



# UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

LAS SOCIEDADES DE INVERSION DE DEUDA  
COMO OPCION ALTERNATIVA A LA BANCA

**T E S I S**

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:

**LICENCIADO EN ECONOMIA**

P R E S E N T A :

**JOSE LUIS BUENDIA OSORIO**

DIRECTORA DE TESIS:  
LIC. ALEJANDRA PATIÑO CABRERA



MEXICO, D. F.

2004



Universidad Nacional  
Autónoma de México



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

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

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

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

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MEXICO  
DE LA BIBLIOTECA

## **Agradecimientos.**

A la vida le agradezco por permitirme nacer en **MÉXICO**, puesto que no existe mejor país para nacer, ya que este país cuenta con una innumerable cantidad de oportunidades, mismas que son retos para cada mexicano, es nuestro deber cumplirlos satisfactoriamente.

Asimismo le estaré eternamente agradecido a mi muy querida **UNAM** ya que tuve la fortuna de ser admitido en sus aulas, donde aprendí no solo a ser un profesionista, sino también a aprendí a ser un humano consiente de las carencias de mi país y a luchar dentro de mis posibilidades por solucionarlas convirtiéndolas en mi objetivo, mismo que formé a lo largo de mi estancia en la Escuela Nacional Preparatoria y en la Honorable Facultad de Economía, es mi deber poner el nombre de la **Universidad Nacional Autónoma de México** lo más alto que mis capacidades me permitan, para que nuevas generaciones tengan la oportunidad que yo tuve.

A mis padres, a mi tía, a mis hermanos y a mis primos les agradezco su incondicional apoyo moral y material durante mi formación, de ellos solo recibí buenos consejos y aliento para continuar con los nuevos retos, a todos ellos muchísimas gracias.

A todos mis maestros les estoy muy agradecido ya que de ellos aprendí un sin número de actitudes, posturas y conocimiento, en especial al Lic. Rubén Valbuena Álvarez y de la Lic. Alejandra Patiño Cabrera, que además de ser unos excelentes académicos son estupendos amigos de los cuales he recibido consejos positivos, muchas gracias.

A mis compañeros de carrera, ahora mis amigos, les agradezco de manera infinita, ya que siempre ha existido un espíritu de empeño, apoyo, sana competencia y continuidad con éste compromiso profesional, que de ser posible ampliaré hasta donde mi capacidad me lo permita, de igual manera reciban mi sincero agradecimiento.

Antes de concluir quiero agradecerle a una persona, **sin duda la mas importante** y significativa en mi formación y ahora en mi vida, siempre estuviste a mi lado en los momentos mas adversos, fueran académicos o personales, tus comentarios y observaciones siempre fueron de invaluable contenido moral, enfocados a mi bienestar, tu apoyo fue verdaderamente incondicional y desinteresado, por esto siempre estaré en deuda contigo recordando el gran apoyo, disposición, honestidad, lealtad y madurez que me demostraste, no se como agradeceréte CHINITA.

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: José Luis Bendic

Oscar

FECHA: 09 de febrero de 2001

FIRMA: \_\_\_\_\_

# LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE DEUDA COMO OPCIÓN ALTERNATIVA A LA BANCA.

Introducción	3
<b>1. Capítulo Antecedentes de Sociedades de Inversión y Banca</b>	<b>7</b>
1.1. Marco Teórico	7
1.1.1. Teoría de la Inversión.	7
1.1.1.1. La hoja de Balance.	12
1.1.2. El dinero y sus clases.	14
1.1.3. La demanda de dinero.	15
1.1.3.1. La demanda de dinero para transacciones.	19
1.1.3.2. La demanda especulativa de dinero.	19
1.2. Historia del Sistema Bancario Mexicano	21
1.3. Últimas décadas	27
1.4. Análisis de la situación de la banca en México	33
1.5. Surgimiento y desarrollo de las Sociedades de Inversión.	36
<b>2. Capítulo Análisis operativo de la Sociedades de Inversión.</b>	<b>39</b>
2.1. Sociedades de Inversión	39
2.1.1. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como de mercado de dinero	40
2.1.2. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como Especializadas	41
2.1.2.1. Sociedades de Inversión de cobertura	41
2.1.2.2. Sociedades de Inversión de Tasa real	41
2.1.2.3. Sociedades de Inversión de Tipo de deuda	41
2.1.3. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como Combinadas	41
2.1.4. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como de Valores sin grado de inversión	41
2.1.5. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como Agresivas	42
2.2. Régimen de Inversión	42
2.2.1. Régimen de inversión para Sociedades de Inversión diversificadas Comunes	43
2.2.1.1. Parámetros del régimen de inversión diversificado para Sociedades de Inversión comunes en base a sus activos totales	43
2.2.1.2. Parámetros del régimen de inversión diversificado para Sociedades de Inversión comunes en base al monto de la emisión	45
2.2.2. Régimen de inversión para Sociedades de Inversión diversificadas en instrumentos de deuda	46
2.2.2.1. Parámetros del régimen de inversión diversificado para Sociedades de Inversión de deuda en base al activo total	46

2.2.2.2.	Parámetros del régimen de inversión diversificado para Sociedades de Inversión de deuda en base al monto de la emisión.	47
2.2.3.	Régimen de Inversión para Sociedades de Inversión Especializadas	48
2.3.	Prohibiciones a la adquisición de valores	48
2.4.	Sociedades operadoras de Sociedades de Inversión	50
2.5.	Comisiones	51
2.6.	Inspección y vigilancia	51
2.6.1.	Calificación de Sociedades de Inversión	52
2.6.1.1.	Empresas Calificadoras	53
2.7.	Entorno Legal (legislación)	54
2.7.1.	Organización de Sociedades de Inversión	56
2.7.2.	Máxima participación	57
2.7.3.	Valores sujetos de inversión	58
2.7.4.	Valuación	58
2.8.	Dinámica de operación	59
2.9.	Portafolios y valuación de portafolio	61
<b>3.</b>	<b>Capítulo Sociedades de Inversión vs Banca</b>	<b>67</b>
3.1.	Productos y rendimientos de la banca	67
3.1.1.	Cuenta de ahorro	67
3.1.2.	Chequera	67
3.1.3.	Cuenta maestra	68
3.1.4.	Pagaré	68
3.1.5.	Mesa de Dinero	69
3.2.	Productos y rendimientos de las Sociedades de Inversión.	70
<b>4.</b>	<b>Capítulo Escenarios de financiamiento entre el Mercado de Valores y Banca</b>	<b>76</b>
4.1.	Caso, Estado de Guerrero	76
4.1.1.	Antecedentes financieros del Estado de Guerrero	76
4.1.1.1.	Ingresos.	77
4.1.1.2.	Egresos.	78
4.1.1.3.	Situación socioeconómica del Estado de Guerrero	80
4.1.2.	Análisis de los créditos que constituían la deuda pública del Estado de Guerrero	81
4.1.3.	Emisión de CPO'S del Estado de Guerrero	95
4.1.4.	Comparación entre el financiamiento bancario y financiamiento mediante el Mercado de Valores dentro del Mercado de Títulos de Deuda.	99
	<b>Anexo 1 Mercado de Dinero</b>	<b>104</b>
	<b>Anexo 2 Mercado de Capitales</b>	<b>112</b>
	<b>Anexo 3 Reforma fiscal</b>	<b>115</b>
	<b>Conclusiones</b>	<b>118</b>
	<b>Bibliografía</b>	<b>120</b>

## INTRODUCCION

Las sociedades de Inversión son instituciones especializadas en la administración de recursos monetarios mismos que se obtienen de numerosos inversionistas interesados en formar e incrementar su capital bajo ciertos niveles de liquidez y riesgo, invirtiendo a cuenta de los mismos entre un amplio y selecto número de valores.

Las sociedades de inversión se han posicionado dentro del sector financiero de manera importante en la última década, Así se ha decidido realizar este análisis dado que el sector financiero ha experimentado cambios agresivos en estos últimos veinte años, el último y más notable muestra que la banca se ha convertido en una opción inviable para la operación bancaria, refiriéndonos al aspecto de inversiones a personas físicas y morales por lo que abordamos una parte de dicha **problemática** al analizar y comparar lo referente a las opciones de inversión, no siendo el único problema del sector financiero.

Las condiciones económicas en las que se vio envuelto nuestro país desde 1995 han sido factor determinante para que el crédito no lleve a cabo su función de origen<sup>1</sup>, ya que las tasas de interés se han comportado muy volátiles lo que lleva a que el crédito se vea deprimido por la incertidumbre pero mayormente porque el costo del dinero es muy elevado, sumado a esto, las crisis económicas y el incremento de la tasa de desempleo coadyuvan a que cartera la vencida se dispare y en la mayoría de los casos con créditos irrecuperables, mismos que le generan a la banca quebrantos que afectan de manera importante la sana operación del crédito en México.

---

<sup>1</sup> La banca tiene como función primaria el otorgamiento de créditos a diversas actividades obteniendo recursos de ahorradores.

Asimismo por el lado de las inversiones en activos financieros que es el elemento que nos atañe, se ve severamente dañado ya que los instrumentos que la banca ofrece al público inversionista y de menudeo son poco competentes.

Este trabajo se justifica al observar que los cambios en el sistema financiero mexicano han generado cambios en la mentalidad de los inversionistas, tal es el caso de que las tesorerías privadas, principalmente han optado por no tener recursos en esta área ya que le es menos rentable que mantenerlo en otra opciones del activo, en el caso del circulante adquiriendo materias primas pagadas por adelantado mismas que se cristalizan en descuentos, en inventarios o activo fijo realizando inversiones de capital fijo, claro está que esto es consecuencia del bajo rendimiento que el sector financiero le ofrece en instrumentos sin riesgo.

Por el lado de las personas físicas que mantienen su patrimonio en dinero le es más atractivo adquirir bienes como inmuebles, ya que la tasa de interés que la banca ofrece es prácticamente simbólica por lo que el nivel de ahorro se ha visto disminuido y pareciera mejor gastar el dinero que ahorrarlo ya que con el tiempo va perdiendo poder adquisitivo, por lo que de alguna manera en este trabajo trataremos de mostrar los beneficios que obtienen los inversionistas, el sector financiero y el país de invertir los recursos financieros en instrumentos denominados Sociedades de Inversión.

En este trabajo se propone a las sociedades de inversión como una alternativa a los instrumentos bancarios tradicionales, donde las operadoras de fondos de inversión tienen un área de oportunidad que genera mayores beneficios a los usuarios del sistema financiero, que se enfocan al área de inversiones.

Al mismo tiempo las sociedades de inversión impulsan el desarrollo del mercado de valores ya que las sociedades de inversión pueden invertir en diferentes activos, de hecho en todos aquellos que sean sujetos de inversión, por lo que esto

de alguna manera da impulso a su consumo generando una cadena económica que beneficia a los oferentes de estos activos ya sean financieros o no.

Por el lado los instrumentos financieros objeto de inversión nos referimos principalmente a aquellos enfocados al financiamiento de diversos proyectos, reconversión de deuda o destinados a obras.

Por el lado de los activos objetos de inversión no financieros, como ejemplo el factor de la producción llamado tierra o bienes raíces, es un tipo de activo que no pierde valor a través del tiempo y del que de alguna manera existe demanda constante, por lo que se le considera un activo conservador y seguro contra riesgos, puesto que la tierra es el único de los factores de la producción que no sufre devaluación en el tiempo, asimismo se considera también como uno de los mejores activos de inversión ya que el sector construcción hace uso de él, siendo el principal insumo de su actividad productiva, además de que el sector construcción es el que mayor derrama económica genera, a su vez generando un activo fijo para el país.

Para nuestro caso la adquisición de estos activos en una Sociedad de Inversión contribuiría al desarrollo de este sector a través de la compra e inversión de estos bienes, claro está que este tipo de inversión se considera de largo plazo, a menos que la contribución a este sector se lleve a cabo a través de la adquisición de activos financieros llamados papel comercial que emite el constructor, de esta manera se financia con la emisión de deuda y el apoyo que recibe es por la colocación de estos instrumentos bajo las condiciones del mercado de valores.

Así, se considera que las sociedades de inversión juegan un papel importante dentro del desarrollo de la economía aunque por el momento este mercado es muy pequeño en operación, pero siguiendo estos procesos con el impulso que hasta ahora las ha caracterizado y si estas empresas conllevan un sano desarrollo, esta actividad generará beneficios económicos a la sociedad.

Por otro lado el sistema bancario en México ha mantenido sus costos de operación desde la última crisis de 1995, con el diferencial existente de tasa entre las tasas pasiva y activa de la inversión de sus recursos en activos financieros, cuando el objeto de existencia de un banco es otorgar crédito con los recursos de los ahorradores y obtener una ganancia a través del margen de intermediación bancaria, el cual debe ser atractivo a los banqueros pero no agresivo a los consumidores de este servicio. Tomando en cuenta que el crédito a un precio justo es una herramienta fundamental para el desarrollo económico.

Por este motivo la banca se ha limitado a captar los recursos de los ahorradores a tasas poco competitivas en el largo plazo, ya que al existir una crisis, la tasa líder<sup>2</sup> se dispara para tratar de retener los capitales y el premio que ofrecen a los inversionistas es muy elevado con poco riesgo, es por eso que la demanda de los documentos emitidos por el gobierno federal se incrementa después de una crisis y para el gobierno es costoso este factor, ya que termina pagando más rendimientos que lo que puede generar en corto plazo y es cuando se tienen que solicitar créditos de largo plazo con instituciones financieras internacionales.

Ante esto lo que buscan las sociedades de inversión es competir con la captación bancaria creando un efecto secundario al devolverle así a la banca a su función original, de esta manera al ofrecer una sociedad de inversión rendimientos mayores, con la misma seguridad genera que la demanda de los títulos de estas crezcan haciendo crecer al mercado de valores y fomentando el financiamiento de diversas actividades a las empresas postulantes en el mencionado mercado.

---

<sup>2</sup> Se considera tasa líder a los CETES a 28 días.

## CAPITULO 1

### Antecedentes de Sociedades de Inversión y Banca

#### 1.1. Marco teórico.

El marco teórico que se utiliza para sustentar este trabajo, utilizamos la teoría de la inversión para hacer mención de la conveniencia que los empresarios tienen al financiarse a través del mercado de valores o a través del crédito bancario y concluimos este con la teoría de la demanda del dinero, para así complementar la parte teórica de este trabajo.

##### 1.1.1. Teoría de la inversión.

La teoría de la inversión es un tema que ha sido abordado por economistas a lo largo de este siglo pero el que aportó de manera importante a este tema fue J.M. Keynes en los años treinta, ya que hace reflexiones respecto de la importancia que tiene la inversión y los recursos que esta debe de arrojar para que tanto al inversionista como al productos de los bienes les sea atractivo.

Para iniciar este tema comentamos que a pesar de que la escuela neoclásica tiene la estructura más fuerte en la teoría económica, no ha logrado integrar el financiamiento de una forma entendible y lógica, ya que la visión de esta escuela es atemporal, y donde la inversión conlleva la parte más importante de esta en una dinámica intertemporal, incorporando la tasa de interés como un actualizador del valor en los proyectos de inversión, siendo esta un indicador del futuro de la economía ya que ante un escenario desfavorable la tasa de interés tiende a incrementarse y en un escenario favorable viceversa.

Asimismo la escuela neoclásica no toma en cuenta la hoja de balance, que sin duda es un elemento indispensable hoy en día para la administración financiera, donde se puede ver con facilidad y claramente la capacidad que una empresa

tiene para generar recursos internos, asimismo proporciona información respecto de la capacidad de apalancamiento financiero de la misma empresa, por lo que la hoja de balance le ofrece a la empresa la entrada al mundo del capitalismo financieros del final del siglo XX y del cual carece la teoría neoclásica,

Sumado a esto, en el mundo se han caracterizado tres las fuentes de inversión que muestran diversos riesgos, así como diversos costos:

- A) Una de ellas es la inversión que proviene de la capacidad de las empresas de autofinanciarse a través del ahorro interno, es decir una fuente interna.
- B) Otra es el crédito bancario, fuente externa.
- C) Y la tercera es el financiamiento a través de emisiones en el mercado de valores, fuente externa.

En un inicio el autofinanciamiento y el crédito bancario fueron las dos primeras fuentes de financiamiento en México, el crecimiento de los grupos industriales se le debe a la banca de desarrollo, ya que el autofinanciamiento limitaba el desarrollo de la empresa y para finales del siglo XX el autofinanciamiento era atípico por lo que el endeudamiento es la clave para crecer, ya que tratar de hacerlo solo de los recursos internos es insuficiente y poco productivo, por lo que desde los años treinta John Maynard Keynes hace mención cómo un individuo estaría dispuesto a comprar una inversión.

***Cuando un individuo compra una inversión, un bien de capital, adquiere derecho a una serie de rendimientos probables que espera obtener de la venta de los productos durante la vida del bien, después de deducir los gastos de operación respectivos.***

***En contraste con el rendimiento probable de la inversión tenemos el precio de oferta de un bien de capital lo que no quiere decir el precio de mercado al cual puede comprarse actualmente un bien de la clase en cuestión sino el precio que***

***bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir un bien mas en cuestión llamado también costo de reposición***<sup>3</sup>

Claramente J.M. Keynes hace mención que el interés del inversionista se encuentra ubicado en los rendimientos que esta inversión le proporcionará con el paso del tiempo, siempre y cuando estos sean netos, asimismo hace mención del Precio Oferta que es el interés del productor a producir una unidad mas de capital sin tomar en cuenta el precio de mercado al cual este bien pueda comercializarse, concluyendo que la diferencia entre estos dos aspectos arroja la eficiencia marginal del capital, es decir la tasa de descuento que iguala al valor presente de los flujos futuros al precio de oferta.

$$PO = \frac{Q1(K1Y1)}{1+r^1} + \frac{Q2(K2Y2)}{1+r^2} + \frac{Qn(KnYn)}{1+r^n}$$

Donde:

**Q1(K1Y1), Q2(K2Y2),.....Qn(KnYn):** Son los flujos de efectivo que el inversionista espera en la vida del proyecto de inversión.

**1+r<sup>1</sup>, 1+r<sup>2</sup>,..... 1+r<sup>n</sup>:** Estos son los factores de descuento que hacen que los flujos de efectivo se actualicen a valor presente, con la variable “r” que refiere la tasa de interés líder vigente en el mercado.

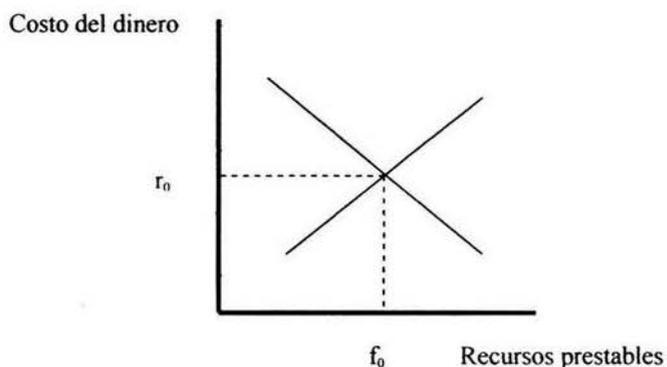
Este método se utiliza cuando se busca de alguna manera el financiamiento interno, pero al utilizar fuentes externas se incurre en riesgos en la operación crediticia. En países en desarrollo la operación financiera se ha visto limitada únicamente grandes empresas ya sea que el financiamiento aparezca como crédito o emisión de valores, en específico ha provocado la aparición de

---

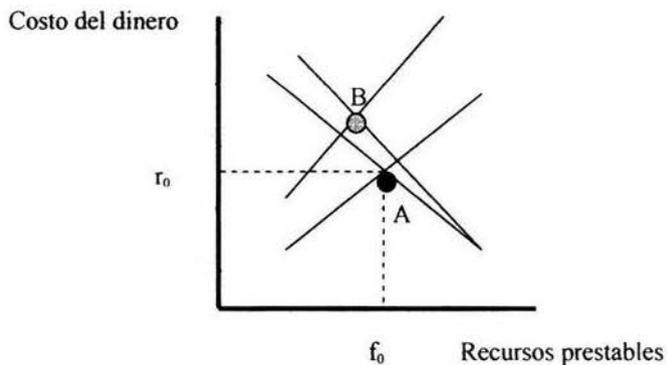
<sup>3</sup> Hyman P. Minsky, Las Razones de Keynes, pagina 105

mecanismos de de financiamiento informales que da por resultado la elevación de la tasa de interés y creando conflictos en la practica de la política monetaria.

La grafica que se muestra hace mención del punto de equilibrio de la oferta y demanda de dinero, determinado por una tasa de interés.



La siguiente grafica muestra que ante una demanda de dinero mayor, donde el sistema financiero no logra colocar los recursos por diversas razones que ya observamos, el comportamiento se vera de la siguiente manera:



Esta grafica muestra que ante incrementos de demanda de inversión y con la existencia de mercados financieros informales las condiciones de financiamientos se ven desfavorables ya que la colocación es menor (PUNTO B) de manera considerable y el incremento sensible de la tasa de interés, se desprende de que los prestamistas utilizan la tasa del mercado formal como referencia y le incrementan un porcentaje ante la posibilidad de no poder cobrar dicho crédito, ya que este tipo de operaciones no están protegidas por un mecanismo legal.

Menciona Keynes:

***El primer riesgo es el del empresario o prestatario que surge de las dudas que el mismo tiene respecto de obtener en realidad los rendimientos probables que él espera, si un hombre aventura su dinero este es el único riesgo que importa, pero donde existe un sistema de prestar y tomar a préstamo, con lo que quiero decir la concesión de créditos con un margen de garantía real o personal, aparece el segundo tipo de riesgo al que podemos llamar riesgo del prestamista. Esto puede deberse al azar moral, es decir al incumplimiento voluntario o cualquier otro medio tal vez lícito de eludir el cumplimiento de la obligación o a la posible insuficiencia del margen de seguridad, es decir, el incumplimiento involuntario a causa de una equivocación de las expectativas. Podría añadirse una tercera causa del riesgo como es el posible cambio adverso en el patrón monetario, que hace que el préstamo del dinero sea menos seguro, en la medida de la depreciación de un activo real aunque todos o la mayor parte de estos cambios deben haberse reflejado ya y por lo tanto absorbidos en los precios de los bienes reales duraderos.***

Como Keynes lo menciona los inversionistas esperan flujos de ingresos mayores al precio del capital a esto le llama el precio de la demanda de la inversión

Con lo mencionado hasta el momento se alcanza a percibir que una empresa condiciona su crecimiento al incremento de inversión, manteniéndose en una posición desfavorable a aquellas que no lo hagan, por lo que el punto central

ahora es el método de incremento de inversión, mismos que hemos venido comentando

Ante la globalización entre las naciones las empresas son orilladas a incorporarse a la competencia internacional, por lo que las empresas tienen dos opciones, una de ellas es mantener el mismo nivel de precios en una economía competitiva y a la vez destinarla a la quiebra o la otra opción es disminuir los precios ante un mercado internacional mucho mas competitivo y con esto cambiar de manera drástica la obtención de utilidad, partiendo del origen donde la utilidad provenía de un precio, a un sistema donde se basa la utilidad en el volumen de de bienes comercializados, para llevar a cabo el incremento del volumen de producción es indispensable canalizar flujos de inversión a las empresas, el cual debería en términos hipotéticos provenir de fuentes internas, pero al ser prácticamente inviable esta única opción, la segunda opción que hemos visto hasta el momento sería el incremento de pasivos y a la vez la relación P/K. (Pasivo/Capital)

Que si bien es cierto el incremento de pasivo lleva a incrementos productivos, debe estar controlado y no incurrir en excesos donde la relación de P/K se dispare, por lo que en un mundo globalizado la manera de expandir el capital es a partir de la expansión del Mercado de Valores, en los países en desarrollo esta practica se ha incrementado

Pareciera que la mejor manera de hacer crecer a las instituciones, está en función al aumento de los flujos internos ya que al incrementar los pasivos de una manera agresiva tendría consecuencias

#### **1.1.1.1. La hoja de balance.**

Como se menciona en el apartado anterior la hoja de balance ofrece la entrada a la empresa al mundo del análisis financiero y de aquí la capacidad de apalancarse financieramente, o si con la generación de flujos internos es suficiente para soportar los gastos de inversión.

En materia contable a esta hoja de balance se le conoce como Balance General este es un estado financiero básico estático que muestra la situación financiera de la empresa a una fecha determinada apoyándose en tres conceptos:

- Activo: Son todos los bienes, derechos y cuentas por cobrar con las que cuenta una empresa.
- Pasivo: Son todas las obligaciones y deudas que tiene la empresa.
- Capital: Es la parte donde se muestra la posición accionaria de los socios, así como las utilidades, es decir la parte controladora de la empresa.

<b>Balance General 31 diciembre de 2003</b>	
Activo	Pasivo
	Capital

El Balance General es apoyado por otros estados financieros como el Estado de Resultados que es un estado financiero básico dinámico que presenta información financiera de un periodo determinado, mediante la determinación de la utilidad neta, en este documento se evalúa la rentabilidad de la empresa y de aquí nuestro punto de análisis, ya que como vimos anteriormente las empresas tienen la capacidad de crecimiento en función a la generación de sus recursos o la capacidad crediticia misma que debe ser medida por algún mecanismo, por lo que este instrumento informativo analiza la capacidad de crédito así como la generación de recursos propios.

## Estado de Resultados del 01 de enero al 31 de diciembre de 2003

Vtas. Totales

Cto's. de ventas

### UTILIDAD BRUTA

Gto's. de operación

Gto's de administración.

### UTILIDAD OPERATIVA

Cto's financieros

### UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS

Provisiones ISR

Provisiones PTU

### UTILIDAD NETA

Como mencionó Keynes, La empresa tiene fuentes internas y externas de financiamiento, esta es la herramienta en la actualidad que ofrece la información necesaria para saber cual de las opciones de financiamiento es viable por los empresarios, y de este razonamiento es como se aborda el hecho de que una empresa requiere de recursos monetarios a través de la colocación de instrumentos financieros como deuda partiendo de su capacidad de pago en función a la información proporcionada por estos instrumentos y sus combinaciones y estos instrumentos que emiten empresas, bancos y Gobierno son los insumos del tema Sociedades de Inversión.

#### 1.1.2. El dinero y sus clases

Para entender como funciona la lógica del deseo de obtener dinero del mismo dinero debemos abordar brevemente el funcionamiento del dinero y su teoría de la demanda del dinero y partir de ambas teorías para involucrarnos en las Sociedades de inversión.

Dinero es todo aquello que es aceptado universalmente en una economía para saldar deudas que aparecen en transacciones económicas, el dinero sirve como unidad de cuenta, asimismo el dinero es medio de cambio y al mismo tiempo sirve como deposito de valor, la importancia del dinero como institución social radica en

que disminuye el costo de llevar a cabo transacciones, a la par esto contribuye a que una economía tenga mejor una división del trabajo y una mejor acumulación del capital que con el método del trueque.

A lo largo del tiempo las economías han utilizado diversos bienes sustitutos del dinero, (un ejemplo fue la utilización del cacao) actualmente solo existen tres tipos, la moneda para operaciones de menor cuantía, el billete de banco en este caso emitidos por BANXICO y los depósitos a la vista como chequeras, y tarjetas de crédito, este tipo de dinero se basa en la confianza que los usuarios tienen hacia el banco emisor y confían en que sus documentos podrán convertirse en dinero, claro siempre y cuando existan fondos del girador, los dos tipos de dinero anteriores (monedas y billetes) constituyen el dinero legal por la obligación de ser aceptado de forma general.

El dinero se presenta en sociedades desarrolladas con dos características una de ellas es de ser activo financiero y la otra un activo financiero con rentabilidad nula (activo estéril), a diferencia de otros activos financieros que tienen rentabilidad, para la comparación de estos otros activos y el dinero debemos analizar el concepto de liquidez, ya que es el factor principal que los diferencia.

Liquidez se entiende por la capacidad de intercambio o realización de un activo financiero por algún otro activo o por dinero sin sufrir pérdidas, ya que el dinero es el medio de cambio generalmente aceptado, ahora los demás activos financieros se diferencian por liquidez y riesgo, elementos que se explican más adelante.

### **1.1.3. La demanda del dinero.**

En microeconomía la demanda de un bien depende de dos cuestiones, una de ellas son los gustos y preferencias del consumidor y la otra es la restricción presupuestaria y bajo ciertos supuestos obtenemos la demanda flujo de un bien, misma que nos habla de que la adquisición de bienes de un consumidor depende

de los ingresos periódicos que obtenga, por lo que el problema que se plantea es encontrar la mejor forma de distribuir los ingresos de los consumidores, en el caso de la demanda el problema planteado es como distribuir de la mejor manera la el ingreso.

Al tratar de adaptar estas situaciones a la demanda del dinero podemos observar las razones que tienen los individuos para mantener el dinero, es decir que beneficios le genera al sujeto la tenencia del dinero.

Existen bienes sustitutos del dinero que ofrecen beneficios similares a los poseedores del dinero, son una cantidad muy diversa, pero solo utilizaremos para efectos simplificadores a los bonos, es decir la decisión estará entre dinero y bonos.

La riqueza de los sujetos se divide en la acumulación de dos tipos de bienes, los reales y los financieros, como el asunto que nos ocupa en este trabajo es el de activos financieros y damos por anticipado que la adquisición de bienes reales es previa al tema de la decisión del sujeto por tener dinero o bonos.

La razón por la que los sujetos quieren tener dinero es porque es el medio de pago universalmente aceptado, por lo que si desea llevar a cabo transacciones económicas necesitará dinero para poder llevarlas a cabo, en general el proceso inicia con la recepción de un ingreso periódico por parte del sujeto en forma de dinero mismo que empleará en gastos de diversa periodicidad que pueden ser mensuales, semanales o diarios, regularmente no están sincronizados los ingresos y los gastos por lo que esta función depende directamente de la organización del sujeto, por lo que decidirá mantener una parte de su ingreso en dinero para hacer frente a estos gastos, ahora bien estos sujetos deberán mantener esa cantidad de dinero mismo que no se utiliza en otras cosas hasta su función final, al menos que surja un imprevisto y esto se debe a que el dinero sirve como deposito de valor, a pesar de que el dinero como ya mencionamos tiene una

rentabilidad nula, por lo que los sujetos que mantengan este dinero ocioso buscaran algún sustituto que le ofrezca algún premio o rentabilidad positiva en nuestro caso serán bonos.

Pondremos como ejemplo a un sujeto que recibe su ingreso mensual el primer día del mes y que la totalidad de sus egresos serán hasta el día 25 del mismo mes, en este caso el sujeto tendrá la opción de mantener su ingreso en dinero todos esos días o intercambiarlo por bonos hasta la fecha que deba liquidar sus pagos, de ser así obtendrá el rendimiento de la tasa de interés anual que le ofrece ese bono dividida entre 365 días por cada día de tenencia del bono.

$$(r*Y*25) / 365$$

Donde "r" es la tasa de interés, y "Y" el ingreso del consumidor. Los ingresos derivados de la tenencia de los bonos dependerá de la cantidad de bonos que se adquieran y del tiempo que se mantengan, mientras mayor sea el número de bonos y de tiempo de tenencia, será mayor el beneficio, por el contrario si el desfase entre ingresos y egresos del sujeto es muy pequeño es muy probable que no le sea atractivo adquirir bonos ya que los costos de transacción serán mayores que el rendimiento que estos bonos le generen, por lo que mantendrá dinero el lugar de bonos.

Debemos tomar en cuenta que el resultado de estos rendimientos no son los netos que obtendrá el sujeto ya que la compra y venta de estos tienen un costo mismo que se denomina costos de transacción.

Es importante señalar que en este caso el sujeto que ahora será inversionista tiene conocimiento pleno del interés que le va a generar la tenencia del bono al finalizar el periodo de tenencia, pero si el rendimiento no se conoce al finalizar el periodo habrán dos situaciones, una de ellas es que el sujeto está seguro de que la tasa de interés será menor el día de la venta del bono es decir el día 25 que la

tasa de interés del día de la compra (el día 1) por lo que espera venderlos a un precio mayor y así obtener una ganancia de capital, por lo que la seguridad de que la tasa de interés será menor aumenta la tendencia de los individuos a mantener los bonos en vez de dinero.

En el segundo caso la situación es inversa ya que el sujeto está seguro que los bonos tendrán una tasa de interés menor, por lo que la compra y venta del bono le representará una pérdida de capital, obviamente el decremento de tasas aumenta la tendencia de los sujetos a mantener la tenencia de dinero el lugar de bonos.

Con este supuesto donde los sujetos conocen con exactitud el futuro esperamos que la demanda de dinero depende directamente de la restricción presupuestaria (riqueza financiera), de las corrientes de ingreso y gasto, de su falta de sincronización, de los tipos de tasa de interés de mercado, de los costos de transacción y de las tasas futuras.

El supuesto plantea que los sujetos no conocen el futuro con certeza, por lo que se introduce el elemento incertidumbre por lo tanto la toma de decisiones asume un riesgo, ahora supondremos que los individuos huyen del riesgo, esto nos arroja que se decidirán por la opción más segura y si bien es cierto que el dinero como tal es un activo estéril, tiene la ventaja de mantener un valor, mientras que los bonos dependen de la tasa de interés futura misma que se desconoce.

Comparando las dos posturas entre conocer el futuro y no conocerlo vemos que en la segunda los sujetos tratarán de mantener una mayor cantidad de dinero lo que incrementa la demanda de dinero ya que no saben como se comportará el esquema de rendimientos, ni sus flujos de ingresos y egresos, y al tratar de huir del riesgo prefieren mantener el dinero ocioso para hacer frente a sus gastos, ya que el dinero no tiene pérdidas de capital en el tiempo hablando en términos monetarios, por lo que la demanda de dinero se incrementa con la incertidumbre del futuro a lo que se le denomina *demanda de dinero por motivo precaución*.

### **1.1.3.1. Demanda de dinero para transacciones**

El problema que plantea la demanda de dinero para transacciones es ¿cual es el número óptimo de transacciones entre bonos y dinero que el individuo debe realizar? Supondremos que cada transacción tiene un costo y que el valor de un bono es la unidad por lo que el rendimiento es el interés.

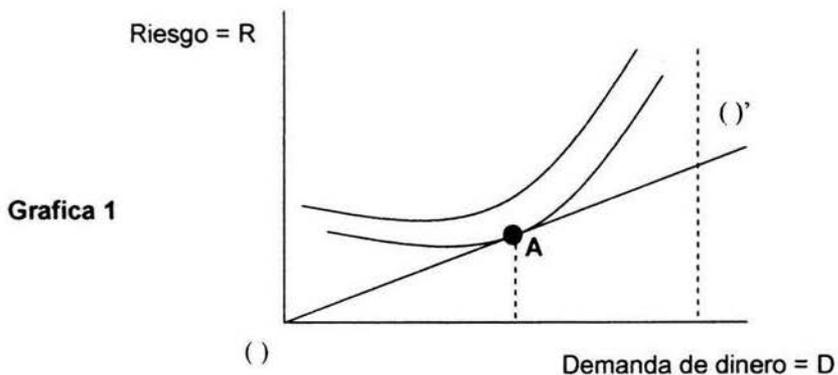
Si el sujeto mantiene todo su recurso financiero en dinero no tiene ningún rendimiento y tampoco incurre en costos por transacción, por el contrario si mantiene la mitad de su recurso en bonos la primera mitad del mes, obtendrá un rendimiento  $(Y/2)$   $(r/2)$  tomando el interés mensual, obviamente esta operación le ha llevado a incurrir en costos de transacción.

Con esto se trata de ilustrar que el sujeto realizará nuevas transacciones mientras el rendimiento de la última transacción sea mayor que el costo de la misma transacción, es decir que el ingreso marginal sea mayor que el costo marginal.

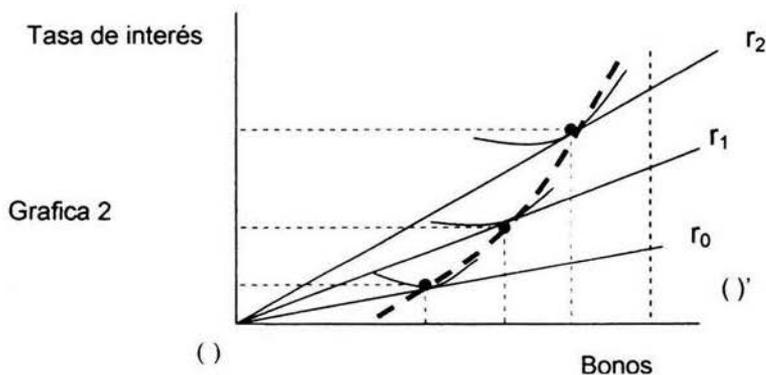
### **1.1.3.2. Demanda especulativa de dinero**

La demanda especulativa del dinero tiene su origen en la posibilidad de las variaciones del tipo de interés, de tal manera que si se espera que el tipo de interés baje, el precio del bono sube y viceversa por lo que a los tenedores les reportara ganancias o pérdidas de capital.

Para obtener una función de demanda especulativa de dinero menos rígida donde los individuos no tienen certeza del rendimiento y mantienen incertidumbre en sus previsiones por lo que asumen un cierto riesgo y escogen una cartera en función a su propia actitud frente al riesgo, a continuación mostramos en un mapa de curvas de indiferencia este mapa muestra las preferencias de un individuo entre rentabilidad y riesgo, en la que maximiza su utilidad para un nivel de riqueza financiera dada en el punto "A".

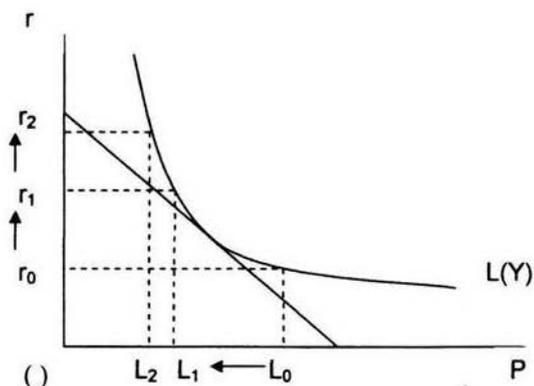


Podemos observar que en la **grafica 1** la pendiente de las curvas de indiferencia es positiva lo que refleja una aversión al riesgo creciente en función al rendimiento, donde ( ) y ( ') representan las situaciones extremas en las que toda la riqueza esta colocada en bonos y en dinero respectivamente



Como vemos en la **grafica 2** los aumentos en tasa van directamente proporcionales al aumento en la demanda de bonos, ( ') o lo que es lo mismo decrecimiento en la demanda de dinero como lo muestra la **grafica 3**.

Grafica 3



Como se acaba de ver el modelo de equilibrio de cartera ofrece una explicación de la demanda especulativa del dinero respecto a la actitud de los individuos ante el riesgo y permite obtener una cartera diversificada a la vez de una relación inversa entre tasa de interés y demanda de dinero.

## 1.2. Historia del Sistema Bancario Mexicano

El sistema bancario mexicano no inicia sino hasta después de la independencia de España, que al retirarse del territorio mexicano dejó dos instituciones que se pueden considerar como las pioneras de este sistema, como son el Monte de Piedad de Animas primera institución de crédito prendario fundado por Pedro Romero de Terreros el 2 de junio de 1774, esta institución fue la antecesora del actual Nacional Monte de Piedad y en 1782 se funda el banco nacional de San Carlos por Carlos III rey Borbón esta institución fue destinada a fomentar el desarrollo del comercio en general.

Estas dos instituciones adquieren mayor importancia hasta la etapa independiente en donde junto con la inauguración del Banco de Avio que fue el primer banco refaccionario se convierten en el primer antecedente de lo que es el Sistema Financiero Mexicano; estos elementos de inicio se ubican en la última etapa de la colonia.

En la etapa independiente se inaugura el banco de Amortización de la Moneda de Cobre, mismo que fue creado para retirar de circulación todas las monedas de cobre y que cerró sus puertas en 1841 al igual que el Banco de Avio en 1842, posteriormente a esto se crea la caja de ahorros del Nacional Monte de Piedad en 1849.

En el periodo del emperador Maximiliano se creó la primera institución de banca comercial que fue el Banco de Londres, México y Sudamérica en 1864 el 22 de junio<sup>4</sup>, este banco otorgaba créditos, recibía depósitos y proporcionaba servicios a negociantes de comercio exterior.

Para la década de 1870 – 1879 se inauguran varios bancos mismos que tienen la función de emitir billetes, lo cual refleja el descontrol que el nuevo gobierno tiene respecto de la banca, asimismo surgen bancos que otorgan créditos sin concesión del gobierno federal.

En 1884 la banca en México se vio en problemas ya que con tantos bancos emisores de billetes había descontrol total y varios bancos se vieron en suspensión de pagos. Estos elementos llevaron al gobierno federal a emitir una legislación correctiva del comercio en ese mismo año y es cuando al Banco Nacional Mexicano se le dan las atribuciones de Banca Central, en ese año nace el Banco Nacional de México como consecuencia de la fusión del Banco Nacional Mexicano y del Banco Mercantil Agrícola e Hipotecario.

---

<sup>4</sup> Fuente: Villegas / Ortega, Sistema Financiero Mexicano Pag. 3

Hacia 1884 y dado el código de comercio, ningún banco o persona extranjera podía emitir billetes, a menos que tuviera concesión de las autoridades. El Banco de Londres, México y Sudamérica se mexicanizó con la adquisición del Banco de Empleados, estas instituciones se regían por el código de comercio mismo que sigue vigente, por una ley especial autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público 1889 y por un contrato aprobado por parte del Congreso de la Unión. Aun así faltaba alguna ley especial para estas instituciones por lo que empezaron a proliferarse los bancos por todo el territorio nacional hasta la promulgación de la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios el 28 de agosto de 1925.

El 21 de octubre de 1895 fue inaugurada la Bolsa de México S.A. misma que había tenido su origen con las operaciones de valores realizadas con la Compañía de Gas.

Al culminar el periodo de la colonia y hasta el Porfiriato se cambió el patrón bimetálico por el patrón oro.

En 1907 se genera una crisis debido a la baja de las exportaciones de materias primas lo que conllevó varias quiebras y críticas al sistema bancario, asimismo en este año resurge la Bolsa Privada de México, S.C.L. cambiado su nombre en 1910 por Bolsa de Valores de México.

En el periodo de Díaz había 24 bancos de emisión 5 refaccionarios y una Bolsa de Valores; con la lucha armada la banca restringió los créditos, ya que con la excesiva emisión de moneda se generó el atesoramiento, la exportación de oro y plata además de que la gente retiró su dinero con lo que varios bancos quebraron. En octubre de 1913 Victoriano Huerta declara inconvertibilidad de los billetes de banco y el 20 de diciembre la suspensión de pagos dejando de funcionar el sistema financiero en nuestro país.

En 1914 con la llegada al poder de Venustiano Carranza se revoca el decreto de Huerta y se reciben nuevamente los billetes, a la vez se abren nuevamente los bancos pero con una situación muy precaria, posteriormente se empezó a formular el proyecto del banco único de emisión, el 3 de julio 1916 se autoriza la apertura de la Bolsa de Valores de la Ciudad de México y en 1917 con la nueva constitución se regresa al patrón oro mismo que se vio favorecido con la Primera Guerra Mundial.

El 28 de agosto de 1925 se promulgo la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos bancarios así como los estatutos del Banco de México inaugurado el 1 de septiembre de 1925 por Plutarco Elías Calles, desde entonces hasta 1976 no ha sufrido grandes cambios el Sistema Financiero Mexicano.

En 1928 se crea la Asociación Nacional de Banqueros y la Comisión Nacional Bancaria, en 1930 se emite la Ley Orgánica del Banco de México, para 1931 Calles desmonetiza el oro y así el Banco de México funcionaría como único emisor a pesar de que las cuentas internacionales se seguían liquidando con oro, asimismo BANXICO controla el circulante y emite la ley Monetaria de julio de 1931, esta ley le da vida a Banxico, al igual que asocia a los bancos lo que le permitió funcionar como banco central.

En 1935 se genera un alza del más del 200% en el precio de la plata, misma que provoca la desmonetización (Ley Plata) de esta para evitar fugas a Estados Unidos.

Fue durante el periodo de Lázaro Cárdenas cuando se crea Nacional Financiera en 1934 y Bancomext 1939, mismos que destacan como banca de fomento en México, en 1939 con el inicio de la segunda guerra mundial la demanda de bienes se incrementa y los capitales regresan al país, es a partir de este periodo y hasta

1976 que se generan los siguientes elementos vinculados con los valores operados en México:

- a) Se decreta la creación de la Comisión Nacional de Valores el 11 de febrero de 1946 y el reglamento de la misma el 2 de julio del mismo año.
- b) Reglamento Especial para Ofrecimiento de Valores no registrados en Bolsa y la Ley de la Comisión Nacional de Valores

Estos reglamentos y leyes regulan fundamentalmente la actividad bursátil.

Dentro del mismo campo bursátil se crearon la Bolsa de Valores de Monterrey, S.A. y la Bolsa de Occidente, S.A. estas empresas fueron consideradas auxiliares de crédito sin serlo ya que a la actividad bursátil se le considera un fuente de financiamiento pero no de crédito directo.

En este periodo las instituciones como Banco de México y Nacional Financiera fueron tomando más importancia en el financiamiento del comercio interior como en el fomento a través de los fideicomisos.

Hasta el año de 1976 el Sistema Financiero Mexicano tuvo un desarrollo de las finanzas bancarias con mayor éxito de lo que pudo sostener en el mercado de valores, ya que el desarrollo de los bancos se dio al interior del país con el único problema de que las obligaciones y los créditos eran de corto plazo; dentro del desarrollo del sistema bancario surge una controversia respecto a la forma en que operaría mejor la banca, si como multibanca<sup>5</sup> o como banca especializada, hasta ahora los defensores de la banca especializada sostienen que el sistema de multibanca crea conflicto de intereses, ya que la banca privada compite con dos tipos de crédito el enfocado al desarrollo que ofrece tasas preferenciales que no genera buenas utilidades y las otras opciones de crédito que son más costosas

---

<sup>5</sup> Multibanca o banca múltiple se refiere específicamente a las instituciones privadas que operaban como banca de primer y segundo piso, es decir como banca comercial y banca de desarrollo respectivamente

para los acreditados pero más remunerables; mientras en México se operaba a través del sistema de banca especializada funcionaba de la siguiente manera.

- La Secretaría de Hacienda como máxima autoridad, a través de la Subsecretaría de Crédito Público controlaba y supervisaba la operación de los bancos
  
- El Banco de México controlaba la estructura crediticia y monetaria, centralizaba las reservas bancarias, además de que al ser banco único emisor de moneda fijaba el encaje legal.
  
- Comisión Nacional de Valores.
  - A) Mantener el registro y estadística de valores.
  - B) Aprobar las tasas de interés de los valores junto con Banxico.
  - C) Opinar sobre el establecimiento y funcionamiento de la Bolsa de Valores.
  - D) Aprobar la inscripción de valores.
  - E) Suspender la cotización de valores
  - F) Aprobar o vetar la oferta pública de valores no registrados.
  - G) Opinar sobre el establecimiento de Sociedades de Inversión.
  - H) Aprobar valores objeto de inversión institucional.
  - I) Aprobar publicidad y propaganda de los valores.

Las instituciones privadas tenían las siguientes funciones.

- A) Banco de depósito.
- B) Banca de ahorro
- C) Operaciones financieras
- D) Crédito Hipotecario
- E) Operaciones de capitalización
- F) Operaciones fiduciarias

### 1.3. Últimas décadas

Durante el periodo de Luis Echeverría (1970-1976) la economía mundial padeció una crisis de recesión con inflación<sup>6</sup> y en donde el gobierno se enfocó a aminorar los efectos de la recesión, por poner un ejemplo hasta 1974 México era un país importador de petróleo y su comercio exterior mostró saldos negativos crecientes, la banca mostró una captación negativa en función al crédito otorgado ya que esta fue de 11.31% y el crédito de 13% lo cual manifestaba graves problemas en el ahorro.

El 18 de marzo de 1976 se publica a través del Diario Oficial de la Federación las reglas operación de la banca múltiple, lo que tuvo como consecuencia el agrupamiento de los capitales financieros ya que en 1975 existían 243 instituciones bancarias y para 1981 había solamente 36 multibancos.

Otro aspecto importante fue la publicación de la Ley del Mercado de Valores el 2 de enero de 1975, esta ley trató de fomentar el mercado de valores y separarlo de la banca, asimismo fomentó que la intermediación bursátil se hiciera más profesional con el desarrollo de Casas de Bolsa y la restricción de los agentes de Bolsa como personas físicas.

Para 1977 con el apoyo que el gobierno proporcionaba al mercado de valores se realiza la primera emisión de petrobonos para financiar a PEMEX ya que también por primera vez se reconoció la riqueza petrolera de México y que en 1978 se confirma surgiendo una segunda emisión de petrobonos, se crearon varias casa de bolsa, asimismo aparecieron los CETES para financiar al gobierno y como medida de control del medio circulante. De esta manera el mercado empieza una etapa donde se ubica como fuente de financiamiento y alternativa de inversión, pero a finales de 1978 las tasas de interés mostraron grandes incrementos.

---

<sup>6</sup> fuente: Villegas/Ortega sistema Financiero Mexicano Pag. 10

1979 fue para México uno de sus mejores años de la década respecto de los indicadores económicos, simplemente el PIB creció el 9.2% y la inversión 17.5% solo que el aspecto negativo fue el alza de las tasas internacionales de interés y como consecuencia las nacionales. De la misma forma 1980 fue un buen año para México, a pesar de las tasa de "interés secundarias"<sup>7</sup> tuvieron un movimiento a la baja y la tasa primaria mantuvo una tendencia a la alza.

1981 fue un año crítico, cuyo efecto se reflejó en 1982, sin embargo algunos indicadores mostraron tendencias positivas como el PIB que se mantuvo en 7.9% y la inversión creció en 15%, las tasas internacionales dejaron de tener tendencias alcistas, lo cual se reflejó con una salida de capitales. En 1982, año de la crisis, llega a México la primer gran devaluación, esta se llevó a cabo con la intención de evitar la fuga de capitales, sin embargo no dio resultado y el crecimiento de las tasas de interés se disparó llevando al país a una grave crisis, dado que el costo del dinero que el Gobierno Federal estaba dispuesto a pagar para mantener los recursos financieros dentro del país era demasiado alto y aun así no pudo detener su salida; además de que una devaluación genera incrementos en la tasa inflacionaria, lo que se refleja en un decremento del ingreso real de las familias y como consecuencia del incremento de precios, disminuye el consumo y a su vez se da un deterioro en el aparato productivo por la no colocación de sus productos.

En 1982 el mercado de valores manejaba una baja continua con excepción del mercado de dinero, por necesidades operativas; asimismo para atraer inversión en bolsa, en septiembre de este año se autoriza la formación de Sociedades de Inversión en Mercado de Dinero.

En este mismo año en un acto defensivo ante la crisis internacional que vivió América Latina por el desplome de los precios del petróleo, se nacionaliza la

---

<sup>7</sup> Tasa secundaria se refiere al punto de equilibrio el cual se fija en la comercialización de valores del mercado de dinero en el mercado secundario, igualmente la tasa primaria.

Banca y se establece un control de cambios, ninguna de estas opciones fueron consecuencia de una decisión política sino como medida para acabar con las prácticas nocivas del sistema financiero como:

- El otorgamiento de créditos preferenciales con tasa cero dentro de los que se incluían a las familias de los propietarios, los llamados Créditos Blandos.
- El pago de intereses por encima de lo autorizado a clientes especiales.
- Cobros por manejo de cuenta, etc.

Para finales de 1982 con la Ley de Servicio Público de Banca y Crédito se publica en el Diario Oficial, la Conversión de las Instituciones Nacionalizadas, abriendo la posibilidad de inversión a accionistas particulares con un tope de participación hasta un 34%, por lo que podemos resumir que el sistema financiero no varió, sino que cambió de propietarios.

Para 1983 la inflación revirtió su tendencia de forma favorable, pero los parámetros en los que oscilaba aún seguían siendo críticos, ya que pasó de una tasa anualizada en Abril de 1983 del 117% a una de 80% para diciembre del mismo año, las tasas de interés se manifestaron con las mismas tendencias, y el Mercado Bursátil experimentó un crecimiento de casi el 262% para este año. Respecto al Mercado de Dinero, este se manejó en 2 sentidos, los CETES crecieron en 95% pero el papel comercial mostró un crecimiento del 6.6%

Es de gran importancia señalar que en 1984 el Poder Ejecutivo envió al Congreso de la Unión las siguientes iniciativas de Ley que modifican el Sistema Financiero:

- a) Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, que divide las Sociedades Nacionales de Crédito en Banca Múltiple y Banca de Desarrollo.

- b) Ley Orgánica del Banco de México que otorga al mismo la decisión sobre el control de cambios.
- c) Ley General de Organizaciones y Actividades auxiliares de crédito, la cual permite a los Bancos participar en el Capital de Almacenes Generales de Depósito o Arrendadoras Financieras.
- d) Ley de Mercado de Valores en la que destaca la creación de Casas de Bolsa nacionales, donde el Gobierno participa con el 50% ó más del capital
- e) Ley de Sociedades de Inversión la cual se modificó de manera sustancial, ya que surgen tres tipos: comunes, de renta fija y de capital de riesgo, así mismo permite la participación de extranjeros, en el caso de las comunes y en las de capital de riesgo, también manifiesta la creación, regulación y funcionamiento de las Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión como prestadoras de servicios de administración, venta y recompra de las acciones de Sociedades de Inversión.

El año de 1984 se caracteriza como un periodo recesivo con alta inflación, las tasas de interés continuaban a la baja y el costo de captación pasó de 56% a 49.3% y en el aspecto bursátil la Bolsa Mexicana de valores continuó a la alza.

El terremoto de 1985 se convirtió en un paliativo para la caída de la actividad económica, en este año el PIB tuvo un crecimiento del 2% a pesar de una alza en la Inflación, el Índice de la Bolsa Mexicana de Valores se incrementó en 177%, a pesar de que estos indicadores mostraron signos de estabilidad la Economía Mexicana no manifestaba ningún cambio estructural ya que para 1986 se agravaron las condiciones por la baja en el precio internacional del petróleo y esto concluyó en una decremento del 1.8% en el PIB.

Para 1987 surgieron grandes sorpresas ya que era el año del destape de candidatos a la Presidencia de la misma manera este año se caracterizó por la caída consecutiva de todas las bolsas del mundo, en México el PIB volvía a caer en 1.7% y la inflación subió de 104% a 141 % para Octubre de ese mismo año.

En 1988 los resultados del Pacto de Solidaridad Económica iniciaban sus efectos positivos, ya que en febrero la inflación se encontraba en 179.9% misma que logró una reducción para el mes de diciembre de 51.7%. En el sector bursátil existieron varias oportunidades ya que en enero el índice se encontraba en 86,606.75 unidades y para el cierre del año se ubicaba en 211,531.78 unidades, asimismo en ese año se emitió la última colocación de petrobonos y surgieron los Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento. (PRLV)<sup>8</sup>

Los resultados de 1988 sentaron las bases para que en 1989 después de haber firmado los apoyos con el FMI y Banco Mundial se logaran acuerdos con los bancos acreedores y se obtuvieron los siguientes beneficios como opciones de la negociación.

- A) Reducir el saldo de la deuda externa en 35%
- B) Reducir la tasa de interés al 6.25% fija
- C) Ofrecer recursos frescos durante cuatro años para reactivar la economía

El mercado bursátil fue prolífero, surgieron los Bonos Bancarios de Desarrollo, asimismo surgieron los Bonos de la Tesorera y los Tesobonos, así se sentó la base para que en octubre de 1988 se ampliara la participación de capital extranjero en la BMV.

1990 se muestra como el año donde la reprivatización de la banca se llevaba a cabo, se firmaron acuerdos con bancos acreedores, se modificaron las leyes financieras y la Constitución para permitir mayor participación de capital privado en los bancos.

A partir de esta etapa la situación financiera de México mostró un giro positivo ya que las tasas de interés tendían a estabilizarse a la baja al igual que la tasa

---

<sup>8</sup> Se muestran las características de este instrumento del mercado de valores en la página 42

inflacionaria lo que generó un ambiente de seguridad para el ingreso de inversión que principalmente fue de cartera.

1994 fue un año de altibajos económicos, políticos y sociales; ya que en ese año hubo elecciones presidenciales, surgió el EZLN y se llevó a cabo el asesinato del candidato a la presidencia del partido en el poder, y para finales del mismo una vez entregado el poder al nuevo presidente se detona una crisis económica iniciada con una devaluación del peso del 100% a lo largo de cuatro meses, lo que llevó a que las tasa de Interés se incrementara de manera acelerada con el fin de mantener las inversiones dentro del país, esto llevó a que la banca entrara en una grave situación, ya que dejaron de obtener recursos de los créditos otorgados por lo que se pronosticó la quiebra del Sistema Financiero Mexicano; por fortuna esto no sucedió ya que el Gobierno Federal puso en marcha un programa de rescate bancario denominado FOBAPROA que tenía como función principal comprar la cartera vencida de la banca que ya era incobrable, donde el lastre más fuerte recaía en el crédito hipotecario.

A partir de esta etapa y hasta la fecha la banca ha mantenido su operación gracias a dos elementos fundamentales, uno es el rescate bancario del Gobierno Federal y el otro, el cambio en la función principal de un banco que reside en obtener ganancias del diferencial entre las tasas activas y pasivas, es decir los recursos que obtiene entre lo que cobra la banca por los créditos otorgados y los intereses que paga a los ahorradores, ya que como la crisis económica había dejado al país sin liquidez no se podría continuar con la colocación crediticia mucho menos con el cobro de cartera colocada y el mecanismo para financiar la operación bancaria fue la intermediación del rendimiento de documentos operados por los propios intermediarios financieros.

En otras palabras la banca obtuvo recursos al invertir sus recursos en instrumentos, principalmente bonos; de los rendimientos generados por estos, al compartirle una pequeña parte a los ahorradores e inversionistas y la diferencia

existente entre el rendimiento primario y el otorgado le permite a la banca solventar sus costos operativos, como consecuencia de este proceder, los rendimientos transferidos a los inversionistas se vieron severamente afectados.

#### **1.4. Análisis de la situación de la banca en México (breve descripción de su problemática).**

La Banca en México se ha enfrentado a diversas problemáticas que la han conducido a la situación actual, como pudimos ver en el resumen histórico del apartado anterior la banca ha pasado de ser una empresa privada a ser gubernamental en la década de los ochenta, para los noventa regresa a la iniciativa privada y principalmente en los últimos cinco años, los grupos financieros internacionales se han fusionado con los bancos mexicanos, por lo que hasta el momento se han creado las bases para desarrollar nuevamente la actividad bancaria, en nuestro país.

La crisis financiera que se inició en diciembre de 1994 tuvo consecuencias muy severas, ya que tuvo un costo de 651 mil millones de pesos<sup>9</sup> cantidad que fue empleada para mantener el sistema financiero y que dada la situación el colapso económico no fuera mayor; para lograr esto el Gobierno Federal llevo a cabo diversas acciones como la protección a los ahorradores, recapitalización de los bancos a través de la compra de cartera vencida, apoyo a deudores de la banca, así como la intervención y fusión de los bancos, por esta respuesta oportuna del gobierno en México se vivieron años de recuperación con tasas de crecimiento del 5.8% promedio entre 1996 y 1998.

El sistema financiero en México tiene como principal objetivo canalizar los recursos de los ahorradores a actividades productivas mediante los diferentes créditos a los cuales pueden acceder los productores, por tal motivo la banca se

---

<sup>9</sup> Fuente: Marco Provencio, Economía Informa, Reformas al Sistema Financiero Mexicano Pag. 8

convierte en uno de los principales detonadores de la economía, y contando con las reformas a la Ley de Agrupaciones Financieras y a la Ley de Instituciones de Crédito mismas que le permitían a los bancos incrementar la participación de los inversionistas extranjeros del 6% a cualquier porcentaje de participación en cualquier banco del país, esto ha demostrado que los bancos ahora recapitalizados fuertemente por la introducción de la inversión extranjera inician un periodo de competencia abierta.

Para poder llevar a cabo el reinicio de operaciones eficientes en la banca, fue necesario fortalecer a las autoridades financieras y que de esta manera tuvieran mayor regulación y supervisión de los intermediarios financieros, esto conlleva a que la salud financiera de los bancos se refleje en la captación; sin embargo sucede algo que no ha podido reactivar la actividad bancaria, ya que la banca ha estado recibiendo ahorro de la sociedad, pero lo mantiene inmóvil, al no canalizarlo como crédito; refiriéndonos a la actividad sustancial bancaria.

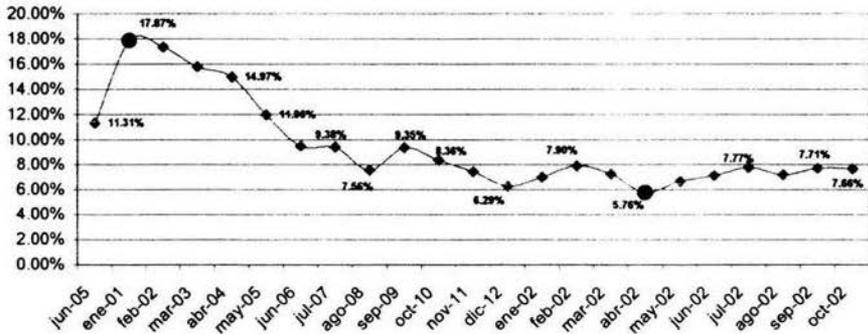
Desde la quiebra técnica del sistema financiero en 1995 la banca ha mantenido los costos operativos de sus funciones del diferencial de tasas existente entre la proporción que se le trasmite al ahorrador o inversionista y la que obtiene de invertir estos recursos en instrumentos del mercado de deuda que proporcionan seguridad a los recursos bancarios, pero un margen muy reducido de rendimientos a los ahorradores, esto ha conducido a que la competencia por la captación se refleje en diferencias de rendimientos de una opción a otra con parámetros del entre 0.5 y 1 punto de rendimiento sobre el ahorro y con tasas al consumidor que oscilan por debajo de la inflación, es decir la tasa real de interés es negativa, lo que convierte al ahorro en un mecanismo de inversión sumamente improductivo.

El cuadro siguiente muestra el movimiento de la tasa líder<sup>10</sup> en los últimos dos años.

---

<sup>10</sup> Tasa líder se le considera a la tasa de CETES a 28 días

## CETES 2001 - 2002



FUENTE: BOLETIN BURSATIL, BOLSA MEXICANA DE VALORES INDICADORES BURSATILES

Por lo antes mencionado es importante que la banca reinicie su proceso de colocación del crédito, solo que para lograr este objetivo es necesario que las autoridades y bancos trabajen en las reformas necesarias para el otorgamiento, registro y principalmente recuperación del crédito, ya que los actos jurídicos mediante los cuales se constituyen las garantías dependen de procesos muy largos y costosos lo que entorpece seriamente las acciones por las que los acreedores puedan disponer de las mencionadas garantías, esta situación provoca que el crédito no fluya eficientemente y que el poco crédito otorgado resulte más costoso de lo debido, ya que los deudores que se encuentran al corriente resultan ser los que pagan el costo del dinero prestado a los deudores que se encuentran en cartera vencida o lo comúnmente llamado subsidio cruzado que se le otorga a los deudores morosos.

## 1.5. Surgimiento y desarrollo de las Sociedades de Inversión

México tiene ya algunos años operando con sociedades de inversión, sin embargo los orígenes de este sistema de inversión se remonta según Maria Elena Uribe<sup>11</sup> al siglo XVI en el Banco de Augsburgo donde se encontró un mecanismo similar al de las Sociedades de Inversión.

En el siglo XVII Holanda se ubicaba como un centro financiero de gran auge comparado con lo que hoy conocemos como Wall Street, y es ahí donde se da cobijo a la administración de fondos muy similar a lo que hoy conocemos como Sociedad de Inversión.

Inglaterra se caracterizó por ser un centro financiero tan importante como el holandés, con la apertura del Royal Exchange en 1571, Londres se convirtió en un centro financiero internacional en el que surgen las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión que contribuyeron al desarrollo de la actividad bursátil, solo que hasta ese momento dichas sociedades carecían del elemento de diversificación de valores; así pues las primeras Sociedades de Inversión registradas se ubicaron en Holanda, Inglaterra y Francia entre los siglos XVII y XVIII, sin embargo la primera sociedad de inversión se registra en Bélgica en 1822 con el nombre de *Société General de Belgique*.

A finales del siglo XVIII surgen las administradoras de valores fraccionados, estos valores por su alto valor no podían ser adquiridos por pequeños y medianos inversionistas.

A mediados del siglo XIX y con el auge de la revolución industrial es que se estimula este esquema financiero y para finales de este mismo siglo llega a Estados Unidos el concepto de Fondos de Inversión. Así es como en 1920 se registra el mayor crecimiento de fondos de inversión y en 1924 surgen las

---

<sup>11</sup> Fuente: Francisco Javier Vega Rodríguez "Sociedades de Inversión 2" primera edición 1998 pag. 19

primeras sociedades de inversión que ofrecen sus acciones públicamente en el mercado secundario.

En 1929 con el Crack financiero muchas sociedades de inversión en E.U. desaparecieron ya que se encontraban financiando la compra de valores, prestando a corto y mediano plazo lo que las llevo a no cumplir con los requerimientos de sus accionistas. Debido a las amargas consecuencias por esta situación y después de una exhaustiva revisión de las operaciones del mercado de valores, en E.U. se emite la Ley de Sociedades de Inversión en 1940, la cual obligaba a estas empresas a ofrecer información fidedigna a los inversionistas respecto de la cartera de inversión de cada fondo, desde esta época y hasta nuestros días las sociedades de inversión han crecido de forma sostenida y en 1996 se registran en Estados Unidos 63 millones de inversionistas en Fondos de inversión.

En México aparecen las sociedades inversión bajo la existencia un mercado bursátil ya desarrollado, en 1950 se emite la primera Ley de Sociedades de Inversión, que al ser un mecanismo nuevo no se le da la importancia debida por lo que su desarrollo se ve muy débil, el 31 de diciembre de 1954 se reforma la Ley de Sociedades de Inversión misma que corrige varias fallas de la anterior, entre las más importantes están la falta de composición de activos de los fondos y el principio explicito de la composición del riesgo se expide con el fin de proporcionarle bases firmes a este mercado y hacerlo funcionar de manera eficiente, como consecuencia de estas reformas en 1956 surge la primera sociedad de inversión llamada en ese entonces Fondo de Inversiones Banamex, misma que hoy forma parte de la familia de fondos de este grupo financiero.

En 1963 se realizan nuevas adecuaciones a este mecanismo con las cuales surgen dos sociedades más (Fondo Industrial Mexicano y Multifondo de Capital) en la primer década de esta actividad esta encontró su auge, mismo que se vio reducido en forma severa, debido principalmente a deficiencias legislativas, una de

ellas y la más importante fue la prohibición de la recompra de las acciones a la sociedad, de esta manera los inversionistas corrían el riesgo total y absoluto de los cambios en el sector financiero, a pesar de que en esos años las tasas de interés eran estables y bajas, además de que estaba controlado el incremento de los precios (inflación), por lo que la liquidez de este instrumento se la dejaban únicamente al inversionista de este mercado.

En 1980 se realizaron a cabo reformas a la Ley, las cuales permitían a las sociedades la recompra de las acciones, este hecho provocó un incremento en la bursatilidad<sup>12</sup>, mismo que nuevamente se vio afectado por políticas fiscales y económicas, sumado a esto la tendencia a la salida de capitales del país y la difícil consolidación de dichas empresas.

Un elemento importante que permitió que las sociedades de inversión no se desarrollaran fue el hecho de que las promovían grupos corporativos como medio de financiamiento propio, por lo que las llamaron "basureros", ya que colocaban acciones de alguna filial que estaba mal cotizadas y con baja bursatilidad, no obstante estas características negativas a principios de los años noventa se autorizaron entidades independientes mismas que no corren estos riesgos, ya que una Operadora de Fondos de Inversión que no está afiliada a un grupo financiero tiene como único interés ofrecerle los mejores rendimientos a sus Sociedades de Inversión y así mantener en crecimiento el capital de estos; estas empresas independientes le han dado mayor auge y crecimiento a este mercado, mismo que esta compitiendo con buenos resultados por la captación de recursos que principalmente están en bancos, al día de hoy existen 140 fondos de inversión los cuales están repartidos en grupos financieros y en operadoras independientes.

---

<sup>12</sup> Bursatilidad: Es la acción de compra o venta de un título.

## Capítulo 2

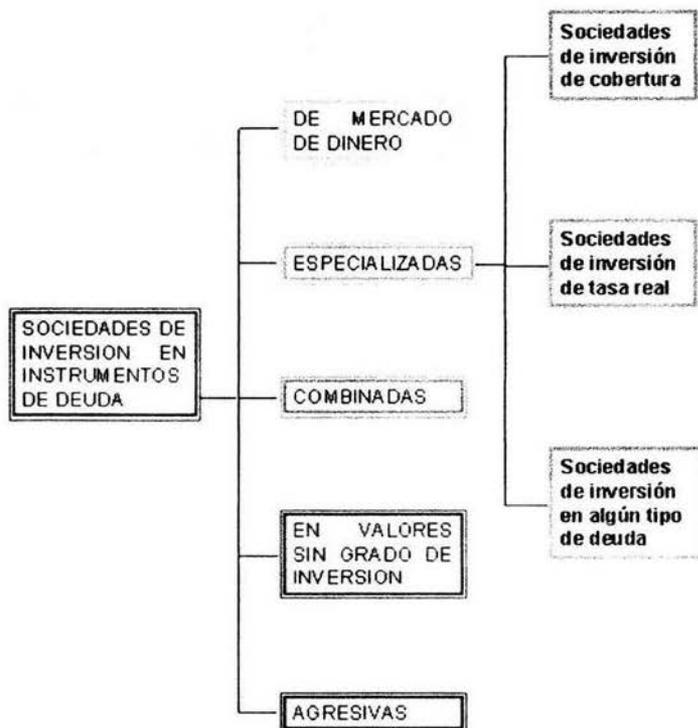
### Análisis operativo de las Sociedades de Inversión

#### 2.1. Sociedades de Inversión

Personas Morales jurídicas creadas para la obtención de activos sujetos de inversión, mismas que se conforman como sociedades anónimas y que participan en el mercado de valores con la capacidad de vender y comprar acciones o títulos representativos del capital social variable de cada una de ellas a inversionistas indeterminados, por su conformación como sociedades cuentan con acciones mismas que se dividen en dos tipos las de capital fijo sin derecho a venta y recompra al menos de contar con una autorización de la CNBV y las acciones variables que son aquellas que se le venden al público inversionista; para constituir una sociedad de inversión se requiere de 1,000,000.00 mismos que se destinan a las acciones fijas.

#### Tipos de Sociedades de Inversión

<b>Sociedades de inversión en Instrumentos de Deuda</b>	Son aquellas que componen su activo de inversión con la adquisición de valores que cotizan en el mercado de dinero o lo que es lo mismo instrumentos de deuda.
<b>Sociedades de inversión comunes</b>	Son aquellas que componen su activo de inversión con la adquisición de valores de renta variable y de deuda, a esta sociedades de inversión se les considera de riesgo, ya que adquieren acciones.
<b>Sociedades de inversión de capitales comunes</b>	Son aquellas que componen su activo sujeto de inversión por acciones de empresas que promueven el objeto de esta, es financiar el desarrollo de las mencionadas empresas por lo que se les considera de largo plazo.
<b>Sociedades de Inversión de objeto limitado</b>	Estas sociedades van a operar con valores y documentos emitidos por empresas que requieren recursos a largo plazo y cuyas actividades están relacionadas preferentemente con los objetivos de planeación nacional del desarrollo.



El diagrama anterior menciona cinco diferentes tipos de Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda, que se explican a continuación:

**2.1.1. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como de Mercado de Dinero**, este tipo de sociedades de inversión deben invertir al menos el 90 por ciento de sus activos objeto de inversión totales en instrumentos gubernamentales, bancarios y privados con un plazo por vencer no mayor a 90 días y con las dos más altas calificaciones, por lo anterior están menos expuestas a los ajustes económicos en el corto plazo.

**2.1.2. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como Especializadas** estos tipos de Sociedades de Inversión tienen que deben invertir en activos objetos de inversión al que estén enfocados deben invertir al menos 60 por ciento de sus activos totales en instrumentos gubernamentales, bancarios o privados, según sea la especialización, o en valores referidos a un concepto específico (valores con tasa de interés real, o de cobertura). Además de las que se especializan sólo en papel gubernamental y/o bancario para mejorar la seguridad de la inversión, de esta clasificación también se desprenden las:

**2.1.2.1. Sociedades de Inversión de Cobertura:**

Son aquellas que invierten en valores referidos a dólares estadounidenses para proporcionar protección contra las devaluaciones del peso mexicano.

**2.1.2.2. Sociedades de Inversión de Tasa Real:**

Son aquellas que deben invertir en valores que ganan rendimiento real (ajustados, reales, etc.), es decir que ganen un rendimiento por arriba de la inflación. Este tipo de sociedades proporcionan protección contra la pérdida de poder adquisitivo del peso.

**2.1.2.3. Sociedades de Inversión en algún Tipo de Deuda:**

Son aquellas que deben invertir sus recursos en un tipo de deuda específica: Deuda gubernamental: Deuda bancaria o Deuda corporativa.

**2.1.3. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como Combinadas**, este tipo de sociedades de inversión a diferencia de las especializadas deben invertir en más de un tipo de instrumento de deuda. Buscan mejorar el rendimiento y diversificación del portafolio a través de una mezcla de instrumentos emitidos por emisores con distinto perfil de riesgo.

**2.1.4. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como de valores sin grado de inversión:** este tipo de sociedades de inversión deben

invertir al menos el 60 por ciento de sus activos totales en instrumentos de deuda sin grado de inversión. En este tipo de sociedades busca mejorar el rendimiento mediante la colocación de los recursos en deuda de baja calificación, sin embargo por tal motivo existe un mayor riesgo de incumplimiento por parte del emisor que puede significar una variación abrupta en el rendimiento o pérdidas de la sociedad de inversión.

**2.1.5. Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda clasificadas como Agresivas** este tipo de sociedades de inversión no tienen máximos ni mínimos por tipo de instrumento ya que la estrategia está enfocada a utilizar los movimientos del mercado (alzas, bajas y lateralidad) para generar rendimientos. Se le conoce como agresiva debido a que tiene que estar muy atenta a los movimientos para saber cuando entrar o salir (atacar una oportunidad de mercado), y esto puede ser en un mismo día o unos pocos días. Estos movimientos pueden generar variaciones abruptas en el rendimiento o pérdidas de la sociedad de inversión.

## **2.2. RÉGIMEN DE INVERSIÓN**

El régimen de inversión de las sociedades de inversión está en función a cuatro variables, que son **riesgo, liquidez, rentabilidad y fomento de actividades prioritarias**, por lo antes mencionado cada sociedad de inversión determinará su objetivo de inversión por lo cual la CNBV tiene la responsabilidad de darle seguimientos a la autorregulación especificada en el Prospecto de información, autorizado previamente por dicha comisión, asimismo esta deberá establecer límites de inversión a las sociedades de inversión en caso de pertenecer a un grupo industrial o a algún grupo financiero para no incurrir en conflictos de interés.

Todas las sociedades de inversión deberán seguir determinadas normas sin perjuicio a su normatividad específica como:

- Que por lo menos el 96% de su activo deberá estar invertido en efectivo y valores.
- Que los gastos de establecimiento e instalación no podrán exceder del 4% de activo total<sup>13</sup>.

Las sociedades de inversión pueden ser **diversificadas** estas consisten en que se ajustan a las disposiciones de carácter general que dicta la CNBV con rangos determinados que garanticen la dispersión de riesgos en la composición de sus carteras; o **especializadas**, estas sociedades de inversión establecen su régimen de inversión, mismo que dan a conocer en su prospecto de información, en ambos tipos de sociedades de inversión hay las **tipificadas**, que se refieren a que a través de sus prospecto se obligan al cumplimiento de un objetivo predominante que significa mantener cuando menos el 60% de su activo total en una clase de valores cuyas características sean acordes a sus objetivos de inversión.

### **2.2.1. Régimen de inversión para Sociedades de Inversión diversificadas comunes.**

2.2.1.1. Parámetros del régimen diversificado para Sociedades de Inversión Común para persona física y moral en base a sus activos totales.

- 1) La inversión en valores de renta variable no podrá ser inferior al 30% de su activo total
- 2) En el caso de obligaciones convertibles<sup>14</sup> de una emisora no financiera la inversión en estas no podrá ser mayor al 15% del capital de la sociedad
- 3) De la misma forma la inversión en títulos opcionales (warrants) no podrá ser mayor al 15% del capital de la sociedad.

<sup>13</sup> Fuente: Circular 12-22 Bis 7 de la CNBV

<sup>14</sup> Obligaciones convertibles. Son instrumentos que emiten empresas privadas como obligaciones y al vencimiento se convierten en acciones, es decir que de ser una deuda u obligación, pasan a ser acciones

- 4) La inversión a cargo de personas morales del mismo grupo corporativo no podrá exceder el 20% del capital de la sociedad de inversión (CIRC. 12-22 Bis I).
- 5) La inversión en valores gubernamentales podrá ser hasta del 70%
- 6) La inversión en valores bancarios no podrá exceder el 60%
- 7) La inversión en valores a cargo de una institución de crédito no podrán exceder del 15% del capital total de la sociedad de inversión.
- 8) Asimismo la inversión en valores registrados en el listado del Sistema Internacional de Cotizaciones no podrá exceder el 15% del total del capital de la sociedad (Circ. 12-22 Bus 6).
- 9) La inversión en títulos emitidos por el gobierno mexicano en el extranjero inscritos en la sección especial del Registro Nacional de Valores e intermediarios, podrá ser hasta de un 15% (Circ. 12-22 Bus 6).

**PARAMETROS AL REGIMEN DE INVERSIÓN SOCIEDADES DE  
INVERSIÓN COMUNES EN BASE AL TOTAL DE ACTIVOS**

Este cuadro muestra los límites máximos de inversión en determinados valores	
ACCIONES	30%
OBLIGACIONES CONVERTIBLES DE ENTIDADES FINANCIERAS	15%
EMISIONES DE UN MISMO GRUPO EMPRESARIAL	20%
PAPEL GUBERNAMENTAL	70%
DEPOSITOS, INSTRUMENTOS DE DEUDA Y REPORTOS DEL SISTEMA FINANCIERO EN SU CONJUNTO	60%
DEPOSITOS, INSTRUMENTOS DE DEUDA Y REPORTOS DE UNA SOLA INSTITUCION FINANCIERA	15%
VALORES INCRITOS EN EL REGISTRO INTERNACIONAL DE COTIZACIONES	15%
INSTRUMENTOS DE DEUDA MEXICANOS COTIZADOS EN EL EXTRAJERO	15%

2.2.1.2. Parámetros del régimen de inversión diversificado para sociedad de inversión comunes en base al monto de la emisión.

- 1) La inversión en acciones de una sociedad de inversión de capitales que coticen en bolsa no podrá ser mayor al 10% del capital social pagado de dichas sociedades (Circ. 12-22 Bus 6).
- 2) La inversión en acciones representativas del capital social pagado de una misma emisora no podrá exceder el 30% de dicho capital social.
- 3) En el caso de inversión en instrumentos de una misma serie o emisión, esta no podrá exceder el 10% al menos que sean del Gobierno Federal o estén avalados o aceptados por alguna institución de crédito.
- 4) Asimismo las sociedades de inversión que estén administradas por una misma Operadora no podrán invertir en conjunto más del 30% en instrumentos de una misma emisión o serie

**PARAMETROS AL REGIMEN DE INVERSIÓN  
SOCIEDADES DE INVERSIÓN COMUNES EN BASE AL  
TOTAL DE ACTIVOS**

Parte variable de las acciones de una SINCA que coticen en bolsa	10%
Acciones de una misma emisora	30%
Títulos de una misma serie o emisora que no sean papel gubernamental o bancario	10%
Las sociedades de inversión administrados por una misma operadora podrán adquirir títulos de una misma serie hasta por el	30%

## **2.2.2. Régimen de inversión para Sociedades de Inversión diversificadas en instrumentos de deuda.**

### **2.2.2.1. Parámetros del régimen de inversión diversificado para Sociedades de Inversión de deuda en base a su activo total.**

- 1) La inversión en valores de una misma emisora no podrá ser mayor al 15% del activo total de la sociedad.
- 2) La inversión en instrumentos a cargo de empresas pertenecientes a un solo grupo corporativo no podrá exceder el 20% en conjunto del total del activo de la sociedad. (Circ. 12-22 Bis1).
- 3) La inversión en instrumentos del Gobierno federal podrá ser hasta del 100% de la sociedad de inversión.
- 4) La inversión en valores avalados, aceptados o emitidos a cargo de instituciones de crédito no podrá ser mayor al 60%
- 5) La inversión en valores avalados, aceptados o emitidos a cargo de una sola institución de crédito no podrá ser mayor al 15% (Circ. 12-22 Bis1).
- 6) El porcentaje de inversión en valores con vencimiento inferior a tres meses será establecido por cada sociedad de inversión y deberá estar especificado en cada prospecto de información.
- 7) La inversión en valores registrados en Sistema Internacional de Cotizaciones no podrá ser mayor al 15%
- 8) Asimismo no será más del 15% la inversión en valores del Gobierno Federal en el mercado internacional, e inscritos la sección especial del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

**PARAMETROS AL REGIMEN DE INVERSIÓN  
SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE DEUDA EN BASE  
AL TOTAL DE ACTIVOS**

VALORES DE UNA MISMA EMISORA	15%
VALORES DE UN MISMO GRUPO EMPRESARIAL	20%
PAPEL GUBERNAMENTAL	100%
DEPOSITOS, INSTRUMENTOS DE DEUDA Y REPORTOS DEL SISTEMA FINANCIERO EN SU CONJUNTO	60%
DEPOSITOS, INSTRUMENTOS DE DEUDA Y REPORTOS DE UNA SOLA INSTITUCION FINANCIERA	15%
VALORES CON VENCIMIENTO MENOR A TRES MESES	&
VALORES INSCRITOS EN EL REGISTRO INTERNACIONAL DE COTIZACIONES	15%
INSTRUMENTOS DE DEUDA MEXICANOS COTIZADOS EN EL EXTRAJERO	15%

2.2.2.2. Parámetros del régimen de inversión diversificado para sociedad de inversión de deuda en base al monto de la emisión.

- 1) La inversión en valores de una misma serie o emisión no podrá ser mayor al 10% al menos que sean emitidos por el Gobierno Federal.
- 2) Asimismo las sociedades de inversión que estén administradas por una sola operadora no podrán invertir más del 30% en instrumentos de una emisión o serie.

**Parámetros del régimen diversificado para sociedad de inversión en instrumentos de deuda en base al monto de la emisión.**

Lo máximo que se podrá invertir en valores de una misma serie o emisión a menos que sean emitidos por el Gobierno Federal.	10%
Lo máximo que podrá invertir una sola operadora en una en una emisión del total de la misma emisión.	30%

### **2.2.3. Régimen de inversión para sociedades de inversión especializadas.**

Como se menciono anteriormente las sociedades de inversión especializadas son aquellas que se autorregulan y las cuales dan a conocer su régimen de inversión políticas de inversión o adquisición así como la selección de valores a través del prospecto de información previamente autorizado por la CNBV.

Solamente existen tres límites que son:

- 1) El 96% de su activo estará representado por valores al igual que las sociedades de inversión diversificadas.
- 2) La inversión en instrumentos a cargo de un mismo grupo empresarial no podrá ser mayor al 20% del capital de la *sociedad de inversión especializada en instrumentos de deuda*.
- 3) Asimismo las sociedades de inversión especializadas que estén administradas por una sola operadora no podrán invertir más del 30% en instrumentos de una emisión o serie.

### **2.3. Prohibiciones a la adquisición de valores.**

- 1) Los valores que estén en propiedad de o administración de entidades o sociedades pertenecientes al mismo grupo empresarial o financiero al que pertenece la operadora. (Circ. 12-22 Bis 7)
- 2) Las sociedades de inversión no podrán invertir en obligaciones subordinadas convertible a acciones emitidas por casas de bolsa (Circ. 12-22 Bis 6 y 7).

Una vez revisados los diferentes regimenes de inversión y sus parámetros puede existir una violación a estos parámetros misma que está fuera del alcance

inmediato de las sociedades operadoras y sucede cuando por consecuencia en el cambio del precio de los valores en los que se ha invertido o por la compra o venta significativa de acciones es que llegan a violar los límites del régimen de inversión, para esta situación se deberá ajustar en un plazo no mayor a 90 días naturales, en caso de que en los primeros treinta días la sociedad de inversión en cuestión no haya corregido este desequilibrio deberá informarlo a la CNBV y al público inversionista a través de los estados de cuenta.

Si después de este periodo de 90 días no se ha corregido el desequilibrio la sociedad de inversión deberá solicitar autorización a la CNBV para la modificación del régimen de inversión y la Comisión con la opinión del Banco de México otorgará o negará dicha solicitud, para emitir el dictamen esta autoridad tiene seis meses como plazo máximo, en caso de que sea autorizado el cambio de régimen y algún accionista no desee mantener su inversión la sociedad de inversión se obliga a recomprar las acciones hasta el 100% sin aplicar el diferencial al precio de valuación para esto cuenta con diez días hábiles a partir de la notificación de los cambios, esta notificación deberá realizarse con una anticipación mayor a veinte días hábiles a que se lleven a cabo dichos cambios.

Las bases de recompra de acciones estarán plasmadas en el prospecto de información al público inversionista debiendo este manifestar su conformidad expresamente.

En caso de que exista alguna situación especial de recompra, deberá estar claramente especificada en el prospecto de información, asimismo esta recompra no podrá obedecer situaciones que manifiesten algún trato discriminatorio.

## **2.4. Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión.**

Las Sociedades operadoras de Sociedades de Inversión, son empresas independientes de las sociedades de inversión; por ley estas empresas están autorizadas para administrar y realizar la distribución de las acciones de las sociedades de inversión que esté operando así como la recompra de sus acciones. A partir de agosto de 1993 estas sociedades operadoras tienen la autorización de existir independientes a casas de bolsa, instituciones de crédito o grupos financieros

La CNBV para autorizar a una sociedad operadora de sociedades de inversión deberá contar la sociedad con un capital mínimo de \$12,000,000.00<sup>15</sup> este importe se invertirá en los bienes de capital fijo para que la empresa inicie y opere; asimismo en las acciones del capital mínimo fijo de la sociedades de inversión que administren, en caso de existir un remanente, este se invertirá en acciones de la parte variable de las misma sociedades de inversión.

Por ser la operadora una persona jurídica diferente a las sociedades de inversión, debe existir un contrato de prestación de servicios de la operadora a la sociedad de inversión, claro está que este contrato deberá estar autorizado por la CNBV y en términos de la Ley de Sociedades de Inversión.

En la Ley de Sociedades de Inversión en el Art. 21 menciona que la asignación de utilidades o pérdidas netas serán determinadas diariamente por la sociedad operadora a través de la valuación diaria, misma que se contratará con una empresa valuadora autorizada por la CNBV.

Es importante mencionar que en la Ley de Sociedades de Inversión se establece que el personal que dirige la sociedad operadora deberá estar acreditado por la

---

<sup>15</sup> Fuente Circular 12-24 tercera de la CNBV

CNBV para de esta forma garantizar la capacidad técnica y solvencia moral necesaria, ya que en estos instrumentos de inversión existen reservas en términos del secreto bursátil.

## **2.5. Comisiones.**

El contrato deberá estipular las comisiones que se cobran a los inversionistas, para el caso de la Administración de la Sociedad de Inversión el tope máximo de comisión es de 0.4167% sobre el valor de los activos netos registrados en el mes anterior al cobro, por la compra-venta de acciones ordenada por la Sociedad de Inversión el máximo es de 0.5% de cada operación, por las operaciones de compra venta de acciones ordenadas por la clientela el tope es de 1.7% sobre el monto de cada operación.

Cualquier aumento a las remuneraciones por administración requerirá la aprobación de la Asamblea General de Accionistas de la Sociedad de Inversión.

## **2.6. Inspección y vigilancia.**

La vigilancia por parte de la CNBV se ha desarrollado de tal forma que le dan seguimiento a los informes de las operaciones y movimientos de cada una de las sociedades de inversión en forma diaria, esto se hace con el objetivo de contar con la garantía de la supervisión de una autoridad financiera, a su vez dicha supervisión se realiza en la misma forma a empresas Operadoras y consiste en lo siguiente:

- a) Comprobar los planes de promoción y distribución de acciones
- b) Revisar estados mensuales de contabilidad y los estados financieros anuales
- c) Vetar el nombramiento de consejeros o miembros de sus comités de inversión, así como al director.

- d) Examinar si los gastos de administración están acordes con la capacidad de la Sociedad de Inversión.
- e) Ordenar visitas de inspección a estas empresas
- f) Intervenir administrativamente a las operadoras y Sociedades de Inversión.
- g) Emitir disposiciones de carácter general, a las cuales deberán sujetarse todo tipo de propaganda con el fin de que se exprese en forma clara y precisa y no induzca al público a engaño o error.

La CNBV podrá revocar autorizaciones a las operadoras cuando incurran en infracciones específicas a las leyes ya mencionadas como:

- a) Emitir a la CNBV informaciones falsas y dolosas
- b) Incumplan reiteradamente a pesar de las observaciones de la Comisión
- c) Que sean declaradas en quiebra o acuerden su disolución o liquidación

La CNBV podrá revocar autorizaciones a las Sociedades de inversión cuando incurran en infracciones específicas a las leyes ya mencionadas como:

- a) Si reiteradamente excede los porcentajes máximos de inversión o no mantiene los previstos
- b) Como por causas imputables a las Sociedades de Inversión no aparezcan indebidamente en su contabilidad las operaciones que haya efectuado.
- c) Si reiterada omite proporcionar la información a la que esta obligada
- d) Si se disuelve, quiebra o entra en estado de liquidación.

### **2.6.1. Calificación de Sociedades de Inversión**

En la circular 12-22 bis 6 las Sociedades de Inversión, para nuestro estudio las enfocadas en Instrumentos de Deuda requieren contar con una calificación otorgada por una calificadora de valores, esta calificación nos informa respecto al

riesgo de crédito y de mercado de la cartera a la cual puede acceder la Sociedad de Inversión, según la autorización de su prospecto de información.

Las claves de calificación son alfa numérica pudiendo ir de la AAA/1 a la B/4 indicando que el nivel de seguridad del fondo se desprende de la evaluación de factores que incluyen la calidad y la diversificación del portafolio, así como la fuerza y debilidad de la administración y la capacidad operativa.

#### **2.6.1.1. Empresas Calificadoras**

Son empresas autorizadas por la CNBV cuyo objetivo es proveer al público inversionista con información y una opinión suficiente e independiente para que se puedan tomar decisiones, esto no significa que la empresa calificadora tenga alguna responsabilidad a cerca de las decisiones tomadas por los inversionistas, simplemente por la calificación que emita de cada Sociedad de Inversión.

#### **Categorías de calificación de calidad de activos y administración**

<b>AAA</b>	<b>= Sobresaliente</b>
<b>AA</b>	<b>= Alto</b>
<b>A</b>	<b>= Bueno</b>
<b>BBB</b>	<b>= Aceptable</b>
<b>BB</b>	<b>= Bajo</b>
<b>B</b>	<b>= Malo</b>

Nivel de seguridad del fondo, que se desprende de la evaluación de factores incluyen primordialmente: calidad y diversificación de los activos de portafolios, fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa.

La calificación en este segmento está determinada por el riesgo crediticio y este se refiere principalmente a la adquisición de valores de diferentes emisoras que

dependiendo de su situación financiera transmiten una calificación a sus emisiones, misma que es determinante para calificar a la sociedad de inversión que está adquiriendo algún título de esta emisión.

### **Categoría de calificación riesgo de mercado**

<b>1</b>	<b>= Baja</b>
<b>2</b>	<b>= Moderada</b>
<b>3</b>	<b>= Alta</b>
<b>4</b>	<b>= Muy alta</b>

Este segmento de la calificación para sociedades de inversión se refiere a la sensibilidad de las condiciones cambiantes en los factores del mercado, es decir por un movimiento brusco del mercado, esta parte es la que determina fuertes plusvalías<sup>16</sup> o minusvalía<sup>17</sup> en el fondo de inversión.

## **2.7. Entorno legal (Legislación)**

Como ya se ha mencionado las sociedades de inversión en México tienen una legislación propia desde 1950, dicha Ley misma que les dio origen era incipiente y es hasta 1963 cuando se le realizan varias reformas, quedando una pendiente, misma que no permitía el crecimiento de este mecanismo de inversión y se refiere a la recompra de la sociedad de todas y cada una de las acciones que la componen, en 1980 se reestructura la Ley de Sociedades de Inversión con la cual

---

<sup>16</sup> Plusvalía: en el mercado de valores se le considera a una cotización positiva del precio del título

<sup>17</sup> Minusvalía: Igualmente se le considera una cotización negativa en el precio del título, lo que se transmite en un rendimiento negativo.

se ha estimulado su auge, el 4 de junio de 2001 el Congreso de la Unión aprobó las reformas a la Ley de Sociedades de Inversión, estas reformas entraron en vigor a partir del día 4 de diciembre del mismo año. Esta ley da a conocer el mecanismo de operación de las sociedades de inversión, así como su regulación, organización, funcionamiento e intermediación de sus acciones en el mercado de valores, así como los servicios que deberán de contratar.

Uno de los objetivos centrales de esta Ley es descentralizar el mercado para de valores, de esta manera darle al pequeño y mediano inversionista acceso a este mercado, asimismo cumple con otros objetivos como reactivar la actividad productiva del país, cuidando siempre los intereses de los inversionistas, este objetivo se cristaliza en el financiamiento que las distintas instituciones obtienen al colocar sus instrumentos en el mercado de valores dependiendo de la liquidez y riesgo.

La ley de Sociedades de Inversión exige a las sociedades de inversión un documento llamado **PROSPECTO DE INFORMACIÓN AL PÚBLICO INVERSIONISTA**, en este documento la sociedad de inversión debe dar a conocer todas sus características, como políticas de inversión, diversificación de activos, del riesgo al cual está expuesto el inversionista y en general donde se precisa la información relevante de las operaciones de la sociedad de inversión.

Esta ley es secundada en caso de requerirse, por la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Sociedades Mercantiles y por la legislación de orden común. En el caso de la ejecución de sanciones se aplicará la Ley de Federal de Procedimientos Administrativos.

En el caso de las Sociedades de Inversión Especializada de Fondos de Ahorro para el Retiro (SIEFORES) serán regidas por la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, por lo que están sujetas a las disposiciones de la Comisión

Nacional de Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) y por este motivo no serán caso de estudio en este trabajo.

Dentro de la legislación correspondiente a las Sociedades de Inversión, se regulan los métodos y mecanismos para el funcionamiento de este tipo de empresas, así como los requerimientos necesarios para llevar a cabo la incorporación de una Sociedad Operadora de Sociedades de Inversión<sup>18</sup>, las mismas Sociedades de Inversión, Empresas Valuadoras de Sociedades de Inversión<sup>19</sup>, Proveedores de precios<sup>20</sup> y las empresas que tengan relación directa con las Sociedades de Inversión, ya sea por la prestación de servicios o por obtener los servicios de las dichas empresas.

### **2.7.1. Organización de las sociedades de inversión**

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) a través de la circular 12-22 señala:

En la circular 12-22 sección vigésimo sexta la CNBV señala como requisito para iniciar en funcionamiento una sociedad de inversión, un capital mínimo pagado y sin derecho a retiro de \$1,000,000.00 este capital fijo estará representado por acciones que son intransferibles al menos que la CNBV emita un autorización previa de carácter discrecional.

No podrá formar parte de ninguna sociedad de inversión personas morales extranjeras que tengan funciones de autoridad directamente o a través de interpósita persona.

---

<sup>18</sup> La definición de Sociedad Operadora de Sociedades de Inversión se encuentra en la pagina 31

<sup>19</sup> La definición de Valuadoras de Sociedades de Inversión se encuentra en la pagina 48

<sup>20</sup> La definición Proveedores de precios se encuentra en la pagina 48

Las Sociedades de inversión podrán mantener acciones en tesorería que serán puestas en circulación dependiendo de la forma como lo decida el consejo de administración.

El consejo de administración estará formado por un mínimo de cinco consejeros y por un máximo de quince, mismos, que serán designados por los socios que representan el capital fijo.

Habrá también un comité de inversiones que será el responsable de determinar la estrategia de inversión y la composición de los activos de la sociedad, los integrantes serán designados por los socios en asamblea especial.

En caso de un aumento del capital o de un incremento de socios al adquirir títulos o acciones de Sociedades de Inversión se pondrán en circulación las acciones de tesorería y por el contrario al disminuir el número de socios o disminuir el capital de las Sociedades de Inversión, deberán recomprar las acciones reduciendo el capital y convirtiéndolas en acciones de tesorería nuevamente, cuando la recompra de acciones esté motivada por desordenes del mercado<sup>21</sup> y se manifieste de manera excesiva respecto del capital total de la sociedad de inversión, la CNBV le permite la aplicación de un diferencial, este se refiere a un porcentaje que puede ser hasta el 2% sobre el precio de valuación y que se refleja en un decremento o incremento de la misma.

### **2.7.2. Máxima participación en una sociedad de inversión**

La máxima participación accionaria por parte de un inversionista será la que el consejo de administración designe con los límites establecidos previamente autorizado por la CNBV y asimismo determinara las políticas necesarias para que

---

<sup>21</sup> Los desordenes de mercado se refieren a la volatilidad e inestabilidad del mercado de valores como consecuencia de factores internos o externos

los inversionistas que obtengan temporalmente un porcentaje mayor se ajusten a las mismas, según el artículo 14 de la Ley de Sociedades de Inversión.

Cuando los accionistas fundan la empresa tienen permitido incrementar los mencionados límites, ya que estos se irán reduciendo conforme se esté llevando a cabo el proyecto de colocación de acciones mismo que estará autorizado por la CNBV, es decir los límites proporcionados en las circulares de carácter general de la CNBV solo podrán ser rebasados cuando la Sociedad de Inversión esté iniciando o en proceso de capitalización, cuando la sociedad de inversión se salga del límite autorizado más de seis meses deberá cambiar su régimen de inversión, por lo tanto su clasificación.

### **2.7.3. Valores sujetos de inversión**

Los valores que puede adquirir una sociedad de inversión serán únicamente aquellos que estén registrados en el Registro Nacional de Valores y en el listado internacional de cotizaciones, la CNBV tiene la facultad prohibir aquellos títulos que no puedan ser sujetos de inversión.

Los títulos que formen parte del activo de las sociedades de inversión deberán ser depositados en el INDEVAL (Instituto Nacional de Depósito de Valores) , asimismo este depósito se hará a través de una institución financiera no integrante del grupo financiero en caso de que la operadora no forme parte de este mismo grupo financiero

### **2.7.4. Valuación**

En el caso de valuación de las sociedades de inversión, la empresa se basa en la circular 12-16 de la CNBV; a pesar de ello la misma comisión considera que hay métodos más eficientes de valuación por lo cual autoriza la existencia de proveedores de precios en año 2000<sup>22</sup>, con el fin de que esta valuación sea lo mas

---

<sup>22</sup> La definición de Proveedores de Precios está en la página 48

cercano la realidad de la valuación diaria de cada sociedad de inversión. En la circular 12-22 muestra que el precio de valuación resultará de dividir entre las acciones en circulación, el capital pagado de la sumatoria de los valores de que sea propietaria, así como todos los activos que también estén en su propiedad, a su vez restarle los pasivos que tenga la sociedad de inversión. Como las acciones de las Sociedades de Inversión son valores deberán ser valuados a precio de mercado.

Como se menciona la CNBV autoriza en el año 2000 los proveedores de precios mismos que basan su operación en la circular 22-40 estos proveedores de precios deberán ser independientes de las operadoras y/o grupos financieros, además de estar autorizados por la CNBV.

Para el caso de la valuación de sociedades de inversión comunes y de deuda, los precios que sean emitidos por las empresas valuadoras, deberán ser diarios y a estos precios se ajustarán las operadoras para llevar a cabo su contabilidad y para los precios de liquidación mismos que se efectuarán como sigue:

Para las sociedades de inversión que operen 24, 48 o 72 horas liquidarán el precio determinado el día de la operación, para el caso de sociedades de inversión que liquidan valor mismo día, utilizarán el valor del día próximo anterior.

## **2.8. Dinámica de operación**

Como se menciona al inicio de este trabajo una sociedad de inversión es una persona jurídica que tiene como objetivo la administración de recursos monetarios de diversos socios, la formación de este tipo de empresas esta regulada por la ley de Sociedades Mercantiles, Técnicamente las Sociedades de Inversión obtienen sus recursos de la venta de sus acciones a un amplio numero de inversionistas que compran acciones de esta sociedad, por lo que cada inversionista es socio de esta la cual deberá tener un administrador profesional, mismo que adquiere activos financieros en beneficio de los socios ya sea dentro del mercado de dinero

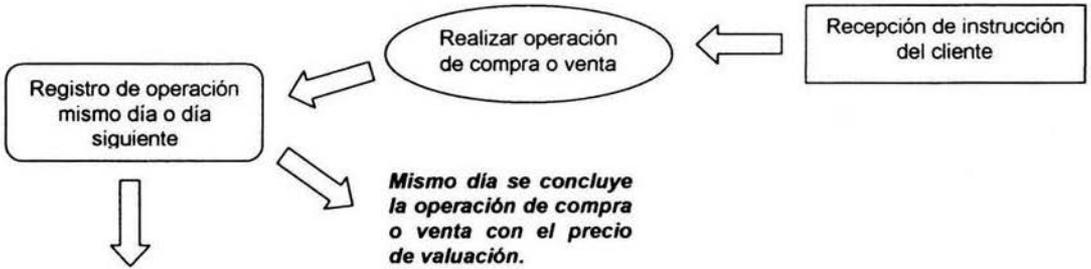
o del mercado de capitales o cualquier otro mercado dependiendo del régimen de inversión en que esté constituida. Se puede considerar que la sociedad de inversión es de muy bajo riesgo, mediano riesgo y de alto riesgo, dependiendo del mercado en el que se desempeñe y el tipo de sociedad de inversión que se trate, es importante aclarar que no existen instrumentos que estén exentos de riesgo.

La dinámica propia de una sociedad de inversión se divide en administración, promoción y operación

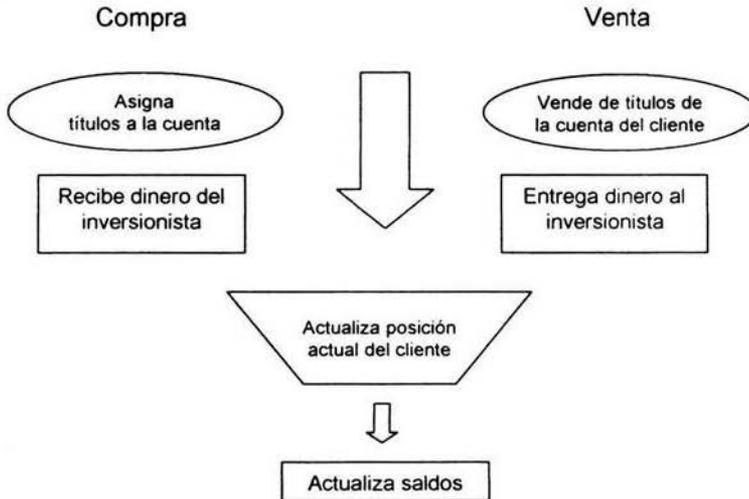
La administración de las sociedades de inversión está a cargo de la sociedad operadora, misma que ofrece sus servicios de administración, operación, distribución y recompra de acciones, es decir las sociedades de inversión tienen la obligación de existir jurídicamente ya que es necesaria esta persona jurídica para realizar este tipo de inversión y es el medio legal para poder ubicar a los accionistas en cada fondo de inversión, por lo que la responsabilidad de administración absoluta es de la sociedad operadora, misma que cobra una comisión por este servicio a la sociedad de inversión.

El flujo de operación inicia su proceso en la distribución de las acciones o títulos representativos de cada fondo a través de promotores previamente certificados por la CNBV, mismos que atraen a inversionistas y en la liberación del capital por parte de los inversionistas, es decir en el depósito de dinero de los inversionistas a una cuenta de la operadora y esta al momento de adquirir los recursos son enviados a la compra de acciones de tesorería de la sociedad de inversión en función, misma que tiene un precio de valuación del día anterior que es con el que se opera ese día, el importe invertido se divide entre el precio del título y nos refleja el número de títulos comprados, así pues dependiendo de la adquisición de acciones de algún fondo específico, estos recursos se destinarán a la compra de valores autorizados, mismos que pasarán a formar parte de la cartera del fondo en función, ya sean instrumentos de renta fija, variable o algún otro en las proporciones autorizadas por la CNBV.

## DIAGRAMA MUESTRA DE OPERACIÓN



*Día siguiente se espera a la valuación del fondo para el próximo día y realizar la compra o venta.*



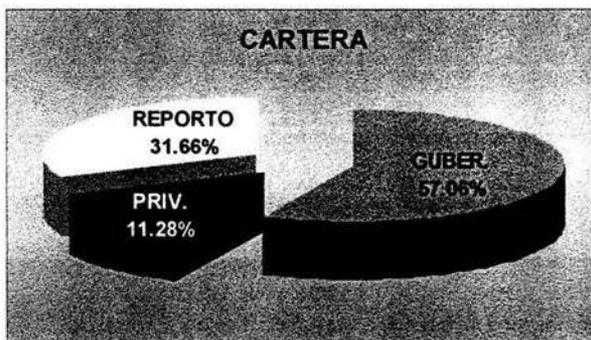
Dentro de los valores que se pueden adquirir para las Sociedades de inversión de renta fija o deuda existen varios instrumentos del mercado de dinero.

### 2.9. Portafolios y valuación de portafolio.

Esta parte del trabajo tiene el objetivo es mostrar un ejemplo de un portafolio de inversión de una sociedad de inversión así como la valuación correspondiente del fondo.

**COMPOSICION DE CARTERA AL 31 DE OCTUBRE DEL 2002**

EMISORA	EMISION	MERCADO (*)	IMPORTE A %
<b>GUBERNAMENTALES</b>			
CETES	031002	27,524.8	4.19%
PIC	P712U	58,321.5	8.87%
PIC	P77U	117,623.1	17.89%
UDIBONO	040129	83,078.6	12.64%
UDIBONO	040729	78,473.5	11.94%
UDIBONO	050210	10,173.5	1.55%
		<b>375,194.9</b>	<b>57.06%</b>
<b>PAPEL PRIVADO</b>			
BINZAC	02U	50,018.2	7.61%
ECOSYS	01U	24,126.3	3.67%
		<b>74,144.5</b>	<b>11.28%</b>
<b>REPORTOS</b>			
BPAS	040617	132,049.3	20.08%
BREMS	031127	76,107.8	11.58%
		<b>208,157.1</b>	<b>31.66%</b>
<b>TOTAL EN INSTRUMENTOS DE DEUDA</b>			<b>657,496.5</b>



Como se puede observar gráficamente esta cartera es conservadora ya que de su posición casi el 60% papel gubernamental, lo que la hace muy segura a la vez esta cartera tiene un 26.13 % en papel gubernamental de largo plazo lo que la hace vulnerable a los cambios que pudieran efectuarse dentro del plazo en el precio de mercado o riesgo de mercado. Por otro lado observamos que tiene el 31.56% de Reporto del cual el 100% es gubernamental lo que le permite movilizar

esta fracción del recurso en cualquier momento, asimismo soportar la liquidez que requieran los inversionistas los días de vencimiento. Asimismo observamos que se compone en un 11.28% en papel privado este pequeño porcentaje le permite obtener mayor beneficio ya que los documentos privados ofrecen mayor rendimiento, para el caso de las dos emisiones que componen esta fracción que son papeles de BINZAC y ECOSYS obtienen AA de calificación tomando en cuenta que es la segunda mejor calificación por lo que el riesgo crediticio de este fondo es sumamente bajo por el alto peso de los documentos gubernamentales.

La valuación del fondo se lleva a cabo a través de Empresas Valuadoras de Sociedades de Inversión mismas que se autorizaron en diciembre de 1992 por la CNBV para transparentar el proceso de valuación, ya que anteriormente esta función la realizaban las instituciones de depósito de valores, o el comité de valuación de las Instituciones de Crédito o de las mismas Sociedades de Inversión.

El 2 de octubre del 2000 entró en vigor la circular 12-40 que hace mención de los Proveedores de Precios que son sociedades anónimas autorizadas por la CNBV cuyo objeto social sea exclusivamente la prestación habitual y profesional del servicio de cálculo, determinación y proveeduría o suministro de Precios Actualizados para la Valuación de valores, documentos e instrumentos financieros

El siguiente ejemplo mismo que es un supuesto, muestra como se valúa una cartera de una Sociedad de Inversión de deuda con un incremento de tasa al día dos, asimismo como con un decremento de tasa al mismo día dos

## CARTERA AL DIA UNO DE LA SEMANA (LUNES)

Instrumento	Días de venc.	cupón	TR. ST TREAL TDOL	Tasa de Desc.	Capital Disp.	Precio	Titulos	Importe	Valor Nominal
CETE	28	NA	9,10%	9,03600%	100.000	9,9297	10.070	99.992,28	10
PRLV	91	NA	12,50%	12,11710%	100.000	0,9694	103.159	99.999,30	1
ACEP. BANC.	182	NA	14,00%	13,07460%	100.000	0,9339	107.077	99.999,27	1
P.C. TELMEX	14	NA	9,80%	9,76280%	100.000	99,620	1.003	99.919,20	100
BONDE 28	364	9,50%	1,00%	NA	100.000	99,044	1.009	99.935,80	100
BONDE 91	1092	9,80%	1,10%	NA	100.000	97,191	1.028	99.912,72	100
BONDE 182	1820	9,50%	1,20%	NA	100.000	95,463	1.047	99.949,29	100
BPA'S 28	1820	9,50%	1,05%	NA	100.000	95,899	1.042	99.926,35	100
BONO t.fija 182	1820	14%	12,50%	NA	100.000	105,50	947	99.908,50	100 U.
	T. DE REF.	S/T	REND. DEV.	D. TRAN.					
BREM 91	10,70%	10,0%	9,80%	10	100.000	97,59	1.024	99.932,16	100 U.
					1.000.000		227.406	999.474,87	

El precio del titulo de esta sociedad de inversión al lunes es de **\$4.3951**

Instrumento	Variación día 2	Variación día 3
CETE	12,50%	7,80%
PRLV	14,50%	8,20%
ACEP. BANC.	16,20%	11,95%
P.C. TELMEX	10,85%	9,00%
BONDE 28	2,00%	0,60%
BONDE 91	2,20%	0,75%
BONDE 182	2,30%	0,90%
BPA'S 28	2,05%	0,70%
BONO T. FIJA 182	15,00%	8,00%
BREM 91	14,00%	7,00%

*En este ejemplo los cambios de las tasas se manifiestan más bruscos que los que regularmente fluctúan en el mercado real o natural, a pesar de que en periodos de alta volatilidad se pueden presentar estos altibajos*

### VALUACION DIA 2

Con los ejemplos siguientes vemos como se calcula el precio de dos de los instrumentos, para el caso de CETES, PRLV, ACEPT. BANCARIA Y EL PAPEL es el mismo método y para el caso de los bonos de mas plazo con intercupon en similar como BONDES 182 con cupón de 28 o BONOS de tasa fija, BPAS PICS etc.

**DIA DOS DE LA SEMANA (MARTES) CON INCREMENTOS DE TASA**

Instrumento	Días de venc.	cupón	TR. ST TREAL TDOL	Tasa de Desc.	Capital Disp.	Precio	Titulos	Importe	Valor Nominal
CETE	27	NA	12,5%	12,37%	100.000	9,9004	10 100	99.993,74	10
PRLV	90	NA	14,5%	13,98%	100.000	0,9646	103.665	99.999,73	1
ACEP. BANC.	181	NA	16,2%	14,97%	100.000	0,9246	108.144	99.999,08	1
P.C. TELMEX	13	NA	10,85%	10,80%	100.000	99,610	1.003	99.908,55	100
BONDE 28	363	9,5	2,00%	NA	100.000	97,398	1.026	99.929,89	100
BONDE 91	1091	9,8	2,10%	NA	100.000	92,344	1.082	99.916,00	100
BONDE 182	1819	9,5	2,20%	NA	100.000	87,274	1.145	99.928,58	100
BPA'S 28	1819	9,5	2,05%	NA	100.000	91,473	1.093	99.979,52	100
BONO t.fija 182	1819	14%	15,00%	NA	100.000	96,54	1.035	99.918,90	100
	<b>T. REF.</b>	<b>S/T</b>	<b>REND. DEV.</b>	<b>D. TRAN.</b>					
BREM 91	10,7%	10,0%	14,00%	11	100.000	96,71	1.034	99.998,14	100
					1.000.000		229.327	999.572,13	

Al día dos de la semana (martes) cada una de las tasas de estos instrumentos tuvieron movimientos a la alza en el mercado, por lo que arroja un precio de título de \$4.3587 pesos **MINUSVALIA**

**MISMO DIA DOS DE LA SEMANA (MARTES) CON DECREMENTOS DE TASA**

Instrumento	Días de venc.	cupón	TR. ST TREAL TDOL	Tasa de Desc.	Capital Disp.	Precio	Titulos	Importe	Valor Nominal
CETE	27	NA	7,80%	7,75%	100.000	9,9418	10 058	99.994,62	10
PRLV	90	NA	8,20%	8,03%	100.000	0,9799	102.051	99.999,77	1
ACEP. BANC.	181	NA	11,95%	11,27%	100.000	0,9433	106.010	99.999,23	1
P.C. TELMEX	13	NA	9,00%	8,97%	100.000	99,676	1.003	99.975,13	100
BONDE 28	363	9,5	0,60%	NA	100.000	98,718	1.012	99.902,51	100
BONDE 91	1091	9,8	0,75%	NA	100.000	95,690	1.045	99.995,63	100
BONDE 182	1819	9,5	0,90%	NA	100.000	91,993	1.087	99.996,61	100
BPA'S 28	1819	9,5	0,70%	NA	100.000	96,538	1.035	99.916,31	100
BONO t.fija 182	1819	9%	8,00%	NA	100.000	104,09	960	99.925,44	100
	<b>T. REF.</b>	<b>S/T</b>	<b>REND. DEV.</b>	<b>D. TRAN.</b>					
BREM 91	10,70%	7,0%	7,00%	11	100.000	98,2305	1.018	99.998,65	100
					1.000.000		225.279	999.703,92	

Al mismo día dos de la semana (martes) cada una de las tasas de estos instrumentos tuvieron movimientos a la baja en el mercado, por lo que arroja un precio de título de \$4.4376 pesos **PLUSVALIA**

Como se observa en el supuesto de las carteras tanto a la alza como a la baja hay cambios significativos en el precio del título y el ejemplo arroja que con un alza generalizada de las tasas de los distintos instrumentos genera minusvalía en el precio del título, asimismo con una baja de tasas el precio del título se incrementa lo que genera una plusvalía.

## **Capítulo 3**

### **Sociedades de Inversión vs Banca**

#### **3.1. Productos y rendimientos de la banca**

La banca en México ofrece opciones de inversión o ahorro mismos que se incluyen dentro de los siguientes:

3.1.1. Cuenta de ahorro: Este instrumento es el más tradicional mismo que tiene como función única el acumular los recursos que sean depositados a través del tiempo, los rendimientos que ofrece son prácticamente nulos en términos nominales, claro está que en términos reales son rendimientos negativos ya que este tipo de instrumentos está creado para personas físicas con muy bajos niveles de ahorro por lo que la tasa promedio aproximada de este instrumento es del 1% nominal que comparada a la tasa inflacionaria del 2002 que fue del 5.7%<sup>23</sup> arroja una tasa real negativa del -4.7%

Para la banca este instrumento es el más productivo ya que obtiene recursos de los micro y pequeños ahorradores, los cuales permanecen periodos largos, por el tipo de instrumento y del cual existen el porcentaje más grande de cuentas con pocos recursos mismos que la banca en el peor de los casos invierte a tasa de papel gubernamental o bancario a un día y que en promedio para el año 2002 pago el 8% del cual le trasmite al ahorrador tasas alrededor del 1% por lo que su margen de intermediación es del 800% aproximadamente por lo tanto la tasa pasiva del banco es la menor existente.

3.1.2. Chequera: Como el nombre lo indica esta opción de acumulación de recursos monetarios, más que mostrarse como un mecanismo de inversión es un medio de operación para tesorerías ya que este instrumento es totalmente operativo el cual tiene como fin ofrecer un espacio de entradas y salidas de recursos monetarios sustituyendo lo que anteriormente fueron las cajas que

---

<sup>23</sup> Fuente: BANXICO

acumulaban todos los ingresos del día, los rendimientos se ubican aproximadamente en los parámetros de las cuentas de ahorro, pero aquí es importante mencionar que este rendimiento se ofrecerá sobre el promedio mensual de recursos manejados. Que muy frecuentemente son menos del mínimo contratado, a pesar de que algunas personas físicas o morales lo utilizan como medio de acumulación de los recursos que tienen líquidos.

### 3.1.3. Cuenta maestra.

Este instrumento tiene las mismas características de operación que la chequera normal, la diferencia es que el saldo promedio mensual es mayor, siendo este de 15,000.00 como mínimo, asimismo muestra a los poseedores de este tipo de cuentas como personas solventes ya sean físicas o morales, es probable que le ofrezcan a los inversionistas en este instrumento hasta el 1.5%

3.1.4. Pagaré, como su nombre lo dice este instrumento es un pagaré bancario que se obtiene en el banco bajo la firma de un contrato el cual especifica la liquidez y los rendimientos, es el más promovido por la banca ya que tiene como característica principal, la obtención de recursos a plazos de 7, 14, 28, 91 y hasta 180 días lo que le garantiza a la banca privada que los ahorradores no podrán hacer uso de sus recursos monetarios, lo que le permite operar estos recursos de la manera más conveniente y así ampliar la brecha diferencial entre la tasa pasiva del ahorrador y activa del intermediario al mercado de dinero.

**Tasa promedio 2002 en  
inversión a 28 días**

<b>BANCO</b>	<b>MAS DE 1,000,000</b>
BBV BANCOMER	3,70%
VITAL	4,05%
INBURSA	6,27%
IXE	6,00%
INVERLAT	5,40%
BANORTE	5,43%
SERFIN	4,65%
BANAMEX	4,20%
<b>PROMEDIO</b>	<b>5,67%</b>

Fuente: el economista, 4 de noviembre de 2002

### 3.1.5. Mesa de dinero (en banco)

Este instrumento se considera el más competitivo que la banca puede ofrecer a los inversionistas este instrumento invierte los recursos de los inversionistas en instrumentos de deuda y varia dependiendo del importe que se invierta y del ejecutivo, ya que cada ejecutivo de promoción tiene la libertad de ofrecer cualquier tasa de rendimiento por debajo del tope que establece el área responsable de limitar los rendimientos, claro está que este mecanismo es el menos rentable para la banca ya que el rendimiento que le ofrece al banco es mínimo puesto que para ser competitivos tendrá que sacrificar rendimientos y el diferencial entre la tasa activa y pasiva se verá más reducido mientras más sea el beneficio que le ofrecen a los inversionistas.

Con el objeto de cristalizar mejor la idea del los rendimientos de estos instrumentos ejemplificamos el mismo millón de pesos invertido en la sociedad de inversión.

<b>Instrumento</b>	<b>Tasa aprox.</b>	<b>Rendimiento mensual</b>
Cuenta de ahorro	1,0%	833
Chequera	1,0%	833
Cuenta maestra	1,5%	1.250
Pagaré	5,6%	4.667
Mesa de dinero	6,0%	5.000

Los anteriores instrumentos son los que la banca como tal puede ofrecer a sus inversionistas, sin tomar en cuenta que todos los grupos financieros cuentan con Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión.

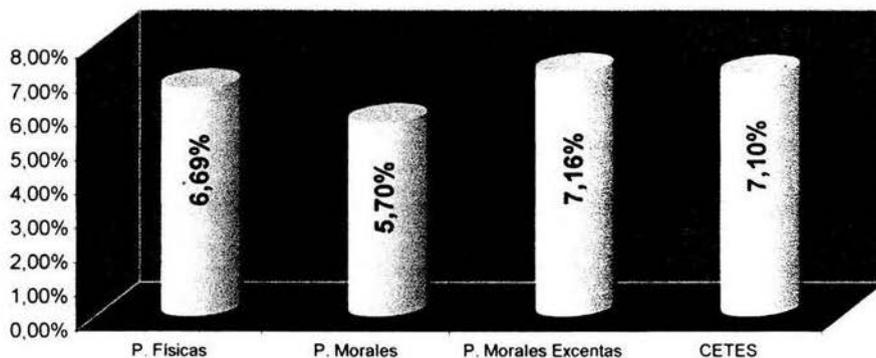
### 3.2. Productos y rendimientos de Sociedades de Inversión

Como se menciona a lo largo de este análisis existen Sociedades de Inversión enfocadas a invertir los recursos en diferentes activos financieros, solamente haremos referencia a los sujetos de estudio, que son Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda para personas físicas y morales.

Al día 28 de noviembre de 2002 existen 254 sociedades de inversión en instrumentos de deuda de los cuales 171 son para personas físicas, 28 para personas morales y 21 más para personas morales exentas<sup>24</sup>.

De estas Sociedades de Inversión haremos el comparativo con un promedio general de todas y de las diez mejores.

#### PROMEDIO DEL MERCADO AÑO 2002

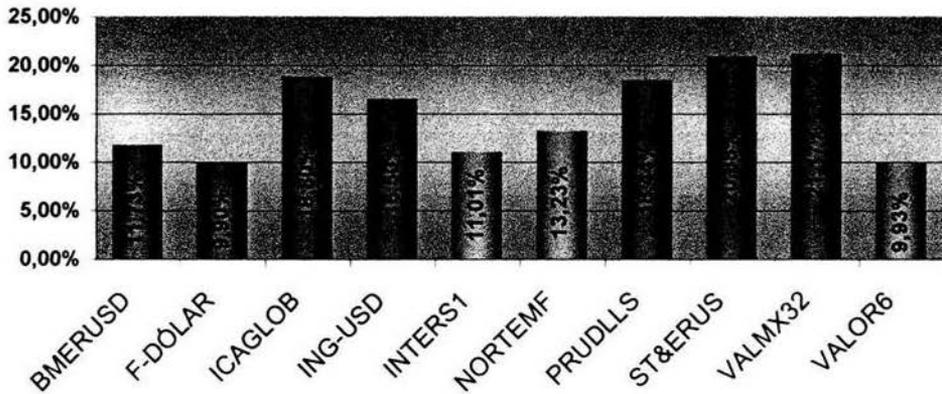


FUENTE: EL ECONOMISTA 2/12/02

En la próxima grafica analizamos los fondos de inversión que ofrecen mayores rendimientos promedio anuales, sin importar la clasificación de estos.

<sup>24</sup> Persona Moral Exenta: Es aquella que por autorización de la Secretaria de Hacienda y Crédito Publico omite el pago de impuestos correspondiente al ISR que generen los rendimientos otorgados por el buen funcionamiento del fondo.

## DIEZ MEJORES FONDOS

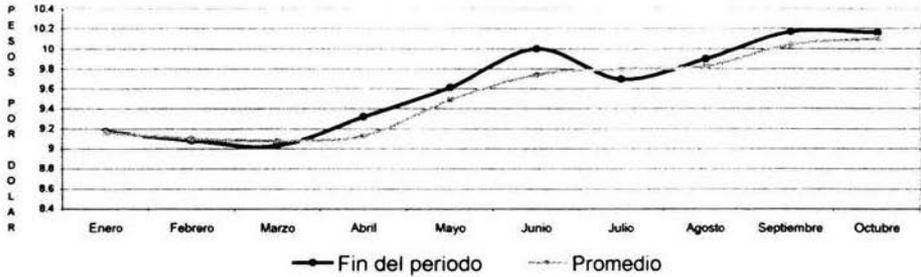


FUENTE: ECONOMISTA 28/11/02

Como podemos ver de estos diez fondos solo tres (diferente color) no están invertidos en dólares. Si observamos como evolucionó el tipo de cambio en este año, podremos notar que se incremento en un **10.20%** por lo que los papeles o instrumentos en los cuales están invertidos, absorbieron esta plusvalía misma que se transfiere a los fondos de inversión, esto se suma al rendimiento propio que ofrecen estos documentos por la simple adquisición en el mercado de valores de E.U.

Es por este motivo que estos fondos de inversión se vieron bastante favorecidos en el año 2002.

## COMPORTAMIENTO DEL DOLAR



FUENTE: BANCO DE MEXICO INDICADORES ECONÓMICOS

Por otro lado los tres fondos de inversión de nuestra muestra que no tienen en su cartera instrumentos dolarizados tienen las siguientes calificaciones:

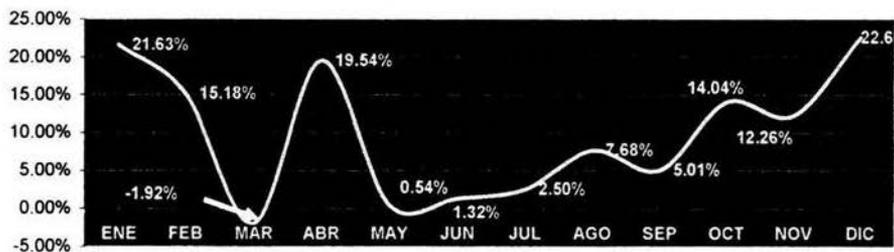
**NORTEMF AAA/4** = La calidad de los activos que compone esta sociedad de inversión es sobresaliente, combinada con alta sensibilidad a movimientos del mercado.

**VALOR6F AA/4** = La calidad de los activos que compone esta sociedad de inversión es buena, combinada con alta sensibilidad a movimientos del mercado.

**INTERS1 AA/4** = La calidad de los activos que compone esta sociedad de inversión es buena, combinada con alta sensibilidad a movimientos del mercado.

De estos analizaremos uno de ellos **INTERS1** calificado con **AA/4** y con clasificación Tasa real, esta clasificación se refiere que está enfocado a invertir en instrumentos basados en el crecimiento inflacionario como por ejemplo **UDIBONOS**.

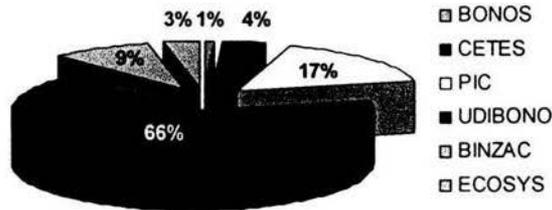
### INTERS1



La cartera de INTERS1 es la siguiente:

FONDO INTERS1, S.A. DE C.V.			
GUBERNAMENTALES		IMPORTE A MERCADO (*)	%
BONOS	41202	5,189.88	0.72%
CETES	31002	28,195.34	3.89%
PIC	P77U	123,422.95	17.01%
UDIBONO	30731	27,371.51	3.77%
UDIBONO	40129	148,121.14	20.42%
UDIBONO	40729	91,564.78	12.62%
UDIBONO	50210	113,859.38	15.70%
UDIBONO	91001	63,016.55	8.69%
UDIBONO	110106	35,658.93	4.92%
		<b>636,400.46</b>	<b>87.73%</b>
<b>PAPEL PRIVADO</b>			
BINZAC	02U	64,498.73	8.89%
ECOSYS	01U	24,511.18	3.38%
		89,009.91	12.27%
<b>TOTAL EN INSTRUMENTOS DE DEUDA</b>		<b>725,410.4</b>	<b>100.00%</b>
<b>TOTAL DE CARTERA</b>		<b>725,410.4</b>	

En la grafica podemos observar como se está enfocando el horizonte de inversión a instrumentos de tasa real.



Analizando la cartera de este fondo podemos observar que invierte 12.27% del capital en papel comercial mismo según la operadora de sociedades de inversión de que obtendrá calificación para el mes de enero de 2003, el hecho de que este papel no tenga calificación lo presiona a obtener menor calificación según el comité de inversión de la operadora de Interacciones Casa de Bolsa. Se espera que la calificación de dichos papeles comerciales se encuentre en los mejores lugares, lo que le otorgará una mejor calificación al fondo.

Este fondo tiene el mayor riesgo de mercado y se determina porque los títulos que lo componen están sujetos a los cambios en sus cotizaciones, y como están invertidos a plazos largos deberán tomar la plusvalía o minusvalía que generen.

De otra manera si los plazos fueran cortos la posibilidad de realizar movimientos de venta o compra son más rápidos y así permanecer con cierto nivel mínimo de volatilidad en las cotizaciones diarias.

Las ocasiones que se presenta minusvalía, no significa que se halla perdiendo dinero simplemente que la cotización de ese día o de ese periodo no fue favorable, la pérdida se cristalizaría si se decide vender cuando en fondo esta pagando negativo.

En el supuesto de que la operadora se quedara con los instrumentos hasta en vencimiento, el emisor está obligado a regresar el importe de principal invertido más el premio ofrecido, independientemente que las condiciones económicas y de mercado sean las mas desfavorables, es por eso que los instrumentos de deuda están dependiendo de las condiciones de mercado pero se les considera de muy bajo riesgo.

## CAPITULO 4

### Escenarios de financiamiento entre el Mercado de Valores y Banca

En este capítulo se muestra un escenario con el que trataremos de mostrar como se beneficia la entidad económica al contratar deuda mediante una emisión en el Mercado de Valores en comparación con el crédito tradicional.

#### 4.1. Caso, Estado de Guerrero

Con el objeto de proporcionar un ejemplo claro y real, se ha utilizado una sustitución de deuda que llevó a cabo el Estado de Guerrero, mismo que tenía contratado varios créditos con bancos de desarrollo y con bancos comerciales, para este caso debemos realizar un análisis de los antecedentes que el Estado tiene respecto de su situación financiera.

##### 4.1.1. Antecedentes financieros del Estado de Guerrero.

Al Estado de Guerrero se le puede considerar como un estado con baja deuda pública, ya que en función a su ingreso, al PIB del Estado y en comparación con la deuda de otros estados, sin embargo, existen mecanismos que pueden mejorar la situación de la deuda respecto al costo del financiamiento que obtuvieron para sus obras.

Como se puede observar en el siguiente cuadro, la deuda del Estado de Guerrero para el 31 de diciembre de 2002, ascendía a 1,500 millones de pesos, por lo que se considera una deuda manejable, ya que los ingresos que obtiene el Estado, le permite no distraer mensualmente flujos altos para el pago de la misma, sumado a esto el Producto Interno Bruto que genera la entidad con su actividad económica es muy superior a dicha deuda, misma que representa el 1.63% para éste año.

El siguiente cuadro muestra los niveles de la deuda publica, ingresos, egresos y el PIB de todas las Entidades Federativas para el año 2002, según datos del INEGI, mismo muestra cifras preliminares para el año mencionado.

**Cifras en miles de pesos**

<b>Entidad</b>	<b>Deuda Pública</b>	<b>Ingresos<sup>e/</sup></b>	<b>Egresos<sup>e/</sup></b>	<b>PIB<sup>e/</sup></b>	<b>Deuda/ PIB</b>
<b>T O T A L</b>	<b>113,702,400</b>	<b>500,133,023</b>	<b>500,133,023</b>	<b>5,676,768,492</b>	<b>2.00%</b>
Aguascalientes	343,300	5,695,133	5,695,133	65,353,668	0.53%
Baja California	1,987,500	15,251,901	15,251,901	178,314,997	1.11%
B. California Sur	689,800			30,712,334	2.25%
Campeche	21,700	6,850,131	6,850,131	62,062,400	0.03%
Coahuila	607,300	14,082,748	14,082,748	175,962,142	0.35%
Colima	342,900	3,897,644	3,897,644	32,103,644	1.07%
Chiapas	926,900			97,381,432	0.95%
Chihuahua	1,547,700	19,336,781	19,336,781	246,691,606	0.63%
Distrito Federal	38,285,200	68,486,239	68,486,239	1,288,414,011	2.97%
Durango	1,314,600	9,303,229	9,303,229	69,651,049	1.89%
Guanajuato	636,600	18,849,901	18,849,901	186,914,954	0.34%
<b>Guerrero</b>	<b>1,540,700</b>	<b>17,923,274</b>	<b>17,923,274</b>	<b>94,353,744</b>	<b>1.63%</b>
Hidalgo	719,200	11,479,333	11,479,333	80,823,197	0.89%
Jalisco	5,864,200	31,770,049	31,770,049	367,331,065	1.60%
México	31,200,400	55,648,960	55,648,960	614,655,493	5.08%
Michoacán	152,800	19,553,903	19,553,903	137,147,316	0.11%
Morelos	486,200	8,342,061	8,342,061	81,400,590	0.60%
Nayarit	100,900	7,126,463	7,126,463	32,059,139	0.31%
Nuevo León	8,704,000	26,454,902	26,454,902	392,631,044	2.22%
Oaxaca	312,200	19,324,772	19,324,772	84,954,640	0.37%
Puebla	1,001,800	23,873,824	23,873,824	192,716,912	0.52%
Querétaro	1,400,800	8,949,526	8,949,526	97,998,345	1.43%
Quintana Roo	1,320,600	6,612,121	6,612,121	76,660,126	1.72%
San Luis Potosí	1,438,000	11,529,045	11,529,045	98,806,481	1.46%
Sinaloa	3,175,000	13,404,839	13,404,839	116,913,130	2.72%
Sonora	5,030,400			152,780,581	3.29%
Tabasco	576,200	18,171,043	18,171,043	67,376,963	0.86%
Tamaulipas	435,300			166,656,364	0.26%
Tlaxcala	0	5,395,037	5,395,037	30,997,911	0.00%
Veracruz	2,754,600	36,275,496	36,275,496	235,932,010	1.17%
Yucatán	578,700	8,560,536	8,560,536	77,220,667	0.75%
Zacatecas	206,900	7,984,132	7,984,132	43,790,535	0.47%

e/ Datos estimados NOTA. Las cifras de ingresos, egresos y PIB son preliminares tal y como las ofrece INEGI

Fuente: SHCP. Deuda de Entidades Federativas

Fuente: INEGI. Estadística Anual de las Finanzas Públicas Estatales<sup>25</sup>.

#### 4.1.1.1. Ingresos

El Estado de Guerrero al igual que todos los estados recibe mediante la TESOFE Recursos Federales que provienen de las diversas fuentes que el Gobierno

<sup>25</sup> Los datos que ofrece el INEGI referentes a ingresos y egresos del Estado de Guerrero para el año 2002 varían con respecto a los tomados por la Casa de Bolsa para la emisión de CPO'S, puesto que los primeros son cifras preliminares y los segundos son cifras proporcionadas por el órganos de finanzas del Estado de Guerrero.

Federal tiene para hacerlos llegar a cada entidad dependiendo del destino final de los recursos, por lo que en el Presupuesto de Egresos de la Federación existen rubros llamados Ramos, como es el caso del Ramo 33 mismo que es una partida del Presupuesto de Egresos de la Federación que destina recursos a Estados y Municipios y del cual el Estado de Guerrero obtiene casi el 60% del total de sus ingresos de cada año, como se muestra en el cuadro de ingresos siguiente<sup>26</sup>, asimismo los ingresos en 2002 representan el 20.6% del PIB lo que indica la capacidad de generación de bienes y servicios dentro de los límites de territoriales del Estado en comparación con los ingresos públicos.

### Ingresos del Estado de Guerrero

Cantidades en millones de pesos

EJERCICIO FISCAL CONCEPTO	1998		1999		2000		2001		2002	
	MONTO	%								
Producto Interno Bruto*	59,032.8	17.4%	72,662.3	17.9%	85,614.3	17.9%	93,299.2	19.3%	94,353.7	20.6%
<b>TOTAL CONSOLIDADO</b>	<b>10,243.4</b>		<b>13,027.7</b>		<b>15,338.3</b>		<b>18,020.0</b>		<b>19,428.3</b>	
<b>SECTOR CENTRAL</b>	<b>3,639.6</b>	<b>35.5%</b>	<b>3,964.7</b>	<b>30.4%</b>	<b>4,707.6</b>	<b>30.7%</b>	<b>5,266.4</b>	<b>29.4%</b>	<b>5,495.6</b>	<b>28.3%</b>
INGRESOS PROPIOS	571.5	5.6%	556.4	4.3%	577.9	3.8%	654.7	3.6%	628.9	3.2%
PARTICIPACIONES FEDERALES	2,566.9	25.1%	3,041.7	23.3%	3,696.2	24.1%	3,947.4	21.9%	4,232.1	21.8%
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	501.2	4.9%	366.6	2.8%	433.5	2.8%	694.3	3.9%	634.6	3.3%
<b>INGRESOS PROVENIENTES DEL GOBIERNO FEDERAL</b>	<b>5,856.3</b>	<b>57.2%</b>	<b>8,083.9</b>	<b>62.1%</b>	<b>9,698.2</b>	<b>63.2%</b>	<b>11,461.5</b>	<b>63.6%</b>	<b>12,427.5</b>	<b>64.0%</b>
FONDOS FEDERALES RAMO XXXIII	5,856.3	57.2%	7,632.5	58.6%	9,047.4	59.0%	10,427.5	57.9%	11,284.8	58.1%
RAMO XXIII (PROV. SAL. ECONOMICAS)							343.7	1.9%	394.4	2.0%
RAMO XVI (MEDIO AMBIENTE Y REC. NAT.)							24.7	0.1%	13.5	0.1%
RAMO XI (EDUCACION MEDIA, SUP Y TEC.)							31.3	0.2%		
RAMO VIII (APOYOS DIRECTOS AL CAMPO)							53.7	0.3%		
OTROS RECURSOS FEDERALIZADOS			451.4	3.5%	650.8	4.2%	580.6	3.2%	734.8	3.8%
<b>SECTOR PARAESTATAL</b>	<b>747.5</b>	<b>7.3%</b>	<b>978.1</b>	<b>7.5%</b>	<b>932.5</b>	<b>6.1%</b>	<b>1,262.1</b>	<b>7.0%</b>	<b>1,505.2</b>	<b>7.7%</b>
INGRESOS PROPIOS	218.5	2.1%	253.7	1.9%	206.4	1.3%	259.6	1.4%	315.7	1.6%
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	54.5	0.5%	73.9	0.6%	88.5	0.6%	133.3	0.7%	120.7	0.6%
APORTACION ESTATAL	277.7	2.7%	299.7	2.3%	278.6	1.8%	322.5	1.8%	405.8	2.1%
APORTACION FEDERAL	196.8	1.9%	351.8	2.7%	359.0	2.3%	546.7	3.0%	663.0	3.4%

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores Prospecto de colocación del CPO'S del Estado de Guerrero

\* Fuente INEGI

#### 4.1.1.2. Egresos

Al igual que el Estado de Guerrero recibe un importante flujo de recursos por parte del Gobierno Federal, éstos son consumidos casi en su totalidad, como muestra la gráfica Ingresos vs Gasto.

<sup>26</sup> NOTA: Las cifras referentes a los ingresos y egresos del Estado que se utilizan para el año 2002 se obtuvieron del Prospecto de Colocación de CPO'S de la BMV, puesto que las cifras reales que proporciona el INEGI solo pueden ser consultadas hasta el año 2001, las posteriores son preliminares.

## EGRESOS DEL ESTADO DE GUERRERO

Cantidades en millones de pesos

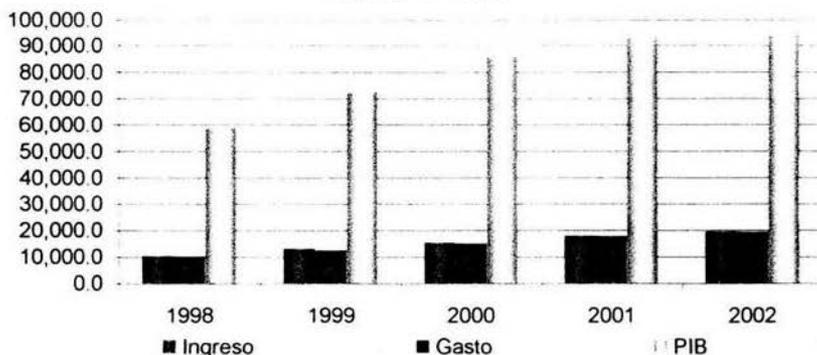
CONCEPTO	1998		1999		2000		2001		2002	
	MONTO	%								
Producto Interno Bruto*	59,032.8	17.0%	72,662.3	17.0%	85,614.3	17.5%	93,299.2	19.1%	94,353.7	20.4%
<b>TOTAL CONSOLIDADO</b>	<b>10,063.40</b>		<b>12,339.40</b>		<b>14,954.80</b>		<b>17,779.10</b>		<b>19,276.90</b>	
<b>CENTRAL</b>	<b>3,639.20</b>	<b>36.20%</b>	<b>3,901.50</b>	<b>31.60%</b>	<b>4,620.90</b>	<b>30.90%</b>	<b>5,235.50</b>	<b>29.40%</b>	<b>5,386.30</b>	<b>27.90%</b>
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>1,737.90</b>	<b>17.30%</b>	<b>1,551.20</b>	<b>12.60%</b>	<b>1,828.20</b>	<b>12.20%</b>	<b>2,070.90</b>	<b>11.60%</b>	<b>2,252.50</b>	<b>11.70%</b>
SERVICIOS PERSONALES	1,150.90	11.40%	930.6	7.50%	1,269.80	8.50%	1,658.80	9.30%	1,822.00	9.50%
MATERIALES Y SUMINISTROS	129.5	1.30%	71	0.60%	90	0.60%	80.7	0.50%	85.6	0.40%
SERVICIOS GENERALES	457.5	4.50%	549.6	4.50%	468.4	3.10%	331.4	1.90%	344.9	1.80%
<b>TRANSFERENCIAS</b>	<b>848.30</b>	<b>8.40%</b>	<b>1,253.50</b>	<b>10.20%</b>	<b>1,246.30</b>	<b>8.30%</b>	<b>1,560.20</b>	<b>8.80%</b>	<b>1,834.30</b>	<b>9.50%</b>
PART. A MUNICIPIOS EN IMP. FED	622.9	6.20%	661.1	5.40%	746	5.00%	915.8	5.20%	944.4	4.90%
SECTOR PARAESTATAL	130.8	1.30%	161.1	1.30%	177.3	1.20%	221.4	1.20%	275.5	1.40%
SUBSIDIOS UAG	35.5	0.40%	52.7	0.40%	81.3	0.50%	110.3	0.60%	75.7	0.40%
PODERES Y ORG. ELECTORALES	46.3	0.50%	289.7	2.30%	237	1.60%	299.7	1.70%	400	2.10%
OTROS	12.8	0.10%	88.9	0.70%	4.7	0.00%	13	0.10%	138.7	0.70%
<b>INVERSION</b>	<b>931.00</b>	<b>9.30%</b>	<b>840.00</b>	<b>6.80%</b>	<b>1,185.60</b>	<b>7.90%</b>	<b>1,206.10</b>	<b>6.80%</b>	<b>978.40</b>	<b>5.10%</b>
<b>FINANCIAMIENTOS</b>	<b>122.00</b>	<b>1.20%</b>	<b>256.80</b>	<b>2.10%</b>	<b>360.80</b>	<b>2.40%</b>	<b>398.30</b>	<b>2.20%</b>	<b>321.10</b>	<b>1.70%</b>
AMORTIZACION DE CAPITAL	25.8	0.30%	210.8	1.70%	173.5	1.20%	179.6	1.00%	170.7	0.90%
INTERESES DEUDA	72.4	0.70%	0.00%	0.00%	178.9	1.00%	57.1	0.30%		
ADEFAS	23.8	0.20%	46	0.40%	33.6	0.20%	39.8	0.20%	93.3	0.50%
<b>PARAESTATAL</b>	<b>709.20</b>	<b>7.00%</b>	<b>907.90</b>	<b>7.40%</b>	<b>869.00</b>	<b>5.80%</b>	<b>1,207.90</b>	<b>6.80%</b>	<b>1,459.00</b>	<b>7.60%</b>
GASTO CORRIENTE	553.5	3.70%	726	5.90%	659.3	4.40%	917.1	5.20%	1068.8	5.50%
INVERSION	134.3	0.90%	146.7	1.20%	176.1	1.20%	260.3	1.50%	360.4	1.90%
FINANCIAMIENTOS	21.4	0.10%	35.2	0.30%	33.6	0.20%	30.5	0.20%	29.8	0.20%
<b>FEDERALES</b>	<b>5,715.00</b>	<b>56.80%</b>	<b>7,530.00</b>	<b>61.00%</b>	<b>9,464.90</b>	<b>63.30%</b>	<b>11,335.70</b>	<b>63.80%</b>	<b>12,431.60</b>	<b>64.50%</b>
RAMO XXXIII	5,643.70	56.10%	7,098.80	57.50%	8,842.60	59.10%	10,365.00	58.30%	11,223.20	58.20%
RECURSOS FEDERALIZADOS	71.3	0.70%	431.2	3.50%	622.3	4.20%	970.7	5.50%	1,208.40	6.30%

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores Prospecto de colocación del CPO'S del Estado de Guerrero

\* Fuente INEGI

Como podemos observar los recursos que se obtienen se consumen por lo que cualquier ahorro serviría para hacer mas productivos estos recursos.

### Ingreso vs Gasto



ESTA TESIS NO SALE  
DE LA BIBLIOTECA

Como se puede observar gráficamente el PIB en los últimos cinco años es muy superior al los ingresos que obtiene y a los egresos que consume el Estado de Guerrero, sin embargo este breve análisis contribuye a la necesidad de proporcionar mas ingresos al estado, para nuestro caso es mediante el ahorro en servicios financieros, para ello es necesario realizar un análisis de la situación de la deuda pública del Estado, y así poner en práctica los beneficios del Mercado de Valores mismo que se cristalizan en menor gasto por costos financieros, el cual podría ser canalizado a otros rubros que generen beneficios sociales.

#### 4.1.1.3. Situación Socioeconómicas del Estado de Guerrero.

El hecho de que el Estado de Guerrero tenga una deuda pública manejable y sus finanzas públicas sean sanas, no significa que los ingresos que obtiene son los suficientes, para proveer a todos los habitantes de los servicios necesarios que requieren, ya que el Estado de Guerrero cuenta con una serie de carencias según el índice de marginación de CONAPO, que lo ubica en el segundo estado mas marginado del país.

### ESTADOS CON EL MAYOR INDICE DE MARGINACION

Entidad federativa	Nacional	Chiapas	Guerrero	Oaxaca	Veracruz	Hidalgo
Población total	97,483,412	3,920,892	3,079,649	3,438,765	6,908,975	2,235,591
% Población analfabeta de 15 años o más	9.46	22.94	21.57	21.49	14.87	14.92
% Población sin primaria completa de 15 años o más	28.46	50.31	41.92	45.53	39.17	34.09
% Ocupantes en viviendas s/ drenaje ni servicio sanitario excl.	9.90	19.33	35.29	18.07	10.21	17.19
% Ocupantes en viviendas sin energía eléctrica	4.79	12.01	11.04	12.54	11.11	7.66
% Ocupantes en viviendas sin agua entubada	11.23	24.99	29.54	26.95	29.47	15.25
% Viviendas con algún nivel de hacinamiento	45.94	65.03	59.67	59.45	51.50	49.69
% Ocupantes en viviendas con piso de tierra	14.79	40.90	39.97	41.60	29.29	19.02
% Pob. en localidades con menos de 5 000 habitantes	30.97	61.21	53.44	64.01	48.50	58.52
% Pob. ocupada con ingreso de hasta 2 sal. Mínimos	50.99	75.89	66.16	71.93	68.64	65.27
Índice de marginación		2.25	2.12	2.08	1.28	0.88
Grado de marginación		Muy alto				
Lugar que ocupa en el contexto nacional		1	2	3	4	5

Fuente: estimaciones de CONAPO con base en el XII Censo General de Población y Vivienda, 2000.

Por los datos otorgados en el cuadro, es que consideramos que Guerrero es un Estado con muchas necesidades y a la vez se encuentra financieramente sano, por lo que cualquier ahorro podría ser destinado al mejoramiento de las condiciones arriba señaladas.

Retomando el objeto del breve análisis de la situación de marginación del Estado de Guerrero, podemos sustentar que cualquier ahorro respecto a la deuda pública del Estado (misma representa un Monto aproximado de \$1,500 Millones) es viable, ya que esta genera costos financieros que se pueden disminuir, por lo que se requiere de un análisis mas específico que nos muestre elementos suficientes para demostrar que el financiamiento mediante el Mercado de Valores es una opción real para la reducción de costos financieros.

#### 4.1.2. Análisis de los créditos que constituían la deuda pública del Estado de Guerrero.

El estado de Guerrero tenía doce créditos bancarios, de los cuales siete son con Bancos de Desarrollo, y cinco con la Banca Comercial. Los créditos con la Banca de Desarrollo son de alguna manera más accesibles que los créditos otorgados por la Banca Comercial, ya que uno de los objetivos de estas instituciones es el de proporcionar condiciones preferenciales a los acreditados, siempre y cuando los recursos estén destinados a obras de carácter social y de beneficio público, a continuación veremos las características principales de estos créditos.

#### **CREDITO 1. BANOBRAS (UDIS FIDEICOMISO).**

El saldo insoluto de este crédito al 31 de diciembre de 2002 asciende a la cantidad de 74,043.942 UDIS<sup>27</sup>. Este crédito proviene de que el Gobierno del Estado de Guerrero **asumió como propios diversos créditos de Municipios y Organismos Públicos Descentralizados.**

---

<sup>27</sup> UDIS: Unidades de inversión, mismas que tienen un valor variable que está en relación directa con los incrementos o decrementos del INPC

#### Características financieras principales:

- Plazo: 18 años.
- Fecha de Otorgamiento: 25 de febrero de 1998.
- Fecha de vencimiento: 25 febrero de 2016.
- Monto inicial del Financiamiento: 87' 440,325 UDIS.
- Garantía de Pago: Afectación de Participaciones Federales.
- Tasa de Interés: 7.5% real anual fijo.<sup>28</sup>
- Pago mensual: 738,847 UDIS (incluyen principal e intereses)

Año	Capital	Intereses	Pagos
2003	3,428,160	5,438,004	8,866,164
2004	3,695,374	5,170,790	8,866,164
2005	3,982,255	4,883,909	8,866,164
2006	4,291,408	4,574,756	8,866,164
2007	4,624,561	4,241,603	8,866,164
2008	4,983,578	3,882,586	8,866,164
2009	5,370,466	3,495,698	8,866,164
2010	5,767,389	3,098,775	8,866,164
2011	6,236,676	2,629,488	8,866,164
2012	6,720,844	2,145,320	8,866,164
2013	7,242,605	1,623,559	8,866,164
2014	7,834,866	1,031,298	8,866,164
2015	8,410,779	455,385	8,866,164
2016	1,454,982	22,712	1,477,694
<b>Amortización</b>	<b>74,043,941</b>	<b>42,693,883</b>	<b>116,737,826</b>

Este cuadro es una estimación de la tabla de amortización proyectada de la vida del crédito, al igual que en todos los créditos que están basados en una tasa variable como es el caso de la inflación, el incremento del costo del crédito (los intereses) pueden crecer de manera diferente y siempre tendiente a ser mayor, ya que dentro del sistema económico que rige en México la inflación es a la alza la mayor parte de la las veces.

#### **CREDITO 2 BANOBRAS (UDIS BANXICO).**

El saldo insoluto al 31 de diciembre de 2002 asciende a la cantidad de 5' 969,681 UDIS. Este crédito es consecuencia de una sustitución de deudor donde el

<sup>28</sup> La tasa real se refiere a que los intereses devengados serán sumados al incremento de la UDI

Gobierno del Estado de Guerrero **asumió varios créditos de Organismos Públicos Descentralizados operadores de agua potable.**

Características financieras principales:

- Fecha de Otorgamiento: 29 de febrero de 1996.
- Fecha de vencimiento: 29 de febrero de 2008
- Plazo: 12 años.
- Monto inicial del Financiamiento: 13' 865,064 UDIS.
- Garantía de Pago: Afectación de Participaciones Federales.
- Tasa de Interés: Tasa BANXICO más 3.5 puntos porcentuales.
- Pago mensual de capital: 96,285 UDIS.

Año	Capital	Intereses	Pagos
2,003	1,155,422	2,284,847	3,440,269
2,004	1,155,422	1,799,570	2,954,992
2,005	1,155,422	1,314,293	2,469,715
2,006	1,155,422	829,016	1,984,438
2,007	1,155,422	343,738	1,499,160
2,008	192,570	10,110	202,680
<b>Amortización</b>	<b>5,969,681</b>	<b>6,581,574</b>	<b>12,551,255</b>

De igual manera que el crédito 1 este crédito esta otorgado en UDIS por lo que u crecimiento esta en función ala inflación

**CREDITO 3 BNCI (MERCADOS Y TIANGUIS).**

El saldo insoluto al 31 de diciembre de 2002 asciende a la cantidad de \$23'134,700.00. Este saldo se compone de tres créditos contratados por el Gobierno del Estado de Guerrero, y los cuales cuentan con las siguientes condiciones:

	<b>Crédito A</b>	<b>Crédito B</b>	<b>Crédito C</b>
Fecha de Otorgamiento:	05-dic-91	14-feb-92	01-oct-92
Plazo	<i>No hay información</i>		
Monto inicial del Financiamiento:	\$15,000,000	\$1,998,783.25	\$15,000,000
Saldo al 31 de diciembre de 2002	\$7,278,400	\$1,998,783.25	\$13,887,500
Tasa de Interés:	CETES + 6pp	CETES + 10.5pp	CETES + 4.5pp

- Garantía de Pago: Afectación de Participaciones Federales.
- **El crédito A se destinó a la compra del terreno y construcción del mercado denominado "La Diana" ubicado en Acapulco, Guerrero.**
- **El crédito B La remodelación del mercado de artesanías "La Diana"**
- **El crédito C La compra del predio denominado "EL Zorrito"**

Estos créditos están basados en CETES, por lo que las tasa promedio por año son las siguientes:

Año	Tasa promedio CETES	Crédito "A" + 6.0%	Crédito "B" + 10.5%	Crédito "C" + 4.5%
1991	19.30%	25.30%	29.80%	23.80%
1992	15.64%	21.64%	26.14%	20.14%
1993	14.92%	20.92%	25.42%	19.42%
1994	14.18%	20.18%	24.68%	18.68%
1995	48.48%	54.48%	58.98%	52.98%
1996	31.38%	37.38%	41.88%	35.88%
1997	19.81%	25.81%	30.31%	24.31%
1998	24.80%	30.80%	35.30%	29.30%
1999	21.40%	27.40%	31.90%	25.90%
2000	15.25%	21.25%	25.75%	19.75%
2001	11.31%	17.31%	21.81%	15.81%
2002	7.09%	13.09%	17.59%	11.59%
2003	7.76%	13.76%	18.26%	12.26%

Este cuadro muestra como fueron las tasas a las cuales se cobró este crédito, desde 1991 mismas que fueron sumamente elevadas en primer lugar por el nivel de tasas que se vivió en ese momento así como por las sobretasas impuestas en el momento de la contratación del crédito.

#### **CREDITO 4 SERFIN (AUTOPISTA 90%).**

El saldo insoluto al 31 de Diciembre de 2002 asciende a la cantidad de 221,097,048 UDIS. **Este crédito proviene de que el Gobierno del Estado de Guerrero asumió varios créditos contratados para contribuir al financiamiento de la construcción de la autopista de cuatro carriles de Cuernavaca – Acapulco.**

Características financieras principales:

- Plazo: 18 años.
- Fecha de Otorgamiento: 31 de marzo de 1998.
- Fecha de vencimiento: 31 de marzo de 2016
- Monto inicial del Financiamiento: 262,266,100 UDIS.
- Garantía de Pago: Afectación de Participaciones Federales.
- Tasa de Interés: 7.5% real anual fijo.
- Pago mensual: 2,202,288 UDIS (incluyen principal e intereses)

Año	Capital	Intereses	pagos
2003	10,736,520	15,690,936	26,427,456
2004	11,530,002	14,897,454	26,427,456
2005	12,477,872	13,949,584	26,427,456
2006	13,453,712	12,973,744	26,427,456
2007	14,505,862	11,921,594	26,427,456
2008	16,936,585	9,490,871	26,427,456
2009	16,860,742	9,566,714	26,427,456
2010	18,179,337	8,248,119	26,427,456
2011	19,601,055	6,826,401	26,427,456
2012	21,114,902	5,312,554	26,427,456
2013	22,785,254	3,642,202	26,427,456
2014	24,567,179	1,860,277	26,427,456
2015	18,348,025	8,079,431	26,427,456
	<b>221,097,047</b>	<b>122,459,881</b>	<b>343,556,928</b>

Nuevamente se lleva cabo el mismo razonamiento respecto a incremento que pudiera experimentar este crédito por estar colocado en UDIS

**CREDITO 5 SERFIN (AUTOPISTA 10%).**

El saldo insoluto al 31 de Diciembre de 2002 asciende a la cantidad de 19,304,488 UDIS. *Este crédito lo asumió el Gobierno del Estado de Guerrero al cubrir varios créditos contratados para contribuir al financiamiento de la construcción de la autopista de cuatro carriles de Cuernavaca – Acapulco.*

Características principales:

- Plazo: 14 años.
- Fecha de Otorgamiento: 31 de marzo de 1998.
- Fecha de vencimiento: 31 de marzo de 2012
- Monto inicial del Financiamiento: 24,653,300 UDIS.
- Tasa de Interés: 7.5% real anual fijo.
- Pago mensual: 227,839 UDIS (incluyen principal e intereses)

Año	Capital	Intereses	Pagos
2003	1,510,328	1,223,740	2,734,068
2004	1,498,932	1,235,136	2,734,068
2005	1,620,078	1,113,990	2,734,068
2006	1,746,777	987,291	2,734,068
2007	1,883,384	850,684	2,734,068
2008	2,028,249	705,819	2,734,068
2009	2,189,294	544,774	2,734,068
2010	2,360,508	373,560	2,734,068
2011	2,545,112	188,956	2,734,068
2012	1,921,828	35,794	1,957,622
	<b>19,304,490</b>	<b>7,259,744</b>	<b>26,564,234</b>

Al igual que los casos anteriores este crédito esta otorgado en UDIS por lo que el incremento del costo está en función al incremento inflacionario.

#### **CREDITO 6 SERFIN (SUBROGADOS).**

El saldo insoluto al 31 de diciembre de 2002 asciende a la cantidad de 20' 432,307 UDIS. *Este crédito fue contratado para inversión pública productiva.*

Características principales:

- Fecha de Otorgamiento: 21 de noviembre de 1997.
- Fecha de Vencimiento: 21 de noviembre de 2015.
- Plazo: 18 años.
- Monto inicial del Financiamiento: 24' 160,423 UDIS.
- Garantía de Pago: Afectación de Participaciones Federales.
- Tasa de Interés: 7.45% real anual fijo.

- Pago mensual: 203,431 UDIS (incluyen principal e intereses)

Año	Intereses	Capital	Pagos
2003	1,468,866	972,306	2,441,172
2004	1,397,098	1,044,074	2,441,172
2005	1,311,175	1,129,997	2,441,172
2006	1,222,833	1,218,339	2,441,172
2007	1,127,520	1,313,652	2,441,172
2008	1,028,013	1,413,159	2,441,172
2009	914,270	1,526,902	2,441,172
2010	794,858	1,646,314	2,441,172
2011	666,108	1,775,064	2,441,172
2012	529,105	1,912,067	2,441,172
2013	377,755	2,063,417	2,441,172
2014	216,385	2,224,787	2,441,172
2015	45,512	2,192,229	2,237,741
	<b>11,099,498</b>	<b>20,432,307</b>	<b>31,531,805</b>

#### CREDITO 7 SERFIN (EDIFICIOS).

El saldo insoluto al 31 de diciembre de 2002 asciende a la cantidad de \$10'186,700.00. *Este crédito fue contratado para la construcción de edificios "Juan Álvarez" y "Vicente Guerrero" propiedad del Gobierno del Estado.*, por lo que dicho crédito tiene las siguientes condiciones:

#### Características principales:

- Fecha de Otorgamiento: 8 de noviembre de 1994.
- Fecha de Vencimiento: 21 de noviembre de 2015.
- Plazo: 12 años.
- Monto inicial del Financiamiento: \$27' 757,300.00.
- Garantía de Pago: Fideicomiso de Administración y Garantía de terrenos y edificaciones sobre los mismos.
- Destino de los Fondos: Construcción de Edificios.
- Tasa de Interés: Tasa Líder más 1.8 puntos porcentuales o por 1.08, lo que resulte mayor.
- Pago mensual de capital: \$231,310.00

Año	Tasa líder proyectada	Tasa crédito	Capital	Intereses	Pagos
2003	3.3%	8.5%	2,775,719	458,859	3,234,578
2004	4.1%	10.1%	2,775,719	365,046	3,140,765
2005	3.4%	8.6%	2,775,719	175,250	2,950,969
2006	2.9%	7.6%	1,859,542	32,885	1,892,427
			<b>10,186,699</b>	<b>1,032,041</b>	<b>11,218,740</b>

Este crédito muestra a diferencia de los anteriores una tasa basada en CETES ya que el crédito se otorgó en pesos, a pesar de estar referenciado a la tasa líder vigente en el mercado, que nuestro caso es CETES 28 lo que también lo hace variable,

La fluctuación de esta tasa obedece a varios factores que no están bajo el control de Gobierno Federal.

#### **CREDITO 8 BANAMEX (PROTUR SUBROGACIÓN).**

El saldo insoluto al 31 de Diciembre de 2002 asciende a la cantidad de 74,475,308 UDIS. *Este crédito fue contratado por el Organismo Público Descentralizado conocido como Promotora Turística de Guerrero. "PROTUR", con el aval del Gobierno del Estado de Guerrero.*

Características principales:

- Fecha de Otorgamiento: 26 de noviembre de 1997.
- Fecha de Vencimiento: 26 de noviembre de 2015.
- Plazo: 18 años.
- Monto inicial del Financiamiento: 86' 134,340 UDIS.
- Garantía de Pago: Afectación de Participaciones Federales.
- Tasa de Interés: 7.45% real anual fijo.
- Pago mensual: 745,736 UDIS (incluyen principal e intereses)

Año	Capital	Intereses	Pagos anuales
2003	3,552,493	5,396,339	8,948,832
2004	3,830,318	5,118,514	8,948,832
2005	4,129,869	4,818,963	8,948,832
2006	4,452,846	4,495,986	8,948,832
2007	4,801,083	4,147,749	8,948,832
2008	5,176,755	3,772,077	8,948,832
2009	5,581,389	3,367,443	8,948,832
2010	6,017,886	2,930,946	8,948,832
2011	6,488,515	2,460,317	8,948,832
2012	6,995,961	1,952,871	8,948,832
2013	7,539,072	1,409,760	8,948,832
2014	8,132,982	815,850	8,948,832
2015	5,776,139	2,426,957	8,203,096
	<b>72,475,308</b>	<b>43,113,772</b>	<b>115,589,080</b>

En este crédito vemos que según esta tabla de amortización que obedece a las características del mismo se pagaría el 60% de intereses sin tomar en cuenta el costo de la inflación que se analizará más adelante la comparación contra la emisión.

#### **CREDITO 9 BANOBRAS – CAPAMA (UDIS FIDEICOMISO).**

El saldo insoluto al 31 de Diciembre de 2002 asciende a la cantidad de 36,282,602 UDIS. *Este crédito fue contratado por el Organismo Público Descentralizado conocido como Comisión de Agua potable y Alcantarillado del Municipio de Acapulco "CAPAMA" , y como deudor solidario el Gobierno del Estado de Guerrero.*

Características principales:

- Fecha de Otorgamiento: 25 de febrero de 1998.
- Fecha de Vencimiento: 26 de febrero de 2016.
- Plazo: 18 años.
- Monto inicial del Financiamiento: 42' 847,024 UDIS.
- Garantía de Pago: Participaciones Federales.

- Destino de los Fondos: Inversiones Públicas Productivas de Beneficio Social.
- Tasa de Interés: 7.5% real anual fijo.
- Pago mensual: 362,046 UDIS (incluye capital e intereses).

Año	Capital	Intereses	Pagos anuales
2003	1,680,338	2,664,214	4,344,552
2004	1,810,787	2,533,765	4,344,552
2005	1,951,363	2,393,189	4,344,552
2006	2,102,852	2,241,700	4,344,552
2007	2,266,102	2,078,450	4,344,552
2008	2,442,026	1,902,526	4,344,552
2009	2,631,606	1,712,946	4,344,552
2010	2,835,905	1,508,647	4,344,552
2011	3,056,064	1,288,488	4,344,552
2012	3,293,314	1,051,238	4,344,552
2013	3,548,982	795,570	4,344,552
2014	3,824,499	520,053	4,344,552
2015	4,121,405	223,147	4,344,552
2016	717,360	6,732	724,092
	<b>36,282,603</b>	<b>20,920,665</b>	<b>57,203,268</b>

#### **CREDITO 10 BANOBRAS – CAPAMA (UDIS BANXICO).**

El saldo insoluto al 31 de Diciembre de 2002 asciende a la cantidad de 2,637,202 UDIS. *Este crédito fue contratado por el Organismo Público Descentralizado conocido como Comisión de Agua potable y Alcantarillado del Municipio de Acapulco “CAPAMA”, y como deudor solidario el Gobierno del Estado de Guerrero.*

#### Características principales:

- Deudor Solidario y Aval: Gobierno del Estado de Guerrero.
- Fecha de Otorgamiento: 7 de Marzo de 1996.
- Fecha de Vencimiento: 7 de marzo de 2008.
- Plazo: 12 años.
- Monto inicial del Financiamiento: 6' 125,115 UDIS.

- Garantía de Pago: Afectación de Participaciones Federales.
- Destino de los Fondos: Obras de Infraestructura.
- Tasa de Interés: Tasa BANXICO más 3.5 puntos porcentuales.
- Pago mensual de capital: \$42,535.00

Año	Tasa líder proyectada	Capital	Intereses	Pagos anuales
2003	3.5%	510,426.00	84,114.08	594,534.08
2004	3.5%	510,426.00	66,249.38	576,669.38
2005	3.5%	510,426.00	48,384.68	558,804.68
2006	3.5%	510,426.00	30,519.98	540,939.98
2007	3.5%	510,426.00	12,655.28	523,075.28
2008	3.5%	85,071.00	372.46	85,474.46
		<b>2,637,201.00</b>	<b>242,295.87</b>	<b>2,879,497.87</b>

Como vimos en las paginas previas el Gobierno del Estado de Guerrero mantenía deuda publica contraída para financiar diversos proyectos, mediante varios créditos con diversos bancos, como BANOBRAS, BNCI, SERFIN, BANAMEX, de estos créditos, en tres el Gobierno del Estado funge como aval y deudor solidario, de organismos descentralizados, que finalmente invirtieron el proyectos de beneficio publico.

Sin embargo el análisis central de este escenario consiste en ubicar cuanto cuesta la contratación de este tipo de créditos tradicionales, donde además del costo del dinero, tienen costos de apertura que regularmente son costos en función a un porcentaje ya sea del crédito otorgado que se mueve alrededor del 2% del monto total del crédito o una proporción de la tasa que se cobra por lo que el ago es en parcialidades y se convierte en una sobretasa, regularmente se manejan alrededor en este caso no mediremos estos costos de apertura ya que no fueron proporcionados estos datos con exactitud por las entidades crediticias.

En cambio si podremos analizar este tipo de financiamiento mediante las tasas de interés que la banca cobra a su acreditado.

Por esta razón se consolidó el costo del dinero por cada institución anualmente, y así contar con una aproximación del costo real, este no será exacto ya que la mayoría de los créditos están proporcionados en UDIS<sup>29</sup> lo que nos genera una aproximación más no un costo exacto.

**CIFRAS EN UDIS**

CREDITO	Capital	Intereses	Pagos
BANOBRAS FID.	74,043,941	42,693,883	116,737,826
BANOBRAS BANXICO.	5,969,681	6,581,574	12,551,255
SERFIN PISTA 90%	221,097,047	122,459,881	343,556,928
SERFIN PISTA 10%	19,304,490	7,259,744	26,564,234
SERFIN SUBROGADOS	20,432,307	11,099,498	31,531,805
BANAMEX PROTUR	72,475,308	43,113,772	115,589,080
BANOBRAS CAPAMA 2	36,282,603	20,920,665	57,203,268
BANOBRAS CAPAMA 1	2,637,201	242,296	2,879,498
	<b>452,242,578</b>	<b>254,371,313</b>	<b>706,613,894</b>
<b>SERFIN EDIFICIOS (pesos)</b>	10,186,699	1,032,041	11,218,740
<b>BNCI crédito (pesos)</b>	\$23,164,683	Indefinido	

Este cuadro es un resumen consolidado de los créditos otorgados pero calculados en UDIS con la excepción del crédito 3 de BNCI y el crédito 7 de Banca Serfin en ese entonces ahora Santander que de origen se otorgaron en pesos.

La deuda del Estado de Guerrero al día 31 de diciembre de 2003 ascendía a 452,242,578 de UDIS mas \$33,351,382 pesos, esta deuda calculada hasta la amortización total de la deuda arroja un 56.25% de intereses para los créditos en UDIS, más un 10.13% para el crédito en pesos que se puede calcular, este es el costo que hubiera tenido este financiamiento con la excepción del calculo de los intereses generados por el crédito 3 otorgado por BNCI ya que los elementos son insuficientes para realizar las tablas de amortización correspondiente, sin embargo la deuda de este Crédito 3 no significa mas que el 1.52% de la deuda total, por lo que el efecto que esta pudiera reflejar no es de alto impacto.

En el cuadro siguiente se muestran los mismos datos pero en pesos con un valor de la UDI al día 31 de diciembre de 2002.

<sup>29</sup> UDIS: Unidades de Inversión, estas unidades de inversión tienen un valor que crecen en relación directa con el crecimiento de la inflación

**CIFRAS EN PESOS**

UDI al 31/12/02

= 3.225778

CREDITO	Capital	Intereses	Pagos
BANOBRAS FID.	238,849,316	137,720,989	376,570,311
BANOBRAS BANXICO.	19,256,866	21,230,697	40,487,562
SERFIN PISTA 90%	713,209,990	395,028,390	1,108,238,380
SERFIN PISTA 10%	62,271,999	23,418,323	85,690,322
SERFIN SUBROGADOS	65,910,086	35,804,516	101,714,603
SERFIN EDIFICIOS	10,186,699	1,032,041	11,218,740
BANAMEX PROTUR	233,789,254	139,075,457	372,864,711
BANOBRAS CAPAMA 2	117,039,623	67,485,421	184,525,043
BANOBRAS CAPAMA 1	8,507,025	781,593	9,288,621
BNCI crédito en pesos	\$23,164,683	Indefinido	\$23,164,683
	<b>1,492,185,541</b>	<b>821,577,426</b>	<b>2,313,762,976</b>

Se puede ubicar de que el costo de la deuda asciende a **\$821,577,426** pesos con el esquema de créditos bancarios mismos que se hubieran liquidado en la amortización final de cada uno de los créditos.

El realizar proyecciones del incremento de la inflación resulta muy incierto por lo cambiante de la realidad, es por este motivo que se utiliza la expectativa oficial del comportamiento de la misma y realizando una tabla de amortización de los créditos con incrementos de la UDI del 3% para 2004, 2.5% para 2005 y 2% para los años siguientes, quedaría como sigue.

Pago mensual				Pagos anuales con créditos
UDIS	UDI	PESOS		
4,816,421	3.34411	16,376,198	2003	196,514,378
4,774,492	3.44444	16,707,160	2004	200,485,919
4,732,564	3.53055	16,954,449	2005	203,453,386
4,690,635	3.61881	17,132,219	2006	205,586,629
4,648,707	3.69119	17,159,241	2007	205,910,896
4,504,200	3.76501	16,958,357	2008	203,500,281
4,480,187	3.84031	17,205,307	2009	206,463,684
4,480,187	3.91712	17,549,413	2010	210,592,958
4,480,187	3.99546	17,900,401	2011	214,804,817
4,415,483	4.07537	17,994,718	2012	215,936,611
4,252,348	4.15688	17,676,479	2013	212,117,752
4,252,348	4.24001	18,030,009	2014	216,360,108
4,173,251	4.32481	18,048,528	2015	216,582,340
183,482	4.41131	809,397	2016	9,712,759
				<b>2,718,022,517</b>

Bajo esta nueva amortización tratando de acercarnos cada vez más a una realidad, el costo del financiamiento mediante créditos bancarios se incrementa considerablemente, ya que hay que recordar que el 97.76% del financiamiento está otorgado en UDIS por lo que en un primer escenario el importe por concepto de intereses ascendía **\$821,577,426** pesos tomando el precio de la UDI estático a \$3.2257 pesos durante la vida de los créditos, situación bastante irreal, sin embargo con las modificaciones muy conservadoras del precio de la UDI el costo del financiamiento se incrementa a **49.21%** pesos ya que como observamos en el cuadro previo el pago total asciende a **\$2,718,022,517** pesos menos el importe del saldo insoluto que es **\$1,492,185,541** nos arroja el costo de financiamiento al final del camino que asciende a **\$1,225,836,976** lo que significa el 49.21% mencionado por encima que en el primer escenario.

#### Pago total con esquema de créditos

Pago con UDI estática	2,313,762,976
Saldo Insoluto al 31/12/02	1,492,185,541
Cto. Financiamiento	<b>821,577,435</b>

Pago con UDI variable	2,718,022,517
Saldo Insoluto al 31/12/02	1,492,185,541
Cto. Financiamiento	<b>1,225,836,976</b>

#### Calculo

Cto. Financiamiento UDI estática	821,577,435
Cto. Financiamiento UDI variable	1,225,836,976
	404,259,540

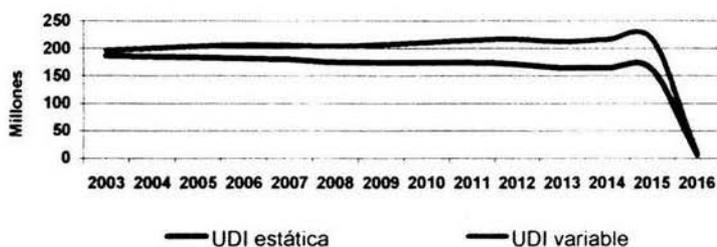
$$1,225,836,975 - 821,577,435 = 404,259,540$$

$$404,259,540 / 1,225,836,975 = 49.21\%$$

#### Comparativo de Intereses



### Comparativo del costo de los créditos con UDIS estáticas y variables



#### 4.1.3. Emisión de CPO'S del Estado de Guerrero.

Como se menciona el objetivo específico 4.1.1. El Estado de Guerrero realizó una sustitución de deuda de los créditos mencionados por una emisión de valores en el Mercado de Valores denominado CPO (Certificado de Participación Ordinaria) este documento opera en el Mercado de Títulos de Deuda, mismo que representa el derecho a una parte alícuota de los frutos o rendimientos de los valores, derechos o bienes muebles o inmuebles de cualquier clase que tenga en fideicomiso irrevocable para ese propósito la sociedad fiduciaria que los emita, en este caso los poseedores de este documento tienen la garantía de que este documento está respaldado con las participaciones federales que la TESOFE<sup>30</sup> le hace llegar al Estado de Guerrero asimismo los poseedores tienen el derecho de una parte de las participaciones mencionadas, con la que se va amortizando y pagando el premio pactado.

Por lo mencionado, la figura legal que el Estado de Guerrero le proporciona a este mecanismo es mediante un fideicomiso maestro que es el que emite los CPO'S y a través de este se llevó a cabo la colocación de los documentos con la intervención de una Casa de Bolsa y se obtuvo el financiamiento necesario para obtener los recursos necesarios para la sustitución de la deuda mencionada.

<sup>30</sup> TESOFE: Tesorería de la Federación

A continuación se realiza un análisis de la emisión:

El monto de la fue de \$1,500 millones de pesos, los emite El Gobierno del Estado de Guerrero a través del Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros, S.N.C. (BANSEFI).

La garantía de la fuente de pago de los rendimientos así como de las amortizaciones correspondientes se llevan a cabo mediante el Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago No.1491 (Fideicomiso Maestro), celebrado con fecha 15 de Enero de 2003 por el Gobierno del Estado de Guerrero como fideicomitente al cual afectó, como patrimonio, los derechos que sobre las Participaciones en ingresos federales (Ramo 28), presentes y futuras de acuerdo a lo previsto en la Ley de Coordinación Fiscal, a efecto de que el fiduciario en el Fideicomiso Maestro realice, en lo sucesivo, por cuenta del Gobierno del Estado de Guerrero, el pago puntual y oportuno del servicio de los Financiamientos.

Este documento ofrece a los posibles adquirentes que serán cualquier persona física o moral, una tasa de rendimiento basada en la mayor de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) y la tasa de los Certificados de la Tesorería de la Federación a plazos de hasta 182 días capitalizada (CETES 182) o equivalente a 91 días, más 1.pp de sobre tasa, mismos que serán pagados de manera trimestral, es decir este es el costo de obtener el financiamiento a través de la emisión.

Asimismo la amortización de las series de los CPO'S se hará al valor nominal mediante 18 (Dieciocho) pagos iguales semestrales, iniciando en el mes 42 a partir de la emisión, por lo que tiene un periodo de gracia de 3.6 años, este título tiene un vencimiento de 12 años.

Como todos los documentos del Mercado de Dinero los CPO'S deben ser calificados por una empresa especializada y autorizada por la CNBV, ya que la información que ofrece esta calificación se refiere a los niveles de riesgo crediticio que tienen intrínsecos dicho documentos por lo que es un factor fundamental para

la demanda potencial que tienen en el mercado en nuestro caso la emisión obtuvo las siguientes calificaciones de tres calificadoras las más importantes en México.

Calificación otorgada por Fitch México, S.A. de C.V. **AA +**

Implica una sólida calidad crediticia respecto a otras entidades, emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de las entidades, emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

Calificación otorgada por Moody' s de México, S.A. de C.V. **Aa1**

Las emisiones calificadas como Aa. muestran la capacidad crediticia muy fuerte y poca probabilidad de pérdida de crédito con relación a otros emisores mexicanos. El modificador 1 indica que las obligaciones se clasifican en el extremo más alto de calificación genérica, otorgada por Moody' s de México, S.A. de C.V.

Calificación otorgada por Standard & Poor's, S.A. de C.V. **mxAA+**

La deuda calificada en esta categoría se considera como una muy fuerte capacidad de pago tanto de intereses como del principal y difiere tan sólo en un pequeño grado que la deuda calificada en la escala CaVal con la máxima categoría. Las calificaciones 'mxAA+' son modificadas agregándoles el signo de más (+) y menos (-) para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de esta categoría, otorgada por Standard & Poor' s S.A. de C.V.

Todos los elementos anteriores son herramientas que se utilizan en el mercado de valores para vislumbrar que capacidad de aceptación tendrá el título en el mercado de valores.

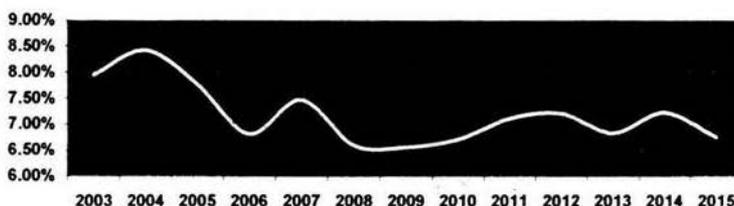
Una tabla de amortización consolidada por toda la vida de la emisión en función a las condiciones y proyecciones de tasas del mismo grupo se muestra como sigue:

### IMPORTE EN PESOS

Año	Interés	Capital	Pago total
2003	78,283,752	0	78,283,752
2004	141,322,259	0	141,322,259
2005	131,610,559	0	131,610,559
2006	116,108,387	83,333,333	199,441,721
2007	113,979,270	166,666,667	280,645,937
2008	89,696,009	166,666,667	256,362,676
2009	76,590,264	166,666,667	243,256,930
2010	65,308,567	166,666,667	231,975,233
2011	55,144,792	166,666,667	221,811,459
2012	42,171,834	166,666,667	208,838,500
2013	27,199,874	166,666,667	193,866,540
2014	14,841,466	166,666,667	181,508,132
2015	2,155,556	83,333,333	85,488,889
	<b>954,412,587</b>	<b>1,500,000,000</b>	<b>2,454,412,587</b>

En esta tabla de amortización podemos observar que el pago de intereses es de \$954,412,587 pesos, se salda el capital de \$1,500,000,000 y el pago total del financiamiento asciende a \$2,454,412,587 después de doce años de duración de la emisión, tomando en cuenta proyecciones de la tasa base, como se muestra en las características del costo del financiamiento a través de la emisión (TIIE ó CETES) un poco mas realistas que la expectativa oficial, la gráfica a continuación muestra el comportamiento esperado de la TIIE, misma que se espera sea siempre mayor que CETES, ya que la TIIE es la tasa con la que los bancos comerciales se fondean, lo que en cierta manera la obliga estar por encima de CETES.

Maxima esperada entre Cetes 1 día, TIIE y Cetes 182



La aproximación en lo posible al futuro real de las tasas (TIIE y CETES) fundamenta de la coherencia de las amortizaciones proyectadas en el escenario de la emisión de CPO'S.

#### 4.1.4. Comparación entre el financiamiento bancario y financiamiento mediante el Mercado de Valores dentro del Mercado de Títulos de Deuda.

En los dos apartados anteriores existen elementos suficientes para hacer una comparación de estas dos opciones de financiamiento, estos elementos se resumen en encontrar los beneficios o perjuicios que una u otra opción le genere al obligado, en este caso el Gobierno del Estado de Guerrero.

Iniciando con las características que los créditos le ofrecen al Estado de Guerrero, podríamos mencionar que por seguir operando los créditos no es necesario pagar una comisión por apertura puesto que esta se pago al inicio de cada uno de ellos, asimismo están conformado bajo un esquema de tasa base de CETES misma que es menor que TIIE, sin embargo las sobre tasas que manejan son superiores, la mínima está en 3.5% además de que el 98.5% de los créditos están en UDIS lo que le proporciona una expectativa constante de crecimiento y en un cierto punto con bastante incertidumbre.

Un aspecto importante es el flujo de egresos mensuales que le representan los pagos de los créditos, mismo que se ubica por encima de los \$16,500,000 pesos mismos que requieren su pago hoy en día.

Un caso al cual le disponemos especial atención es el del **crédito 3** de BNCI compuesto por tres financiamientos, este crédito no lo tomaremos en cuenta para la evaluación global, ya que las entidades involucradas no pudieron proporcionar la información correspondiente a los plazos que se asignaron a cada uno de estos créditos, sin embargo si se realiza un análisis del costo que generó operar estos

créditos, comparándolos con un supuesto, como si se hubiera sustituido esta deuda con los CPO'S (Certificados de Participación Ordinaria) desde 1995

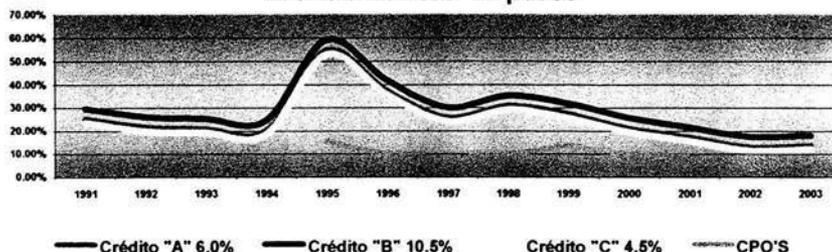
En el cuadro y la grafica se observa que el costo hubiera sido considerablemente mas barato en términos porcentuales como continuación se muestra en cuadro.

#### Diferencia en costo financiero entre CPO'S y Créditos

Año	CPO'S	Crédito "A"	Crédito "B"	Crédito "C"
1995	15.62%	54.48%	58.98%	52.98%
1996	9.70%	37.38%	41.88%	35.88%
1997	8.15%	25.81%	30.31%	24.31%
1998	9.89%	30.80%	35.30%	29.30%
1999	13.79%	27.40%	31.90%	25.90%
2000	10.13%	21.25%	25.75%	19.75%
2001	8.72%	17.31%	21.81%	15.81%
2002	4.19%	13.09%	17.59%	11.59%
2003	6.94%	13.76%	18.26%	12.26%

Este cuadro nos dice cuantos puntos porcentuales se hubieran pagado de más en caso de que hubiera existido la emisión de los CPO'S desde 1995, por este motivo se ponen en numero negativos.

#### Comparativo del costo de los distintos financiamentos en pesos



Aquí se observa más claramente como la gráfica del costo financiero de los CPO'S hubiera sido considerablemente más barato que dichos créditos.

NOTA: Para efectos del escenario comparativo global que se realiza no se tomará en cuenta el crédito 3 de BNCI de tres financiamentos, ya que no fue posible conseguir los plazos de dichos créditos por lo que se imposibilita el cálculo de pago del costo del financiamiento.

**Por otro lado en resumidas cuentas la emisión se concreta a lo siguiente:**

**Monto:** Hasta \$1,500 millones de pesos.

**Emisor:** Gobierno del Estado de Guerrero a través del Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros, S.N.C. (BANSEFI).

**Fuente de pago:** Fideicomiso Irrevocable de Administración, al cual afectó, como patrimonio, los derechos que sobre las Participaciones en ingresos federales a efecto de que el fiduciario en el Fideicomiso Maestro realice, en lo sucesivo, por cuenta del Gobierno del Estado de Guerrero, el pago puntual y oportuno del servicio de los Financiamientos.

**Tasa:** TIIE + 1.0 + ISR (Revisable mensual).

**Pago de int.:** Trimestral

**Amortización:** 18 (Dieciocho) pagos iguales semestrales.

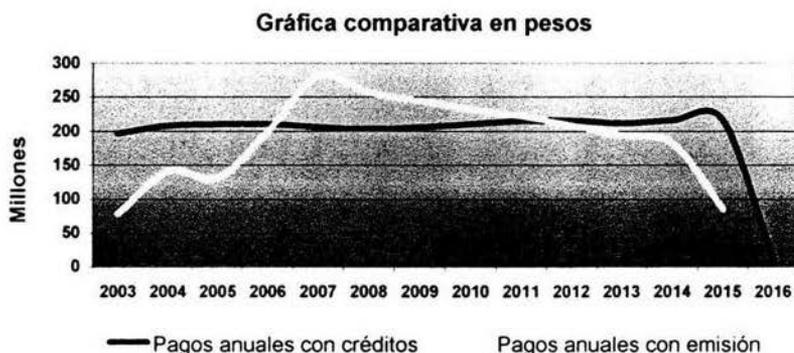
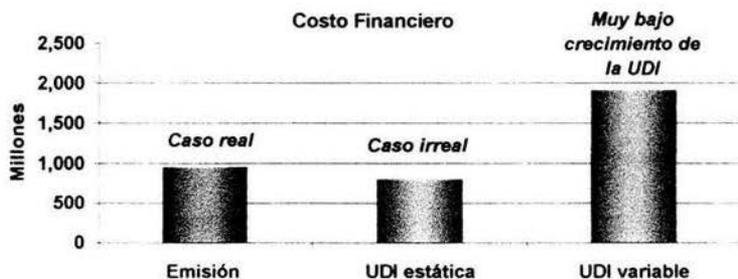
**Plazo:** 12 Años

Sumado a estas características esta emisión tiene un periodo de gracia de 3.6 años, es decir que no amortizará en este periodo lo que le proporciona una disminución de sus flujos de egreso dentro de este periodo.

En el siguiente cuadro se puede observar como se comparan las tablas de amortización consolidadas de ambas opciones.

Créditos bancarios				Emisión	
Pago mensual			Año	Pagos anuales con créditos	Pagos anuales con emisión
UDIS	UDI	PESOS			
4,816,421	3.34411	16,376,198	2003	196,514,378	78,283,752
4,774,492	3.44444	16,707,160	2004	200,485,919	141,322,259
4,732,564	3.53055	16,954,449	2005	203,453,386	131,610,559
4,690,635	3.61881	17,132,219	2006	205,586,629	199,441,721
4,648,707	3.69119	17,159,241	2007	205,910,896	280,645,937
4,504,200	3.76501	16,958,357	2008	203,500,281	256,362,676
4,480,187	3.84031	17,205,307	2009	206,463,684	244,345,538
4,480,187	3.91712	17,549,413	2010	210,592,958	231,975,233
4,480,187	3.99546	17,900,401	2011	214,804,817	221,811,459
4,415,483	4.07537	17,994,718	2012	215,936,611	208,838,500
4,252,348	4.15688	17,676,479	2013	212,117,752	193,866,540
4,252,348	4.24001	18,030,009	2014	216,360,108	181,508,132
4,173,251	4.32481	18,048,528	2015	216,582,340	85,488,889
183,482	4.41131	809,397	2016	9,712,759	
				<b>2,718,022,517</b>	<b>2,455,501,194</b>

El costo del financiamiento vía créditos y vía emisión es como se observa en la gráfica.



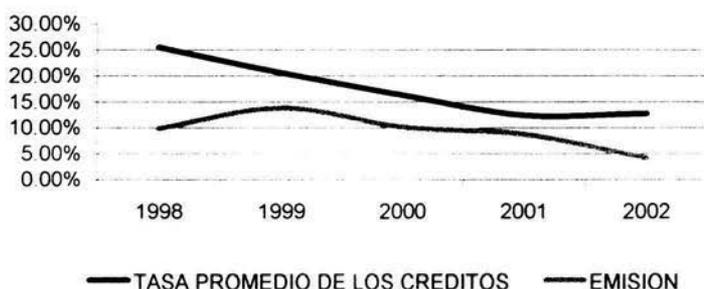
Como se observa en la gráfica los egresos de un poco mas de los tres primero años es menor, esta situación le es propiciada por el periodo de gracia mismo que le proporciona al Estado de Guerrero la posibilidad de invertir los recursos excedentes en obras que le permitan generar mayores beneficios ya sea financieros o sociales, además el periodo de vida de esta obligación es de menor tiempo.

En consecuencia, la sustitución de deuda que llevo a acabo el Estado de Guerrero ha mejorado las expectativas en la reducción de costos financieros por el esquema tasa (TIIE + 1 pp), plazo de pago (12 años), le permite mantener en su tesorería mayores recursos mes con mes en lo primeros meses de la emisión (3.6 años de gracia) y por ultimo bajo un esquema desfavorable con respecto a las

tasas y al comportamiento muy conservador de la UDI resulta a través del tiempo mas barato este mecanismo de financiamiento, mismo que se concreta en un ahorro total de **\$262,521,322 (doscientos sesenta y dos millones quinientos veintiuno mil trescientos veinte dos pesos)**. Mismos que deberán ser utilizados en beneficios sociales

La siguiente gráfica muestra los diferenciales en tasa comparando la tasa promedio de los créditos con la tasa que hubiera cobrado la emisión.

**Comparativo de tasas**  
**Tasa emisión vs Tasa promedio de los créditos**



## Anexo 1

**EL MERCADO DE DINERO** está dividido en dos, el mercado primario y el mercado secundario, el mercado de dinero se puede definir como un mercado de deuda de fácil realización donde existen oferentes y demandantes de recursos monetarios como fuentes de inversión o financiamiento, donde se otorgan instrumentos a través de oferta pública y privada para los instrumentos bancarios y comerciales, estas ofertas públicas se dan a conocer a través de diarios de circulación nacional, donde dan a conocer las características de la emisión como el ejemplo que sigue:

**Hipotecaria Nacional S.A. de C.V.**  
**Sociedad Financiera de Objeto Limitado**

**OFERTA PUBLICA DE PAGARES DENOMINADOS EN PAPEL COMERCIAL CON VALOR NOMINAL DE LA EMISION DE**

**100.000.000**

**(Cien millones de pesos 00/100 M.N.)**

CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS	HIPNAL 04002
CALVE DE PIZARRRA	mja-2
CLASIFICACION OTORGADA POR STANDARD & POORS S.A. DE C.V.	LO QUE SIGNIFICA CAPACIDAD ADECUADA DE PAGO OPORTUNO DE INTERESES Y CAPITAL
TIPO DE DOCUMENTO	PAGOS DENOMINADOS EN PAPEL COMERCIAL
VALOR NOMINAL DE LOS PAGARES	100
MONTO TOTAL AUTORIZADO PARA CIRCULAR	200000000
PLAZO	28 DIAS
TASA DE DESCUENTO	10.51%
TASA DE RENDIMIENTO	10.80%
FECHA DE EMISION	7 DE NOVIEMBRE DE 2002
FECHA DE VENCIMIENTO	5 DE DICIEMBRE DE 2002
FECHA DE LA OFERTA	7 DE NOVIEMBRE DE 2002
REPRESENTANTE COMUN	MONEX CASA DE BOLSA S.A. DE C.V.
DEPOSITARIO	S.D. INDEVAL S.A. DE C.V. INSTITUCION DE DEPOSITO DE VALORES
LUGAR Y FORMA DE PAGO	EN LAS OFICINAS DE LA S.D. INDEVAL S.A. A CC.V. INSTITUCION PARA EL DEPOSITO DE VALORES EN AV. PASEO DE LA REFORMA 256 3ER PISO COLONIA CUAUHTEMOC D.F. A TRAVES TRANSFERENCIA ELECTRONICA A LOS INTERMEDIARIO CORRESPONDIENTES
POSIBLES ADQUIRENTES	PERSONAS FISICAS O MORALES DE NACIONALIDAD MEXICANA O EXTRANJERA INSTITUCIONES Y SOCIEDADES MUTUALISTAS DE SEGUROS INST. DEFIANZAS ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO ARRENDADORAS, ARRENDADORAS FINANCIERAS UNIONES DE CREDITO, EMPRESAS DE FACTORAJE FINANCIERO Y SOCIEDADES DE INVERSION DE RENTA VARIABLE Y EN INSTRUMENTOS DE DEUDA
INTERMEDIARIO COLOCADOR	LOS INVERSIONISTAS PERSONAS FISICAS Y MORALES DEERAN AJUSTARSE AL REGIMEN FISCAL QUE SEÑALA LA LEY DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA BANORTE CASA BOLSA
LA INSCRIPCION DE LA SECCION DE VALORES DEL REGISTRO NACIONAL DE VALORES NO IMPLICA CERTIFICADOS SOBRE LA BONDAD DEL VALOR O LA SOLVENCIA DEL EMISOR	LOS TITULOS OBJETO DE LA PRESENTE OFERTA DE PAPEL COMERCIAL SE ENCUENTRAN INSCRITOS EN LA SECCION DE VALORES DEL REGISTRO NACIONAL DE VALORES CON EL NUMERO 28543-1-2002-8 Y SE COTIZARAN EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES S.A. DE C.V.

Es este tipo de ofertas públicas participan instituciones como:

- Instituciones reguladoras como vigilantes de la operación CNBV y BANXICO
- La Bolsa Mexicana de Valores ya que se realiza la operación a través de esta.
- El emisor, que es la empresa que obtendrá los recursos a través de esta oferta pública.
- El intermediario que realiza la colocación del papel, que son Casas de Bolsa.
- Los compradores de este papel que puede ser cualquier intermediario financiero, empresa, determinadas instituciones gubernamentales, y personas físicas

En el caso de la subasta primaria de los papeles gubernamentales. Se lleva a cabo un procedimiento como el siguiente ejemplo.

### **SUBASTA PRIMARIA**

La subasta primaria se le puede considerar la oferta pública del Gobierno Federal ya que es el hecho de colocar papel gubernamental en el mercado de valores con los mismos participantes, con la diferencia que en este documento el Gobierno Federal emite el papel y el agente colocador es Banco de México y se coloca a través de Subasta Primaria que se explica a continuación.

Instrumento:	CETE
Días de vencimiento:	28
Valor Nominal:	\$4,000 millones

Intermediarios Financieros	Monto de Subasta	Tasa descuento	Lugar de asignación
A	1500 mill.	7,0%	2
B	1000 mill.	6,0%	1
C	2000 mill.	8,0%	3
D	1000 mill.	8,0%	
E	1200 mill.	8,5%	

Como se puede observar hay cinco demandantes de este documento que están compitiendo en una subasta cerrada<sup>31</sup>, de esta subasta se determina la asignación a cada uno de estos intermediarios, asimismo como la TPP (Tasa Promedio Ponderada) como se muestra.

El intermediario B es el que ofrece una tasa de descuento menor por lo que al Gobierno Federal le es más barato asignarle el importe que manifiesta en su postura así es como se van asignando de menor tasa a mayor, en caso de que dos intermediarios postulen la misma tasa se le asigna la parte proporcional del peso específico del total de la subasta.

Intermediarios Financieros	Monto	porcentaje de asig.	Títulos asignados	Tasa descuento	Lugar de asignación
A	1500 mill.	100%	1500 mill.	7,0%	2
B	1000 mill.	100%	1000 mill.	6,0%	1
C	2000 mill.	66,66%	1000 mill.	8,0%	3
D	1000 mill.	33,33%	500 mill.	8,0%	
	5500 mill.		4000 mill.		

Como podemos ver el postor "E" queda fuera de la subasta por querer ganar más que los demás solicitando obtener los títulos al 8.5% como tasa de descuento.

Como ya se mostró la asignación se coloca en ese orden pero la tasa se determina de la siguiente forma.

<sup>31</sup> Subasta cerrada: es aquella que se lleva a cabo con una postura única y sin derecho a cambiarla dentro del proceso, es decir no hay derecho de pujar.

Tasa máxima: 8%

Tasa mínima: 6%

Lugar de asignación	Importe por tasa
1	1000 mill. x 6% = 6.000
2	1500 mill. x 7% = 10.500
3	1500 mill. x 8% = 12.000
	28.500
	28,500 / 4,000 =
	<b>7,13% TPP</b>

El mercado de dinero es un mercado de de corto, mediano y largo plazo con alta liquidez y bajo riesgo, en el cual existen dos tipos de operaciones que son el **reporto y directo**, donde participan el Banco Central, la Banca Comercial y de Desarrollo, Instituciones de Seguros y Fianzas y Casas de Bolsa.

**El mercado primario** se define como el espacio virtual en el cual las empresas o el Gobierno colocan por primera vez una serie o emisión de algún instrumento, el cual tiene como objetivo financiar alguna actividad, se reconoce al mercado primario como el que proporciona el financiamiento productivo o directo.

**El mercado secundario** es el espacio virtual en el que los intermediarios realizan la compra-venta de títulos o instrumentos donde el beneficio solamente se da en las diferencias de capital del instrumento en función, ya que este instrumento como método de financiamiento original ya cumplió su función en la emisión original que se dio en el mercado primario, ya que para pertenecer al mercado secundario debe ser revendido por lo menos una vez.

**Reporto** es una operación celebrada a través de un contrato donde confluyen dos partes, la reportada una institución financiera y el reportador el inversionista, este contrato consiste en la adquisición de instrumentos de mayor plazo o de vencimiento mayor en periodos cortos, donde el tenedor del instrumento lo ofrece al inversionista a un plazo fraccionado, menor al vencimiento con un premio por la celebración del contrato (reporto).

**Directo** o Compra / venta, esta es una operación donde se compra un instrumento de deuda y tiende a ser al vencimiento, ambos mecanismos tienen liquidación mismo día, 24, 48, 72 y 96 horas, estas operaciones se realizan a **precio**<sup>32</sup> o **descuento**<sup>33</sup>, no tiene comisiones y la ganancia se encuentra en la compra-venta o en su defecto en la espera al vencimiento del instrumento y así obtener el premio ofrecido por el emisor

#### Instrumento del mercado de dinero:

EMISOR	INSTRUMENTO
Gobierno Federal	CETES BONDES UDIBONOS BREM'S
Bancos	AB'S PRLV BONDIS BONOS CPO'S CEDES
Sociedades Mercantiles	PAPEL COMERCIAL PAGARES A MEDIANO PLAZO OBLIGACIONES CERTIFICADO BURSATIL

Los instrumentos que cotizan a descuento son aquellos parten de su valor nominal al cual le aplican una tasa de descuento para encontrar el precio y a la vez la tasa de rendimiento, para esto se utiliza la fórmula siguiente:

<sup>32</sup> Se refiere a precio cuando el documento parte del precio de compra y se le asigna una tasa de rendimiento

<sup>33</sup> Se refiere a descuento porque se parte del valor nominal del documento, para aplicarle un tasa de descuento y llegar a un precio menor del valor nominal, donde el objetivo es llegar al valor nominal y que el diferencial entre precio y valor nominal sea el premio

### Formula de Tasa de descuento

$$TD = \frac{\left[ \left( 1 - \left( \frac{P}{VN} \right) \right) 36000 \right]}{DxV}$$

Donde:

TD = Tasa de descuento

P = Precio

TR = Tasa de rendimiento

DxV = Días por vencer

VN = Valor nominal

$$P = VN \left[ 1 - \left( TR * \frac{DxV}{36000} \right) \right]$$

Los instrumentos que cotizan a precio son aquellos que aplican una tasa de rendimiento partiendo del valor nominal y al vencimiento otorgan el valor nominal más un premio que es el rendimiento.

### Formula de tasa de rendimiento

$$TR = \frac{\left\{ \left[ \left( \frac{VN}{P} \right) - 1 \right] * 36000 \right\}}{DxV}$$

Cualquiera de los instrumentos del mercado de dinero conlleva tres riesgos:

- 1) Riesgo de la falta del pago del emisor del instrumento.
- 2) Riesgo de falta de liquidez por parte del inversionista si ha sido invertido a largo plazo
- 3) Riesgo de que el instrumento sea vendido antes del vencimiento este riesgo puede atraer plusvalías o minusvalías, esto se define de la situación actual del mercado, por lo que para calcular un tasa intermedia en el vencimiento de algún instrumento se utiliza la formula de tasas equivalentes que es necesaria en el mercado secundario.

#### Formula de tasa equivalente

$$i_{(PL^*)} = \left( \left( 1 + (i_{(PL)}) \left( \frac{PL}{360} \right) \right)^{(PL^* \cdot \frac{360}{PL})} - 1 \right) \left( \frac{360}{PL^*} \right)$$

Donde

$i_{PL^*}$  = Tasa Equivalente

$i_{PL}$  = Tasa conocida y plazo conocido.

$PL^*$  = Plazo en días de la tasa buscada.

$PL$  = Plazo del cupón del documento

#### Formula general para valuar bonos cuponados.

$$P = \left[ \frac{C_1 + C^* \left[ \frac{1}{R} - \frac{1}{R(1+R)^{K-1}} \right] + \frac{FN}{(1+R)^{K-1}}}{(1+R)^{(1-d/182)}} \right] - \left( \frac{C_1 * d}{182} \right)$$

Donde:

$C_j$  = Valor del flujo de dinero que arroja el pago de intereses del periodo del próximo corte de cupón.

$C$  = Valor de cada uno de los flujos de dinero que arroja el pago de intereses de los periodos posteriores al primer corte de cupón.

$R$  = Tasa efectiva a la cual se traerá a valor presente los flujos futuros que pagará cada uno de los periodos de pago.

$VN$  = Valor nominal del documento.

$K$  = Numero de cupones restantes (vigentes) del documento.

$d$  = Numero de días transcurridos del periodo de pago de intereses vigente.

Dependiendo de la situación del mercado, el inversionista tendrá plusvalía o minusvalía cualquiera de estas dos situaciones se cristalizan cuando se parte de la valuación de los activos de la cartera y es dividida entre el numero de títulos en circulación y si este total final que da el precio unitario de cada título es menor al del el día anterior se genera una minusvalía por el contrario si este precio unitario del título es mayor que el del día anterior se genera una plusvalía. Cualquiera de las dos opciones son medidas por sus cambios porcentuales y se calculan a tasas anualizadas del día de operación en función.

Así, el inversionista a través del boletín bursátil emitido por la BMV o por algunos diarios de circulación nacional puede conocer el comportamiento de algún fondo de inversión, esta información está desfasada dos días para los diarios ya que el día de operación se da a conocer hasta el día siguiente de la operación y los diarios la publican un día después de conocer estos datos, a través del boletín bursátil se conoce el precio del fondo en función un día después.

Los valores que se utilizan para las Sociedades de inversión de renta variable o comunes son los que ubican dentro del mercado de capitales, para este caso solo los mencionaremos ya que no es objeto de estudio.

## ANEXO 2

**MERCADO DE CAPITAL** Este mercado se define como el espacio virtual donde se realizan la compra-venta de acciones comunes de empresas o los títulos representativos del capital social.

Las sociedades de inversión comunes operan su cartera con instrumentos del mercado de capitales y del mercado de dinero, es decir estas sociedades de inversión pueden combinar su cartera en los dos mercados. Al igual que las sociedades de inversión de deuda, la diversificación en la adquisición de activos objetos de inversión es una base fundamental para ubicar los límites de riesgo, liquidez y plazo, por lo cual es importante conocer cuales son los indicadores del mercado de capitales, así como el funcionamiento de este mercado.

Existen dos indicadores para este mercado que principalmente son los utilizados, el IPC y el INMEX, de los cuales el más representativo es el IPC (Índice de Precios y Cotizaciones) este indicador agrupa a las 35 emisiones más bursátiles<sup>34</sup> del mercado, a mayor capitalización mayor será el peso de la emisión sobre el índice. INMEX (Índice México) Representado por 20 emisoras, es un índice que nos ofrece datos de las emisoras o empresas proporcionándole una sola emisión o serie por empresa y solo permite un factor de influencia dentro del índice hasta del 10%

El IPC es el indicador que se sigue para saber como se comporta el mercado bursátil en una jornada, el método que se sigue para calcular los cambios en este se muestra con el siguiente supuesto.

El día lunes el IPC inicia en 5800 puntos, hubo cambios en las principales acciones, estos cambios son mixtos, en el supuesto solo hubo cambios en seis emisoras las demás quedaron sin movimientos a pesar de que el IPC se compone de una muestra de 35 emisoras.

---

<sup>34</sup> Mas bursátiles se refiere a los títulos que mas se compran y vende muchas veces en una jornada.

### Comportamiento del mercado bursátil el día lunes (fin de la jornada).

Emisión	Precio de cierre	Influencia (%)	Variación por emisión	Nueva influencia
AMX L	9,05	9,38%	0,50	30
CEMEX CPO	49,95	8,34%	-0,52	-5
GFBB O	8,4	8,51%	-0,26	-15
TELECOM A1	22	9,25%	0,74	18
TELMEX L	16,62	16,23%	1,01	57
WALMEX V	24,5	10,72%	-0,12	-3
<b>Variación total</b>				<b>82</b>

Para conocer el cambio de cada emisión respecto del IPC empleamos esta sencilla formula

$$\left( \frac{\text{IPC anterior} * \% \text{ Influencia}}{\text{Precio de cierre}} \right) \left( \text{variación en la emisión} \right) =$$

Posteriormente la sumatoria de las variaciones de las emisiones, en función a su influencia en el IPC nos proporcionan la variación, en este supuesto el IPC creció 82 puntos por lo que para el día martes se ubicará en 5883 unidades.

Es importante señalar que el cambio del precio de las acciones es derivado de los movimientos del mercado.

Como ya se menciona el mercado de capitales es el espacio donde se comercializan las acciones o partes representativas del capital social de empresas, es muy importante ubicar al mercado de capitales como un mercado de largo plazo ya que los movimientos de este son fluctuaciones muy agresivas por lo que la forma más adecuada de medirlo es en el largo plazo obteniendo una media de los rendimientos de las mencionadas fluctuaciones así se califica a los periodos como con plusvalía o minusvalía, al igual que el Mercado de Dinero, tiene la misma cede de operación en la cual deben realizarse las operaciones bursátiles,

que en México es la Bolsa Mexicana de Valores, anteriormente el lugar físico era el piso de remates de BMV al día de hoy es a través del sistema SENTRA CAPITAL, al igual que en el Mercado de Dinero este mercado se subdivide en Mercado Primario y Secundario los cuales actúan y tiene los mismos fines que en el Mercado de Dinero, es decir el Mercado primario es el que ofrece liquidez y financiamiento a las emisoras y el Mercado Secundario ofrece liquidez a los participantes, los beneficios del Mercado de Capitales se ubica el las ganancias (perdidas) de capital.

Términos utilizados en el Mercado de Capitales:

*Bursatilidad*: facilidad de comprar o vender la acción de una emisora en particular.

*ADR*: Recibo emitido por un banco autorizado que ampara el depósito de acciones de emisoras mexicanas facultadas por la CNBV para cotizar en mercados foráneos.

*Cierre*: Termino de de una sesión bursátil. Registro de operaciones realizadas y del nivel alcanzado por las cotizaciones en los títulos operados en la BMV durante una sesión.

*Emisoras*: empresas que emiten títulos de capital y/o deuda.

*Ganancia de capital*: diferencia positiva entre el precio de compra y el precio de venta.

*Cruce*: es una operación que se realiza dentro de una misma Casa de Bolsa y se refiere a compra venta de un valor.

*Split*: este concepto se refiere a la reducción del valor nominal de una acción como consecuencia del incremento del número de estas en la misma proporción.

*Split inverso o escisión*: esta es la operación contraria, cuando se incrementa el valor nominal causado por la reducción del número de acciones.

*Puja*: medida mínima de variación en el precio de la acción

*Lote*: es una unidad de negociación para el mercado accionario y está representado por cien acciones.

*Pico*: Es cualquier cantidad de acciones menor a un lote mismas que se operan a mercado.

### **ANEXO 3**

#### **REFORMA FISCAL PARA 2003**

Un asunto muy discutido es el gravamen que deberían tener las ganancias de capital, ya que las personas físicas están exentas de este gravamen, no siendo así para las personas morales, mismas que deber participarle al gobierno de sus ganancias de capital a través del ISR, pero ante una situación tan delicada del sistema financiero mundial donde los capitales de cartera tienen el poder más que necesario para desestabilizar una economía por fuerte que sea, el gravar las ganancias de capital ejercería una presión a la salida de capitales, que podría tener graves consecuencias y un incremento considerable, tanto en los dividendos como en las tasas de interés para así convertirlo en un mercado competitivo, lo que conlleva a que el ambiente financiero no sea favorable, ya que el costo de mantener los capitales sería mayor y esto se vería reflejado en las tasas de rendimiento que el Gobierno Federal tendría que pagar por este financiamiento mismos que podrían ser destinado a otras actividades,

Tal vez el análisis de sensibilidad debería de estar enfocado en evaluar si es conveniente gravar las ganancias de capital e incrementar la tasa de interés, ya que de esta manera los títulos privados y bancarios tendrían la obligación de cubrir este costo; tal vez en números reflejaría un beneficio, solo hay que evaluar un elemento que se refiere a la confianza que generan las tasas líder dentro de una economía globalizada y donde los capitales en un ambiente de nerviosismo generan volatilidad y especulación, situación que afecta a la macroeconomía las finanzas publicas.

En el caso concreto de los efectos que generan los cambios de la política recaudatoria en el mercado financiero se refiere a que las personas físicas al igual que los instrumentos gubernamentales estarán gravados, en el caso de el papel gubernamental se aplica 0.5% de gravamen mismo que anteriormente no estaban gravado y para el caso de las sociedades de inversión serán gravados

dependiendo de la cartera, puesto que las carteras se dividen en papeles gubernamentales, bancarios y privados.

Para el caso concreto de la Sociedades de inversión, que es el asunto que no interesa en este trabajo, la reforma se aplica por primera vez en 2003 y opera a través de los intermediarios financieros ya que estos realizan la retención de los impuestos misma que opera de la siguiente manera.

Todas las personas físicas que reciban ingresos consecuencia de rendimientos financieros deberán informar a la SHCP de estos ingresos a través de una declaración anual a presentar en el primer trimestre del 2004 y pagarán lo correspondiente al ISR siempre y cuando sus rendimientos financieros globales sean más de 100,000.00 en rendimientos reales, es decir que estos 100,000.00 deberán ser libres de la tasa inflacionaria del año en cuestión en este caso del 2003 si los rendimientos reales no cubren este importe deberá únicamente informar al fisco a través de la declaración mencionada y la retención se devolverá al tiempo que la SHCP envíe la información correspondiente a los grupos financieros.

Este planteamiento afecta al inversionista (Persona Física) ya que le genera un costo administrativo que no se tenía en el pasado ya que hay inversionistas que ya no tienen actividades productivas por lo que su estado fiscal esta dado de baja puesto que no registran ingresos consecuencia de un trabajo, así pues deberán iniciar actividad contable registrada nuevamente.

Por el lado de las consecuencias que arroja esta medida en la captación de ahorro en este sistema, se ve severamente afectado ya que los rendimientos reales que obtienen los inversionistas no son atractivos por los niveles de tasa y si a esto se le suma una disminución en el rendimiento por el gravamen y por un incremento en el costo administrativo, los prospectos a invertir van disminuyendo a pesar de

que la mayoría de los inversionistas no cubran los cien mil pesos de rendimientos reales.

Ahora la repercusiones en la economía son encontradas ya que se verá menos incentivado el ahorro interno por lo mencionado, pero a la vez la mayoría los recursos que no se destinen al ahorro se verán destinados al consumo por lo que genera actividad económica, donde realmente afecta es en los recursos financieros que salen del país y se destinan al ahorro en otros países, ya que se ve disminuido el ahorro y no tiene contrapartida en el consumo.

## **Conclusiones.**

A lo largo de este trabajo se encuentran dos objetivos uno de ellos el cual tuvo como objetivo ubicar al lector sobre la situación competitiva de las Sociedades de Inversión respecto a la banca se concluye que a pesar de que las condiciones del mercado de valores no ha sido favorable en estos últimos tres años como lo fueron en algún tiempo de la historia financiera de México y sumado a estos la actividad bancaria que se ha enfocado a obtener los ingresos necesarios para cubrir sus gastos a través del margen existente entre las tasas activas que el mercado de valores en promedio ofrece a los intermediarios financieros y la tasa pasiva que a banca ofrece a los inversionistas, es más favorable invertir en el mecanismo de Sociedades de Inversión que en la opciones tradicionales de la banca ya que las tasas nominales que ofrece están por debajo de la tasa real de depreciación del dinero, sin dejar de lado que en el mercado de Sociedades de Inversión el inversionista puede diversificar su inversión a través de la asociación a diferentes Sociedades de inversión y así acotar los riesgos crediticios y de mercado, con el objetivo de obtener un mayor rendimiento teniendo presente que dentro de la diversificación hay una relación directa entre riesgo-rendimiento.

Bajo la óptica referente a la conveniencia que el sector financiero tiene de la migración de los recursos de la banca a las Sociedades de Inversión, se concluye que definitivamente obtendrán menores recursos como respuesta de la cada vez menor operación en la banca y del crecimiento de estos mecanismos, al mismo tiempo orilla a que la banca retome el camino que le dio origen, respecto a la colocación del crédito, mismo que contribuye de manera importante al desarrollo nacional con un margen de utilidad acordes a la actividad en función, ya que en esta etapa de migración de los recursos los intermediarios financieros oferentes de Sociedades de inversión comparten riesgo y rendimiento con los inversionistas y de esta manera se crea una relación más equitativa de la función.

Al país teóricamente le conviene que se de esta migración, ya que fomenta el financiamiento de determinadas actividades dado que las Sociedades de Inversión tienen la posibilidad de invertir en cualquier activo, claro está con sus acotaciones correspondientes, de las cuales en este trabajo solo se abordaron los activos financieros que se encuentran en el mercado de dinero, con lo cual se puede tener una visión clara respecto del funcionamiento de este mecanismo.

El segundo objetivo se refiere a óptica de los demandantes de recursos financieros, respecto del beneficio que obtienen con la captación de financiamiento mediante el Mercado de Valores, en este caso se concluye que es favorable el acudir al financiamiento mediante el Mercado de Valores puesto que el costo financiero es menor con lo que hace mucho mas productivos los recursos financieros, mismos que podrán ser utilizados en otros aspectos, como el caso del Estado de Guerrero que es un ejemplo práctico donde se observan claramente los beneficios por pagar periódicamente menos, por menos tiempo de financiamiento y finalmente en un menor costos global al final del financiamiento, que le genera un ahorro de 262.5 millones de pesos mismos que pueden y deben ser bien invertidos en beneficios social mediante proyectos productivos o dependiendo de las necesidades del estado, esto sumando a un periodo de gracia de 3.6 años que obtuvo el Estado en la sustitución de deuda que se le planteó.

Consideramos estos elementos suficientes para llevar a cabo al menos un estudio de factibilidad respecto a la posibilidad de que cada demandante de recursos analice la participación en el Mercado e Valores para financiar sus actividades y comparar con las opciones existentes.

## BIBLIOGRAFIA

- **"LEY DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN"**
- VILLEGAS/ORTEGAS **"EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO"**
- TURNER ERNESTO **"REFORMA FINANCIERA Y BANCA COMERCIAL ANTE LA PERSPECTIVA DE APERTURA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS"**
- **"CIRCULAR DE LA CNBV 12-22 Y ANEXOS"**
- MARCO PROVENCIO **REFORMAS AL SISTEMA FINANCIERO**
- ERNESTO O'FARRIL SANTOSCOY **"UNA PROPUESTA PARA LA BANCA"**  
ECONOMÍA INFORMA
- JAVIER VEGA RODRÍGUEZ **"SOCIEDADES DE INVERSIÓN FRANCISCO"**
- AMIB **"MANUAL DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN"**
- AMIB **"INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE VALORES"**
- DIARIOS EL FINANCIERO Y EL ECONOMISTA
- BOLSA MEXICANA DE VALORES **"BOLETÍN BURSÁTIL"**
- GRUPO FINANCIERO INTERACCIONES **"MARKET MAKER"**
- OSCAR BAJO Y MA. ANTONIETA MONES **"CURSO DE MACROECONOMÍA"**
- JON D. STANFORD **"EL DINERO, LA BANCA Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA"**
- J.F. WESTON Y D.H WOODS **"TEORÍA DE LA FINANCIÓN DE LA EMPRESA"**
- JAMES C. VAN HORNE Y JOHN M. WACHOWICZ JR. **"FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACION FINANCIERA"**
- GERARDO ENRIQUEZ O. **"MANUAL DE CAPACITACION PARA ASESOR DE ESTRATEGIAS"**
- BOLSA MEXICANA DE VALORES **"PROSPECTO DE COLOCACIÓN PARA LA EMISIÓN DE CPO'S DEL ESTADO DE GUERRERO"**
- BANCO DE MEXICO **"ANUARIOS ESTADISTICOS DE 1995-2002"**
- CONAPO **"ESTIMACIONES DE CONAPO CON BASE EN EL XII CENSO GENERAL DE POBLACIÓN Y VIVIENDA, 2000.**
- SHCP **"DEUDA DE ENTIDADES FEDERATIVAS.**
- INEGI **"ESTADÍSTICA ANUAL DE LAS FINANZAS PÚBLICAS ESTATALES".**