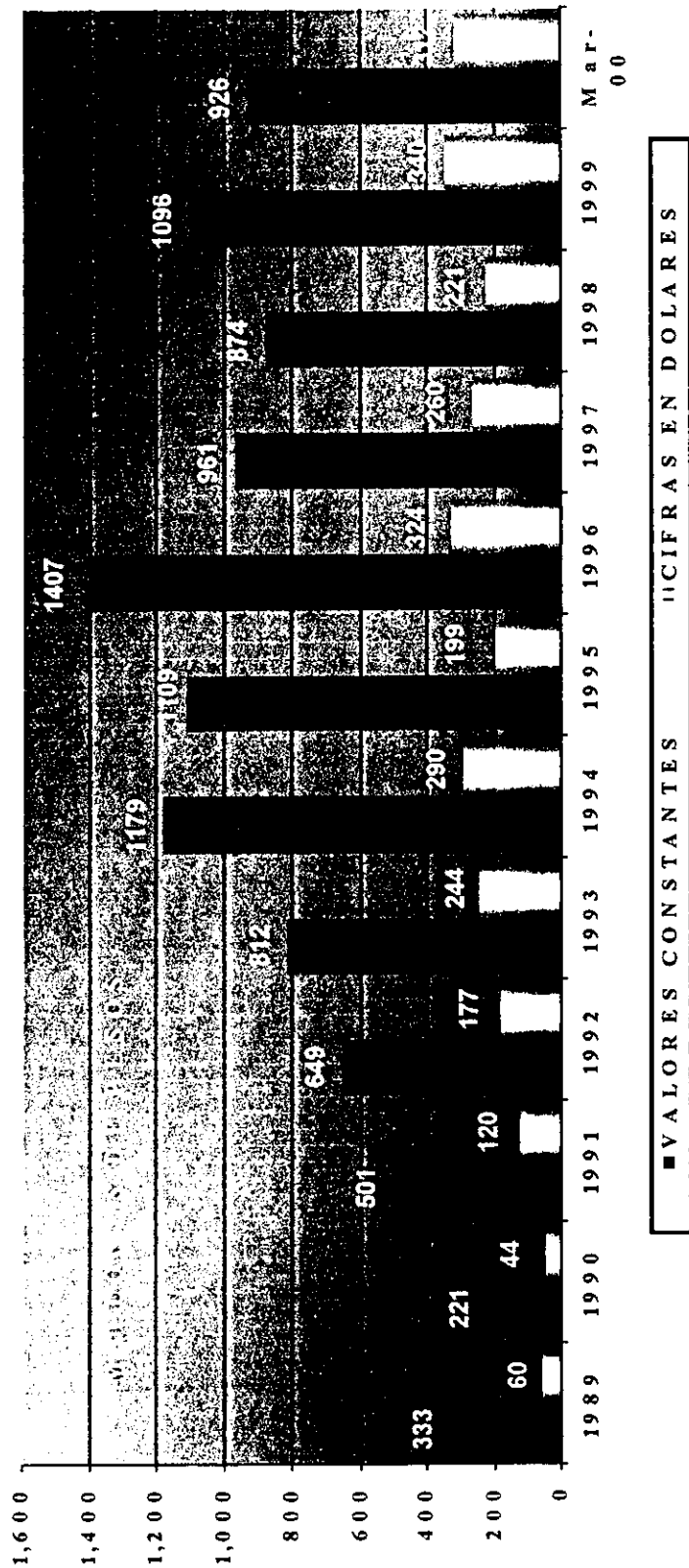
Crecimiento de activos totales



VALORES CONSTANTES ■ DOLARES

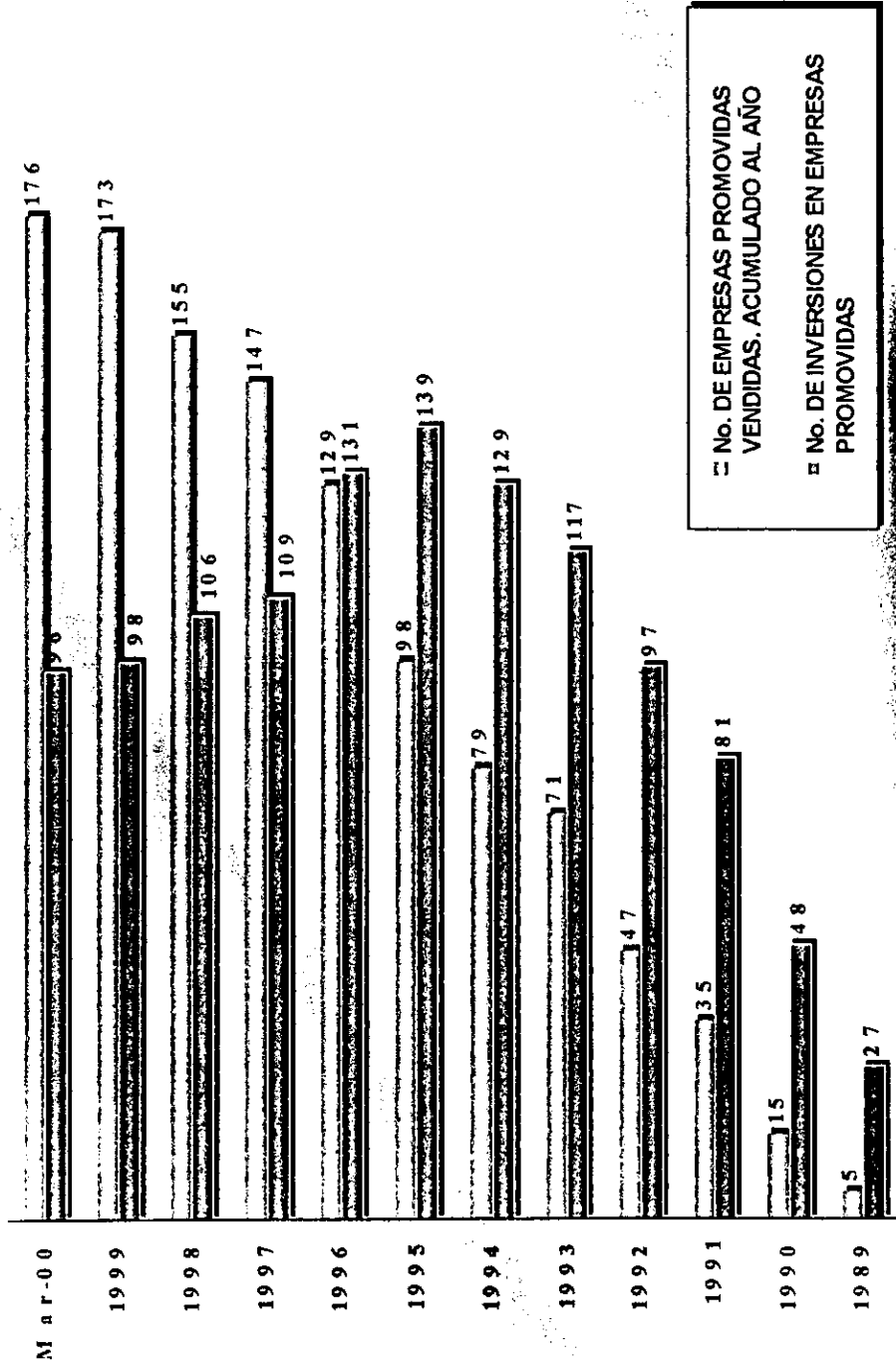
Gráfica 1

Inversión en empresas promovidas



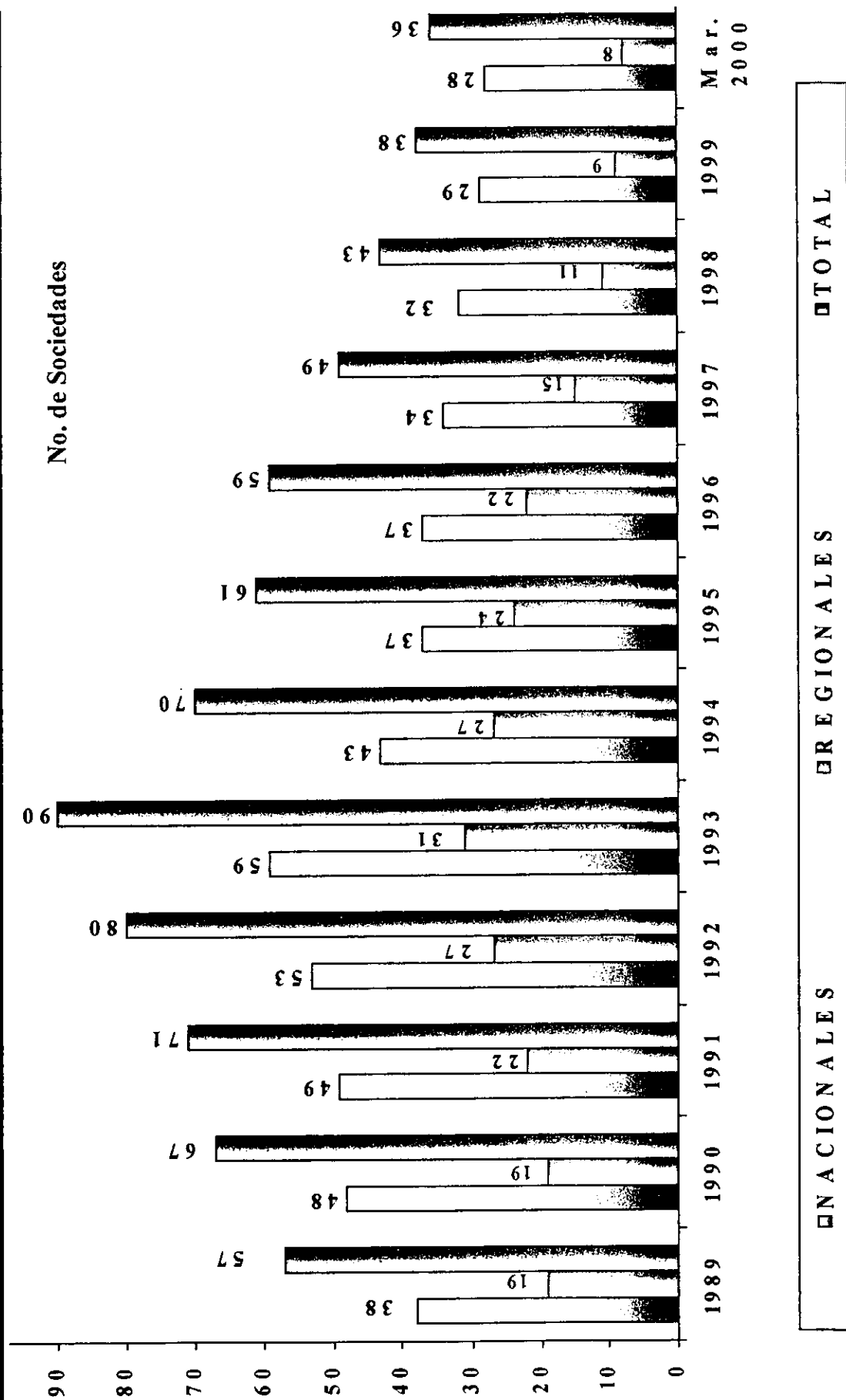
Gráfica 2

Inversión y desinversión de empresas promovidas



Gráfica 3

SINCAS en operación



Gráfica 4