



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN



**“DESMUTUALIZACIÓN, INTEGRACIÓN Y
GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS
BURSÁTILES. MÉXICO EN EL CONTEXTO GLOBAL”**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE

DOCTOR EN ECONOMÍA

PRESENTA

RODOLFO LIAÑO GABILONDO

ASESOR:

DRA. TERESA SANTOS LÓPEZ GONZÁLEZ

MÉXICO, D.F.

NOVIEMBRE, 2012.



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.

INDICE

Introducción	pag. 4
--------------	--------

CAPÍTULO I

LA INNOVACION FINANCIERA EN LOS MERCADOS BURSATILES

1.1 Constitución y colapso del Sistema Bretton Woods	9
1.2 Las políticas de desregulación y liberalización financiera y la integración de los mercados financieros internacionales	12
1.2.1. La integración de los mercados financieros de los países en desarrollo y la inestabilidad financiera	
1.2.2. El Consenso de Washington y la consolidación de la desregulación financiera	
1.3. Evolución histórica de los mercados bursátiles modernos. De los mercados de productos perecederos a los mercados de productos financieros	19
1.3.1. Antecedentes, estructura y características de los mercados bursátiles modernos	
1.4. Liberalización e innovaciones financieras y la expansión del mercado de derivados	27

CAPÍTULO II

LA DESMUTUALIZACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES Y DERIVADOS Y LA INTEGRACIÓN INTERNACIONAL DE LOS MERCADOS BURSATILES

2.1 Antecedentes y características de las bolsas de valores y derivados. Las sociedades mutualistas, los derechos corporativos y el principio de reciprocidad	34
2.2. La desmutualización de las bolsas de valores y derivados. La separación de los derechos corporativos y de operación	36
2.3. Los acuerdos estratégicos y el proceso de fusiones y adquisiciones. La integración de bolsas de valores y derivados	41
2.4 El proceso de desmutualización en América Latina y la integración de las bolsas de valores y de derivados	52

**CAPÍTULO III
LA NUEVA ARQUITECTURA DEL MERCADO BURSÁTIL**

3.1. Revolución tecnológica en el mercado bursátil	55
3.2. Transformaciones al marco regulatorio de los mercados accionarios y de derivados de Estados Unidos de Norteamérica y de la Unión Europea	63
3.2.1 Cambios recientes al marco regulatorio de los mercados accionarios	
3.2.2 La ausencia de una supervisión eficiente y los cambios recientes al marco regulatorio de los mercados de derivados	
3.3. Estructura y comportamiento del mercado accionario europeo	73
3.3.1. Grupos bursátiles y plataformas de operación	
3.3.2. Comportamiento del mercado accionario europeo	
3.4. Estructura y comportamiento del mercado accionario de los Estados Unidos de América	84
3.4.1. Grupos bursátiles y plataformas de operación	
3.4.2. Comportamiento del mercado accionario de los Estados Unidos	

**CAPÍTULO IV
LA INTEGRACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL DE MEXICO
EN EL CONTEXTO DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA**

4.1 Proceso de integración del mercado accionario mexicano	98
4.2 Fragmentación y dependencia del mercado de valores en el exterior	105
4.3 El Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC)	114
4.4 El mercado bursátil mexicano en el contexto global y regional	123
4.5 Integración del mercado organizado de derivados en México	130

CAPITULO V

EL MERCADO BURSÁTIL EN MÉXICO EN PERSPECTIVA.

CAMBIOS RECIENTES, RETOS Y ALTERNATIVAS

5.1 Cambios al marco normativo e innovaciones en el mercado de capitales en México	137
5.2 Retos y desafíos para el mercado bursátil: Bajo desarrollo, deficiente cultura financiera y bursátil en el ámbito empresarial, y los obstáculos institucionales	142
5.2.1 Los intermediarios financieros y el desarrollo del mercado bursátil. La difusión, asesoría y promoción de entrada de empresas a la Bolsa	
5.2.2 Los emisores y la cultura empresarial. Transparencia, información y capitalización de la empresa	
5.2.3 Los inversionistas y el perfil de riesgo-rendimiento	
5.2.4 La responsabilidad de la autoridad correspondiente en materia de regulación y supervisión del mercado bursátil.	
5.3 El mercado bursátil y la economía real	152
5.4 El reto de consolidación del mercado bursátil en México. Algunos factores políticos y económicos que deben considerarse	159
Conclusiones	171
Apéndice	177
Indice de Tablas	186
Bibliografía	192

Introducción

Desde principios de la década de los ochenta, los sistemas financieros aceleraron su proceso de integración entre países, primero a nivel regional y luego en forma global, para conformar una nueva estructura financiera a nivel internacional. Este proceso fue inducido por las políticas de desregulación y liberalización financieras, iniciadas en los Estados Unidos de Norteamérica e Inglaterra en la segunda mitad de la década de los setenta. Políticas que fueron seguidas por los países en desarrollo en la década siguiente; lo que significó que muchas de esas economías registraran fuertes entradas de flujos de capital en inversiones directas e indirectas por parte de los países más desarrollados.

Si bien las políticas de desregulación y liberalización de los mercados financieros cumplieron un papel fundamental en los procesos de integración y globalización de los sectores bursátiles; ello no hubiera sido posible sin la introducción de nuevas tecnologías de información y de comunicación. La aplicación de innovaciones tecnológicas en este sector revolucionó la estructura y formas de operar de los mercados financieros, al eliminar las barreras geográficas y reducir a tiempo real las operaciones de alto valor, a la par que ha contribuido a la reducción de los costos unitarios de operación en función al volumen de transacciones que ésta ahora permite atender.

El modelo tradicional de propiedad mutualista que surgió en Inglaterra en el siglo XVIII con la “Ley de Rose” expedida en 1793, fue adoptado por las bolsas a nivel mundial e imperó en ellas este tipo de asociación por más de dos siglos. En las últimas tres décadas se han presentado transformaciones radicales al eliminar su estructura de propiedad mutualista que funcionaba a manera de un club privado, donde sus miembros tenían el derecho de poder intercambiar acciones de distintas empresas bajo las reglas que ellos mismos fijaban. La desmutualización significó la separación de los derechos de operación asignadas a los “miembros” (empresas de corretaje, como son las casas de bolsa en el caso de México), de los derechos corporativos o patrimoniales, correspondientes a los accionistas, permitiendo con ello el abrir su capital a otros inversionistas.

La desmutualización de las bolsas de valores y derivados iniciada en 1993 por la bolsa de Estocolmo, marca el inicio del proceso de integración y globalización de los mercados bursátiles, a la vez que significa convertirlas abiertamente en instituciones con

finés de lucro, y con ello abrirlas al capital para llevarlas incluso a ser empresas públicas al cotizar o listarse en las mismas bolsas.

La búsqueda por añadir nuevos productos y servicios financieros para enfrentar la fuerte competencia en los mercados financieros internacionales, condujo a la adopción de estrategias de integración primero a nivel regional y luego a nivel global. El efecto conjunto de estos factores ha promovido la concentración y conformación de grandes conglomerados financieros en el sector bursátil a nivel mundial. Por ello y las características bajo las cuales operan las bolsas, en el mejor de los casos oligárquico y en muchos otros monopolístico en algunas economías, son empresas altamente rentables.

En la carrera de hacerlas aún más eficientes financieramente, al abrirle paso a inversionistas que han puesto los ojos en ellas, así como hacer estas empresas públicas; la rendición de cuentas y la constante por maximizar el retorno a los inversionistas, se convirtieron en las premisas fundamentales en la administración de una bolsa. El reto de incrementar el valor de mercado de estos grupos y optimizar la operación de estas empresas es su principal fin para alcanzar márgenes de rentabilidad cada vez más atractivos. Esto ha quedado de manifiesto en los múltiplos (Precio/Utilidad) en los que las bolsas cotizan en el mercado y que pueden consultarse al ser datos públicos.

En la historia reciente de los mercados bursátiles se ha observado un creciente y agresivo interés por parte de las bolsas que lideran los mercados de valores y derivados en el mundo, en integrarse, asociarse o fusionarse como un resultado para competir en un entorno globalizado; efecto que se inicia a fines de los años noventa, se ha acentuado en el último quinquenio y ha cobrado gran relevancia para las economías desarrolladas en el último año, al grado de impedir la fusión entre grupos bursátiles líderes de diferentes economías, como lo fue el caso de *NYSE Euronext* de los EEUU con *Deutsche Börse* de Alemania; así como el de *London Stock Exchange Group* de Inglaterra con *Toronto Stock Exchange Group* de Canadá, por considerársele a las bolsas un activo estratégico del sistema financiero, y; con las posibles fusiones, la vulneración de su soberanía. Es interesante conocer estos argumentos y analizar los casos en cuestión ante el modelo de economía de mercado que impera en esas economías.

Estas estrategias de asociación han estado encaminadas a la expansión territorial para saciar el apetito por acaparar más mercado y atender a más clientes fuera de la frontera de su mercado origen. Es así como la integración entre bolsas viene a cristalizar, como cualquier industria; sinergias, obtener economías de escala y de alcance, y se asegura la maximización del retorno del capital a sus accionistas, porque los costos de operación de las bolsas como negocio en marcha se reducen y los márgenes operativos se elevan.

Recordemos que las bolsas tienen una función relevante en las economías por diversas razones, quizá las de mayor importancia estriban en la canalización del ahorro para el caso del mercado de valores, y de transferencia de riesgos en el mercado de derivados; lo que se traduce, como consecuencia de su operación, en el flujo y canalización masivo de recursos que diariamente se intercambian en un sistema financiero, por lo que es importante analizar lo que ocurre en ellas y los intereses que actualmente las mueven como empresas privadas que actúan bajo concesión del Estado.

El dinamismo mostrado por parte de los mercados extra-bursátiles (*Over The Counter*, OTC) motivado por haberse desarrollado al margen de toda reglamentación y supervisión, ha sido reconocido por parte de las autoridades para regularlos cada vez más, ya que las plataformas de negociación que atienden ese mercado se han robustecido al tomar una mayor importancia relativa. Ello les ha dado la posibilidad de que se conviertan en bolsas alternativas, como lo fue el caso de NASDAQ a inicios de los años setenta y lo que ha venido ocurriendo ya en este siglo ante los cambios regulatorios por parte de las autoridades financieras en los EEUU y de la Unión Europea; al fomentar la fragmentación del mercado y promover la proliferación de nuevas plataformas de negociación y bolsas alternativas, lo que ha dado como consecuencia la fragmentación del mercado. Estas nuevas plataformas se caracterizan por la incorporación de tecnologías de punta, estructuras administrativas muy delgadas y costos de operación bajos, lo que representa una fuerte ventaja competitiva en este entorno.

Ante estos efectos de mayor competencia promovidos por la autoridad, en la última década, y más notoriamente en el último quinquenio, las grandes bolsas de los países industrializados aceleraron su procesos de asociación, fusión e integración en sus regiones, para enfrentar los efectos de la globalización de los mercados financieros

internacionales. Los sectores bursátiles de los países en desarrollo y emergentes no se han quedado al margen de este proceso; aunque su dinámica ha sido menos acelerada que la registrada en los países industrializados. Al respecto, a nivel de la región latinoamericana, el surgimiento del *Mercado Integrado Latinoamericano* (MILA) conformado por las bolsas de valores de Colombia, Chile y Perú, constituye el primer paso de una integración en esa región, a pesar de tener una reducida importancia relativa en el contexto global.

Para México, los *American Depositary Receipts* (ADRs) en el mercado de los EEUU fue el primer paso de integración de nuestro mercado de capitales al entorno global en el año de 1991. En respuesta, la estrategia de la Bolsa Mexicana de Valores ofreció un nuevo segmento denominado Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) que es la contraparte del proceso de integración del mercado bursátil mexicano a la globalización de los mercados financieros, al multiplicar la gama de alternativas de inversión en el mercado de capitales para ofrecer localmente valores cotizados en el exterior. Esta estrategia ha permitido captar recursos de los inversionistas locales sofisticados, como lo son los fondos de pensiones, que tienen apetito por adquirir activos en monedas duras, lo que ha generado derrama económica en México.

La asociación estratégica entre la bolsa de derivados de México (MexDer) y el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) es otro de los avances en el proceso de integración del sector bursátil mexicano a los mercados internacionales. Esta estrategia ampliará las alternativas de transferencia de riesgos para los agentes económicos locales y fortalecerá el desarrollo de la cultura de administración de riesgos. Asimismo, se sostiene que contribuirá a la profundización y estandarización de las actividades del mercado bursátil mexicano. Con el mismo propósito se identifican otro tipo de acuerdos que podrían llevarse a cabo entre la Bolsa Mexicana de Valores y las bolsas de valores de los países que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

La conformación de grandes bloques y los cambios regulatorios a nivel mundial es una realidad en donde México también está siendo parte de este proceso. Lo que hace necesario conocer el entorno e implicaciones que se vislumbran para México ante estos hechos, poner en perspectiva el mercado bursátil local y visualizar algunas alternativas para su desarrollo.

El objetivo general de este trabajo es analizar el proceso de desmutualización e integración de las bolsas de valores y derivados en el contexto de las políticas de desregulación y liberalización de los sistemas financieros locales, como parte fundamental de los procesos de globalización de los mercados financieros a nivel internacional. A partir de este nivel, se ubica el análisis de las transformaciones que se han registrado en el mercado bursátil en México, haciendo énfasis en las características y tendencias del proceso de desmutualización e integración de la Bolsa Mexicana de Valores y MexDer, Mercado Mexicano de Derivados. La hipótesis general que guía la investigación sostiene que el proceso de desmutualización e integración de las bolsas de valores y derivados es parte del proceso de globalización de los mercados financieros a nivel internacional. Al igual que el sector bancario, el sector bursátil ha adoptado estrategias de asociación, fusión e integración entre bolsas de distintos países a nivel regional e internacional, para elevar la rentabilidad del capital de los accionistas.

Bajo esta perspectiva, el trabajo está estructurado en cinco capítulos. En el primero se analiza la innovación financiera en los mercados bursátiles dentro del marco de la desregulación y liberalización financiera, así como de la integración de los mercados financieros internacionales. Asimismo, se analiza la evolución histórica de los mercados bursátiles modernos. En el segundo se estudia la desmutualización de las bolsas de valores y derivados, como un requisito previo a la integración internacional de los mercados bursátiles, así como para hacer públicas a las bolsas como empresas listadas. En el tercer capítulo se hace un análisis de la nueva arquitectura del mercado bursátil como resultado de la revolución tecnológica y las transformaciones a los marcos regulatorios de los EEUU y la Unión Europea. En el capítulo cuarto se aborda el caso de México en el contexto global, en lo que se refiere a la integración, fragmentación y adecuaciones a los mercados accionarios y de derivados, para llegar finalmente a exponer en el quinto capítulo al mercado bursátil de México en perspectiva, ante los cambios recientes, los retos que debe librar, y las alternativas que se visualizan para su crecimiento.

CAPÍTULO I

LA INNOVACION FINANCIERA EN LOS MERCADOS BURSATILES

Al término de la Segunda Guerra Mundial, el deterioro de las balanzas comerciales de la mayoría de los países industrializados y la fuerte recesión de los países que participaron en el conflicto bélico obligaron a sus gobiernos a flexibilizar sus políticas proteccionistas implantado al término de la Primera Guerra Mundial, para estimular los flujos comerciales y, con ello, reactivar el crecimiento económico a nivel mundial. Pero, ello no hubiera sido posible sin el establecimiento de un nuevo orden monetario-financiero internacional que creara las condiciones de estabilidad monetaria y cambiaria tendientes a estimular la expansión de la inversión y el crecimiento económico. Este fue precisamente el objetivo de los Acuerdos de Bretton Woods de 1944.

1.1. Constitución y colapso del Sistema Bretton Woods

En julio de 1944, los 44 países miembros de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) se reunieron con la finalidad de instaurar un marco normativo que regulara al nuevo sistema financiero mundial. En dicha reunión, el anfitrión Harry Dexter White, director de Estudios Monetarios del Tesoro de los Estados Unidos, y John Maynard Keynes, asesor del ministro de economía y finanzas del gobierno británico, presentaron sus propuestas sobre la estructura y funcionamiento de un fondo para regular las operaciones monetario-financieras a nivel internacional.

La propuesta de Keynes estaba encaminada a alentar la expansión del comercio mundial, sostenida en la creación de un banco central supranacional denominado *International Clearing Union* (ICU). Éste emitiría una nueva moneda internacional denominada, el “Bancor”, cuyo valor nominal estaría fijado en términos de paridad con el oro. Mediante este mecanismo monetario, los países con excedentes financiarían a los países deficitarios; asegurando así, el nivel de liquidez internacional necesaria para financiar la expansión de la producción y el comercio a nivel internacional. De acuerdo con Keynes, ello aseguraría el crecimiento de la demanda mundial y, por tanto, evitaría la deflación, lo cual sería beneficioso para todos los países. La propuesta implicaba que los países acreedores y deudores se obligaban a mantener una balanza comercial equilibrada, en caso de incumplimiento estaban obligados a pagar intereses sobre la

diferencia. Los gobiernos serían los responsables de aplicar las medidas para mantener una cuenta cero. El plan pretendía ser democrático, pues se señalaba que los intereses y poder comercial de los países más desarrollados no debían utilizarse para deteriorar las balanzas comerciales de los países en desarrollo.

Por su parte, el plan americano planteaba la creación de un Fondo de Estabilización de las Naciones Unidas con una suscripción total de 5 billones de dólares, donde cada miembro contribuiría a la creación del fondo con oro y con su propia moneda. Un país deficitario debía solicitar recursos del fondo a cambio de vender el equivalente en su moneda a otro miembro. Este plan hacía énfasis en el objetivo de mantener la estabilidad de los tipos de cambio, en tanto que restaba importancia a la necesidad de proveer liquidez a los a los mercados financieros a nivel internacional, aspecto que se priorizaba en la propuesta de Keynes.

La grave recesión que afectaba a todos los países, la derrota de Alemania, Japón e Italia, tres de las grandes potencias implicadas en la Segunda Guerra Mundial, y la fuerte influencia de los Estados Unidos en las economías industrializadas europeas devastadas por la guerra y en las economías en desarrollo, como los latinoamericanos, que veían en la hegemonía económica y política de los Estados Unidos la posibilidad de salir del subdesarrollo, influyeron para que se impusiera la propuesta de Harry Dexter White.

De esta forma la estructura y funcionamiento del marco institucional del nuevo sistema monetario-financiero internacional quedaría bajo el dominio económico y político de los Estados Unidos. Cabe mencionar que al finalizar la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos poseía el 80% de las reservas mundiales de oro, además de su posición de fuerte acreedor. Aprovechando estas condiciones, así como la situación vulnerable de los países aliados de los británicos, necesitados de créditos americanos para afrontar los gastos de la reconstrucción de sus economías, y su abierta negativa a destinar recursos provenientes de su elevado superávit comercial a los países deudores, Estados Unidos ejerció presión para oponerse a plan propuesto por Keynes, pues era obvio que contravenía sus intereses económico-financieros (Bordo, 1993).

Para dar cumplimiento a los acuerdos se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI), que tendría como principal función otorgar préstamos a los países miembros que no contaran con reservas internacionales suficientes para financiar de forma temporal los

déficits de sus balanzas de pagos; en tanto aplicaban las correspondientes políticas macroeconómicas de ajuste. Estas últimas debían ser acordadas con el FMI, si se quería tener acceso a los préstamos otorgados por éste.

En sus orígenes el FMI se fijó los siguientes objetivos: promover la cooperación monetaria internacional, coadyuvar al mantenimiento del pleno empleo y rápido crecimiento, mantener la estabilidad de los tipos de cambio para evitar devaluaciones drásticas, proveer un sistema de pagos multilaterales, eliminar las restricciones de convertibilidad, y proveer de recursos necesarios a los países que presentaran desequilibrios en sus balanzas de pagos, para evitar la aplicación de medidas drásticas y acortar el impacto y la duración de dichos desequilibrios sobre las variables reales (Bordo, 1993). Paralelamente, se crearon otras instituciones financieras multilaterales, como el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) cuyo objetivo fue otorgar ayuda y préstamos flexibles para la reconstrucción de las ciudades europeas devastadas por la guerra. Cabe señalar que esta institución fue la antecesora del Banco Mundial (BM).

Los acuerdos de Bretton Woods se propusieron crear un sistema monetario internacional que combinara las ventajas del clásico patrón oro, que se abandonó a inicios de la Primera Guerra Mundial, con la ventaja de la libre flotación de las divisas. Esta combinación implicaba, por un lado, fijar la convertibilidad oro-divisas, sustentada principalmente en el dólar estadounidense y, por el otro, mantener una paridad de 35 dólares por onza de oro. De esta forma, al mantenerse fija la paridad oro-dólar, el resto de los países debían fijar su convertibilidad a partir de dicha paridad, y en caso de ser necesario, debían intervenir en sus mercados cambiarios para mantener su tipo de cambio dentro de una banda de fluctuación del 1%.

Durante el tiempo que estuvo vigente el sistema de Bretton Woods, el anclaje del sistema monetario internacional al oro permitió mantener tipos de cambio fijos. Ello estimuló la expansión del comercio mundial y contuvo la inflación, estas condiciones estimularon el crecimiento acelerado del ingreso de los países desarrollados a tasas que no se habían registrado, al mismo tiempo que la economía crecía en forma estable y sostenida. Estas características explican que el valor de los flujos de capitales fuera casi equivalente al valor de los flujos del comercio internacional de mercancías.

Controlado el FMI por los Estados Unidos, el conjunto de normas acordado en Bretton Woods garantizó la libre convertibilidad dólar-oro durante casi tres décadas. No

obstante, a medida que los Estados Unidos se convertían en la principal fuente generadora de liquidez a nivel mundial, la oferta de dólares rebasaba las reservas de oro de éste país. Así que, los superávits comerciales que en la década de los cincuenta, le permitieron a la Reserva Federal financiar el Plan Marshall, en los años sesenta, fondear los planes militares en Vietnam, y en la década de los setenta, financiar su primer déficit comercial del siglo XX, fueron cayendo a tal nivel que la circulación de dólares rebasó las reservas de oro. Esta situación se complicó debido a que, paralelamente se elevaban los depósitos de dólares en los mercados financieros europeos derivados del crecimiento de las exportaciones de estos países. La acumulación de dólares en dichos mercados se refuerza con los depósitos de dólares de los países árabes productores y exportadores de petrolero entre finales de la década de los sesenta y principios de los setenta.

La presión de Francia y Gran Bretaña para hacer efectiva la convertibilidad de sus excedentes de dólares sobrevalorados por marcos alemanes y/u oro, obligó en agosto de 1971, al presidente de los EE.UU. Richard Nixon, a devaluar el dólar y a declarar de forma unilateral la suspensión de la convertibilidad oro-dólar (Levy, 2001). Si bien, la devaluación del dólar y la imposición de un arancel temporal de 10% a las importaciones de los Estados Unidos para obligar a Francia y Gran Bretaña a revalorizar su moneda, mejoró la balanza comercial estadounidense, ello no fue suficiente para restablecer la credibilidad y confianza sobre el sistema monetario internacional, pues la no convertibilidad había debilitado las bases que sostenían la estabilidad cambiaria. A partir de 1971, las monedas registraron altas fluctuaciones con respecto al dólar; de tal forma que eran insostenibles los tipos de cambio fijo. Para 1973, la mayoría de los países había adoptado regímenes cambiarios de libre flotación. Este cambio en los regímenes cambiarios marcaría el fin de los Acuerdos de Bretton Woods y el inicio de una etapa de alta volatilidad en las tasas de interés y fuerte inestabilidad en los mercados financieros a nivel mundial.

1.2. Las políticas de desregulación y liberalización financiera y la integración de los mercados financieros internacionales

Con la ruptura del sistema monetario internacional acordado en Bretton Woods y, el consecuente debilitamiento del FMI como organismo compensador de la liquidez a nivel internacional, se inicia la internacionalización de los mercados financieros hasta ese momento locales, con la decisión de los gobiernos de Estados Unidos y Gran Bretaña de desregular y liberalizar sus sistemas financieros. Estas medidas fueron adoptadas

rápidamente por otros países industrializados, como Canadá, Francia, Italia, entre otros, para evitar la salida de los inversionistas e intermediarios de sus mercados financieros, así como para atraer flujos de capitales externos.

1.2.1. La integración de los mercados financieros de los países en desarrollo y la inestabilidad financiera

A principios de la década de los ochenta, y bajo el argumento de que la mayor intervención del Estado en las economías en desarrollo durante la década de los setenta, así como los efectos derivados del excesivo endeudamiento de las economías, los países latinoamericanos habían agravado los desequilibrios macroeconómicos de estas economías, los organismos multilaterales, como el FMI, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y la Organización Mundial del Comercio (OMC), presionaron a los gobiernos de estas economías para que aplicaran políticas tendientes a disminuir, y en algunos casos, a eliminar la intervención del Estado en la economía. En particular, se hacía énfasis en la desregulación del sistema financiero y del sector externo (Correa, 2006); dicha presión se ejercía a través del programa de estabilización aprobado por el FMI. La aplicación de estos programas sustentados en políticas monetaria y fiscal restrictivas, era un requisito para la renegociación con los acreedores externos que priorizó el pago del servicio de la deuda externa (Mántey, 2000).

Bajo la presión económica y financiera de los organismos multilaterales los gobiernos de los países en desarrollo se vieron obligados a desregular y liberalizar sus sistemas financieros y su comercio exterior (Mántey, 2000). En un contexto de elevada liquidez generada por la conformación de un sistema financiero internacional sin fronteras territoriales, los gobiernos de los países en desarrollo profundizaron las políticas de liberalización de sus mercados financieros locales con el propósito de crear condiciones que atrajeran flujos de capitales externos (Huerta, 2000).

Al respecto, Chesnais (2001) sostiene que la desregulación y liberalización de los sistemas financieros locales crearon las condiciones para la integración y mundialización de los mercados financieros, porque dichas políticas eliminaron los obstáculos jurídicos e institucionales que impedían la libre movilidad de los capitales, en particular los de corto plazo o de cartera que buscan altos rendimientos. De acuerdo con este autor, se pueden distinguir tres etapas en el proceso de liberalización y mundialización de los mercados financieros, las cuales se presentan en la tabla 1.1.

Tabla 1.1

Etapas del proceso de liberalización y mundialización de los mercados financieros

1960-1979	1980-1985	1986-1995
<p>Internacionalización financiera indirecta de sistemas nacionales compartidos. Evolución de EE.UU: hacia las finanzas de mercado</p>	<p>Paso simultáneo a las finanzas de mercado y a la interconexión de los sistemas nacionales por la liberalización financiera.</p>	<p>Acentuación de la interconexión, extensión del arbitraje e incorporación de los mercados emergentes del tercer mundo</p>
<p>Formación en los EE.UU. de los mercados de títulos de créditos (obligaciones negociables) utilizados principalmente por los bancos. Formación de mercados de euro-dólares como en <i>off-shore</i>.</p> <p>Disgregación y liquidación del sistema de Bretton Woods (1966-1971).</p> <p>Fin de la reglamentación del crédito en el Reino Unido (1971).</p> <p>Paso hacia los cambios flexibles (1973) y primer auge de los mercados cambiarios.</p> <p>Quiebra del banco Herstatt, inicio de los trabajos sobre normas prudenciales en el BPI.</p> <p>Expansión acelerada del mercado de euro-dólares, reciclaje de los petro-dólares, préstamos bancarios sindicados.</p> <p>Internacionalización acelerada de los bancos norteamericanos.</p> <p>Inicio del endeudamiento del tercer mundo.</p> <p>Aparición de los mercados de derivados (futuros y opciones) sobre monedas y tasas.</p>	<p>Inicio del monetarismo en los EE.UU. y en el Reino Unido.</p> <p>Liberalización de los movimientos de capitales.</p> <p>Liberalización de las tasas de interés.</p> <p>Titularización de la deuda pública.</p> <p>Expansión rápida de los mercados de obligaciones.</p> <p>Políticas monetarias de atracción de los prestamistas extranjeros.</p> <p>Arbitraje internacional de los mercados de obligaciones.</p> <p>Inicio de la desintermediación de la demanda privada de liquidez de los grupos industriales y de las instituciones financieras.</p> <p>Crecimiento muy rápido de los activos de los fondos de pensión y de los <i>mutual funds</i>.</p> <p>Crecimiento muy rápido de los productos derivados.</p> <p>Expansión internacional de las operaciones de los fondos de pensión y de los <i>mutual funds</i>.</p> <p><i>Junk bonds</i></p>	<p>“Big-bang”¹</p> <p>Liberalización y desregulación de los mercados de acciones.</p> <p>Explosión de las transacciones en los mercados cambiarios.</p> <p>Liberalización y desregulación de los mercados de materias primas.</p> <p>Crecimiento rápido de los mercados de derivados de materias primas.</p> <p>Explosión de los productos derivados.</p> <p>Aceleración del crecimiento de los mercados de obligaciones.</p> <p>A partir de 1990, inicio de la liberalización y de la desregulación de los mercados de obligaciones y bursátiles de los nuevos países industrializados y países del tercer mundo.</p> <p>Extensión fuera de la zona OCDE del régimen de finanzas directas y de la titularización de la deuda pública.</p> <p>Discusiones sobre la extensión del papel del FMI (1995) luego de la crisis mexicana.</p>

Fuente: Chesnais 2001.

¹ En la jerga financiera el “Big-bang day” se refiere al 27 de octubre de 1986, día en que entraron en vigor diversas modificaciones desregulatorias en la Bolsa de Valores de Londres, pues de forma casi repentina se eliminaron las comisiones fijas, la diferenciación entre *stockjobbers* y *stockbroker* (instituciones o personas dedicadas al corretaje, respectivamente) y el paso a la operación electrónica, entre otros aspectos tendientes a incrementar la actividad en los mercados financieros.

En los años sesenta, los bancos privados en particular en los países industrializados, empezaron a emitir deuda (certificados de depósito); ello elevó la creación de dinero bancario y, por tanto, la expansión del crédito, más allá de los depósitos de los ahorradores y de las reservas que los bancos centrales exigen a los bancos comerciales. Las innovaciones financieras cumplieron un papel clave en la creación de dinero bancario y, en consecuencia, en el incremento de la liquidez tanto a nivel nacional como internacional. Sin embargo, ello también redujo el margen de acción de la política monetaria debido a que los bancos centrales enfrentarían problemas para garantizar la estabilidad monetaria (Guttman, 2001).

La liberalización financiera fue aprovechada por los gobiernos principalmente de los países industrializados, pero también de los países en desarrollo, para colocar títulos públicos en los mercados financieros internacionales, los cuales tuvieron una buena acogida entre los inversionistas institucionales. De esta forma, la colocación de deuda pública de los gobiernos de los países en desarrollo en los mercados internacionales contribuye a elevar la liquidez a nivel internacional, al mismo tiempo que les permitía a estos gobiernos obtener recursos para financiar su gasto público. Por otro lado, se supone que el incremento de la colocación de deuda pública de los gobiernos de los países en desarrollo en los mercados de dinero local tenía como objetivo modernizar y elevar la profundidad del sector bursátil local. En ambos casos, los inversionistas institucionales jugaron un papel determinante en el comportamiento dinámico de la colocación de valores gubernamentales tanto en los mercados internacionales como locales. Muestra de ello es el hecho de que en un lapso de 13 años, 1979-1992, en Canadá y Japón se duplicó el porcentaje de deuda pública en manos extranjeras; en Alemania se quintuplicó; y en Francia pasó de 0% a 31.8%. De la misma forma, el volumen de transacciones de títulos transfronterizos se incrementó de forma extraordinaria, al pasar en el caso de EE.UU, de 9.3% a 109.4%, como proporción del PIB; en Japón de 7% a 69.9%; en Alemania de 7.5% a 91.2%; en Francia de 8% a 122%; en el Reino Unido de 266% a 1,015.8%; y en Canadá de 9.6% a 113.1% (Plihon, 2001).

Paralelamente al proceso de desregulación y mundialización de los sistemas financieros nacionales, se fue gestando la fragilidad y, el consiguiente riesgo sistémico. Así, mientras la mundialización de la finanzas hace referencia a la nueva relación entre la producción, comercio y la esfera financiera, siendo dominante esta última, la fragilidad financiera se utiliza para denominar a la multiplicación de los *shocks* financieros

desvinculado de la actividad económica real, como el crecimiento de la producción y el empleo (Chesnais, 2001).

Bakaert, Harvey y Lumsdaine (2002) señalan que el proceso de liberalización de los mercados de capitales es extremadamente complejo y no existe un modelo económico definido para analizarlo, desde la perspectiva de un mecanismo segmentado de un país a uno integrado.

La crisis de México en 1994 y la de Tailandia en 1997 rápidamente pusieron en evidencia que ante las reformas de liberalización de los mercados de capitales, el flujo de capitales trasfronterizo causó rápidamente un impacto en los portafolios de inversión y en las economías (Bakaert y Harvey, 1998).

En sus inicios la liberalización financiera alentó expectativas positivas en los mercados locales de los países en desarrollo, convirtiéndose en receptores de elevados flujos de capitales externos de corto plazo, y se amplió su acceso al financiamiento internacional a tasas de interés bajas. Además, las innovaciones financieras y los altos rendimientos estimularon a los inversionistas a elevar y diversificar sus portafolios de inversión en estos países, pues los nuevos instrumentos y productos les permitían cubrirse del riesgo de las variaciones en la tasa de interés y tipo de cambio. De acuerdo con Quinn e Inclán (1997), los países en desarrollo que generalmente presentan bajas tasas de ahorro interno, elevaron su financiamiento en los mercados internacionales, el cual pasó del 15% del PIB en 1974, al 40% en 1995. Sin embargo, la creciente dependencia de los flujos de capitales de corto plazo se convirtió en una fuente de acumulación de inestabilidad debido a que la estabilidad del tipo de cambio y, por tanto, de los precios y de las tasas de interés, dependían de la permanencia y constante entrada de dichos flujos.

Al respecto, el enfoque de la represión financiera (McKinnon y Shaw, 1973) sostenían que la desregulación financiera conduciría a la conformación de mercados financieros más eficientes, porque la tasa de interés se determinaría por la oferta y demanda de fondos prestables. En consecuencia, el financiamiento a la inversión se incrementaría porque el ahorro interno aumenta; asegurando de esta forma, un nivel de crecimiento económico estable y sostenido en el largo plazo.

Como se observa, para esta concepción el mercado fija la tasa de interés real adecuada y que el ahorro determina la inversión. Así, la eliminación de los mecanismos de control y supervisión sobre los mercados financieros de los países en desarrollo, como el control de las tasas de interés (techos a las tasas activas y pisos a las tasas pasivas), el encaje legal y los cajones de crédito, aseguraría el crecimiento económico.

Por el contrario, los enfoques heterodoxos que parte del principio de la demanda efectiva, afirman que la desregulación financiera exagera la inestabilidad y volatilidad de las tasas de interés y tipos de cambio, porque prioriza las inversiones en activos financieros en detrimento de la inversión de actividades productivas (Toporowski, 2000; Guttman, 2003).

En el caso de México, la evidencia empírica corrobora la tesis de los enfoques heterodoxos, pues, si bien la desregulación financiera propició la modernización y profundización del sistema financiero su aportación al crecimiento económico fue mínima; incluso, en los últimos años, el financiamiento a la inversión productiva ha disminuido, debido tanto a la reducción de la oferta de crédito por parte de los bancos como a la reducción de la demanda de crédito por parte de las empresas en respuesta a las elevadas tasas de interés. En otras palabras, la modernización y expansión de los mercados bancario y bursátil han estado desligados de las actividades productivas (Venegas, Tinoco y Torres, 2009).

1.2.2. El Consenso de Washington y la consolidación de la desregulación financiera

Hacia finales de 1989, el economista John Williamson (2004), quien fue asesor del FMI en el periodo 1972-1974, presentó en la conferencia del *Institute for Financial Economics*, un decálogo de medidas que, según él, sería deseable que las economías latinoamericanas instrumentaran para asegurar su desarrollo económico. Estas medidas eran: 1) Disciplina fiscal, 2) Reordenamiento del gasto público, 3) Reforma impositiva, 4) Liberalización de las tasas de interés, 5) Tipos de cambio competitivos, 6) Liberalización del comercio internacional, 7) Eliminación de las barreras a la entrada de la inversión extranjera directa, 8) Privatización de las empresas del Estado, 9) Eliminación de la regulación que impedía la competencia, y 10) Derechos de propiedad.

Por sus semejanzas y coincidencias con las políticas que el FMI recomendó e impuso a las economías latinoamericanas para enfrentar la crisis de la deuda externa, al conjunto de estas medidas hoy se les conoce como el Consenso de Washington². Independientemente de que esta agenda haya o no salido de un consenso, lo cierto es que se aplicaron en la mayoría de las economías latinoamericanas. Con estas políticas se pretendía eliminar de los países en desarrollo lo que se consideraban obstáculos al desarrollo económico, entre las cuales se mencionaba la tolerancia a las altas tasas de inflación, las políticas proteccionistas que buscaban completar la sustitución de importaciones, la intervención del Estado en la economía, así como el papel benefactor y proteccionista de éste. A todas estas medidas se les señalaba como políticas irresponsables porque, según esta visión, generaron fuertes desequilibrios macroeconómicos (Arestis, 2004).

Con la eliminación de los mecanismos de regulación y control la libre movilidad de capitales elevó de forma extraordinaria la liquidez internacional; sin embargo, ante la ausencia total de medidas de supervisión prudencial, dicha liquidez se canalizó en una alta proporción a operaciones financieras especulativas en detrimento del financiamiento y fondeo de las actividades productivas. Al respecto, cabe mencionar que en los primeros años de la década de los cincuenta, los flujos de capital externos representaron una severa restricción para la mayoría de los países, pues como consecuencia de los fuertes controles que impedían su circulación a nivel internacional, sus montos eran insignificantes; en cambio, después de la desregulación y liberalización financiera los flujos de capitales externos de cartera se elevaron de forma extraordinaria. Un comportamiento semejante tuvieron los flujos de inversión extranjera directa hacia los países en desarrollo, como respuesta a las políticas de privatización de sectores estratégicos y la venta de empresas públicas en dichos países (Quinn e Inclán, 1997).

² Según lo señala Williamson en su artículo "La extraña historia del Consenso de Washington" (2004), las medidas que él señalaba no fueron el resultado de un consenso con los organismos multinacionales que tienen sede en Washington, esto es el FMI, el BM, la Reserva Federal y el Congreso de los EE.UU. Dichas medidas fueron un planteamiento suyo sobre la agenda de reformas que debían emprender las economías de América Latina, sobre las cuales, él suponía, que estarían de acuerdo dichos organismos.

1.3. Evolución histórica de los mercados bursátiles modernos. De los mercados de productos perecederos a los mercados de productos financieros

Los orígenes de un mercado global de valores se remontan a la época medieval, en las ciudades de Venecia, Génova y Florencia. Estas tres ciudades se constituyeron en el centro comercial más importantes de la época, a nivel mundial. La centralización en esta región del auge comercial entre oriente y occidente, dieron origen a los primeros acuerdos financieros. A fines del siglo XV, la ciudad de Brujas emergió entre los países bajos como la principal conexión entre el Mediterráneo y el Báltico, valiéndose de los avances comerciales y de banca de los italianos.

La designación del término “Bolsa”³ a las hoy conocidas instituciones financieras bajo ese nombre, algunos autores la atribuyen al nombre de la familia Van Der Bunsen, quienes eran prominentes comerciantes reconocidos en la región por facilitar el intercambio comercial. A principios del siglo XVI, Brujas pierde su posición de principal centro financiero del norte de Europa debido a las guerras en la región⁴ y de la migración italiana. Ello abre paso a la ciudad de Amberes, que dos décadas más tarde llegó a centralizar el comercio con el Atlántico; convirtiéndose en el principal centro financiero de Europa; al grado de que algunos gobiernos, como el de Portugal, Inglaterra, Francia y España⁵, acudían a obtener préstamos y levantar capital. Para 1531, la apertura de la Bolsa de Amsterdam, la cual ya realizaba de forma regular transacciones con fondos públicos, a las transacciones comerciales y financieras, la frecuencia de las compras y ventas de mercancías entre productores y manufactureros se elevó. De la misma forma, el naciente comercio de valores respaldados por un Estado que se negociaban a descuento en una forma organizada, se incrementó (Michie, 2007).

³ De acuerdo con Fernández Rodríguez (2010), la palabra Bolsa está documentada en la lengua castellana desde el siglo XIII, la misma procede del término latino “borsa”, que a su vez se deriva del término griego Βύρσα cuya etimología refiere a una bolsa o saco de cuero, donde cabe de todo, incluidos el dinero y títulos. Y, dado que en los antiguos mercados se negociaba de todo, se les denominó bolsas a los negocios que facilitaban el comercio mediante la aceptación de una promesa de pago futura, letras de cambio, por dinero.

⁴ En particular se refiere a las guerras flamencas. La región flamenca es una de las tres regiones que compone Bélgica.

⁵ La Corona de Castilla lo hacía a través de los “juros” desde el siglo XIII (Artola,1982).

En lo que compete al mercado de capitales, según varios autores, la Compañía Holandesa de las Indias Occidentales⁶ fue la primera empresa en emitir acciones. De acuerdo con De Vries (1997), 1800 individuos contribuyeron a la capitalización inicial de la empresa, cuya suma fue de 6.4 millones de florines holandeses. Asimismo, la forma de salida de sus inversionistas, esto es, la forma como se deshicieron de las acciones que poseían, dio origen al primer mercado secundario en la Bolsa de Amsterdam.

1.3.1. Antecedentes, estructura y características de los mercados bursátiles modernos.

Bajo mercados financieros desregulados y liberalizados, uno de los mecanismos de propagación de la inestabilidad financiera y, por ende, de crisis financieras sistémicas, es el sector bursátil debido a que una alta proporción de sus operaciones son especulativas (Chesnais, 2001). Esta característica propicia que factores subjetivos, e incluso irracionales, desaten comportamientos de “manada” descritos por Keynes; que propagan de forma repentina el contagio a nivel internacional, dada la integración de los mercados financieros.

En el contexto de la integración de los sistemas financieros locales, los mercados bursátiles se han convertido en una de las principales fuentes generadora de inestabilidad financiera. De ahí que su análisis sea fundamental. Para comprender su estructura y funcionamiento. La literatura financiera distingue a los mercados bursátiles organizados o estandarizados de aquellos denominados como extra-bursátiles o de mostrador, *Over the Counter (OTC)*.

En los mercados organizados los instrumentos se negocian en una bolsa, y las operaciones son compensadas y liquidadas en una cámara de compensación. Para facilitar dichas operaciones se estandarizan diversos aspectos, misma que aplican indistintamente a los valores e instrumentos derivados, con algunas pequeñas variantes

⁶ *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* (VOC por sus siglas en holandés), fue una compañía que se fundó en marzo de 1602. Su actividad fundamental en un inicio se centró en la comercialización de especias, principalmente pimienta. En aquel entonces era un mercado dominado por los portugueses que estaban unidos con la corona española con quien terminaron enemistándose, lo que implicó escasez en el norte de Europa y con ello un alza brutal en los precios. Para ello, el gobierno holandés le concedió el monopolio por 21 años, permitiéndole construir fuertes, tener armamento y poder celebrar tratados en esa región (De Vries, 1997).

entre ambos por la lógica de su operación. En los mercados de mostrador (OTC) los instrumentos derivados y/o valores se negocian fuera de una bolsa, es decir, es el conjunto de instrumentos que se pactan de manera bilateral entre partes conocidas. En la siguiente tabla se presentan de manera resumida las principales Características de estos dos mercados.

Tabla 1.2

Principales características de los mercados organizados y mercados OTC.

Características	Mercados organizados	Mercados OTC
Operación	Centralizada en una bolsa	Acuerdos bilaterales
Liquidación	En una cámara	Entre las partes
Riesgo de incumplimiento	La cámara es contraparte	Riesgo de la contraparte
Precios	Públicos, igualdad de condiciones para todos los participantes. Existe una formación de precios clara.	No existe formación de precios, son pactos bilaterales privados.
Marco Normativo	Claro y detallado	Suelen no estar regulados con el mismo detalle y claridad y en algunos casos se carece de un marco. ⁷
Aportaciones o Márgenes	Son obligatorios	No siempre se solicitan

Fuente: Cuadro propio

En el caso de los instrumentos derivados, los contratos se estandarizan considerando el tamaño y calidad del activo y por el lugar de entrega y la fecha de liquidación del activo subyacente.

La tabla anterior que alude a las características de un mercado organizado describe los atributos de las bolsas, lo que nos lleva a argumentar que son elementos que le dan “calidad al mercado” y le proveen de liquidez a los participantes.

Generalmente, los instrumentos de renta variable negociados en el mercado de capitales, principalmente acciones o certificados de participación, son negociados en bolsas en donde el precio al que pueden acceder los participantes, es exactamente el mismo para personas físicas que para inversionistas institucionales. En otras palabras, una postura de compra de venta ingresada por un participante a un precio determinado, puede ser cerrada por una venta del inversionista más grande o del más pequeño al

⁷ Este es uno de los aspectos que contemplan las modificaciones regulatorias promovidas por las autoridades de los EEUU y la Unión Europea.

precio que se despliega y se difunde públicamente en el mercado. La ganancia para el intermediario queda acotada a un arancel, usualmente porcentual, conocido de antemano y que puede variar por tipo de cliente. Esto mismo ocurre en el mercado de derivados; aunque en el mercado de deuda que incluye a los instrumentos de renta fija⁸, en principio es un mercado entre los intermediarios financieros⁹ y, posteriormente las operaciones con la clientela se pactan en forma extra-bursátil.

Los mercados de valores tienen una importante función en la actividad económica de las naciones y de las empresas, ya que debieran ser una fuente de financiamiento para el desarrollo y crecimiento económico. Los gobiernos pueden recurrir al mercado de valores para colocar emisiones de bonos, ya sea para financiar su gasto público o con fines de regulación monetaria. Estos títulos son demandados por los inversionistas por su bajo riesgo, pues están respaldados por las arcas de una nación. Cabe señalar que estos valores también se negocian en el mercado extra-bursátil, la suma de éstos valores y los negociados en el mercado organizado constituyen la deuda pública. Para observar la relevancia que esto tiene, observemos la siguiente cita extraída del Buró de Deuda Pública del Tesoro de los EEUU dice: *“Public debt is a fact of life. The U.S. has had debt since its inception”*¹⁰.

Por su parte, las empresas acuden al mercado de valores para colocar sus acciones, las cuales serán adquiridas por inversionistas dispuestos a participar en el capital de las mismas a cambio de una participación accionaria. Asimismo, emiten deuda de corto plazo o largo plazo para financiar su capital de trabajo o a mediano y largo plazos para financiar proyectos y/o actividades productivas.

Las bolsas proveen de un servicio fundamental a la economía de mercado al permitir el encuentro organizado entre oferentes y demandantes de recursos, bajo un

⁸ En México existen certificados bursátiles de corto y largo plazo, siendo instrumentos de deuda que pueden ser emitidos por empresas, gobiernos y entidades públicas descentralizadas, los cuales son listados en bolsa. En otros países también existen instrumentos semejantes, aunque su representatividad es pequeña contra lo que se coloca en el OTC.

⁹ Se le conoce como mercado interbancario, pero no sólo participan bancos, también participan casas de bolsa.

¹⁰ *Bureau of Public Debt, United States Department of the Treasury.* <http://www.publicdebt.treas.gov/history/history.htm> (consultado el 8 de diciembre de 2011)

ambiente de certidumbre y confianza¹¹. Las características de un mercado organizado definen los atributos de las bolsas de valores, en el sentido de que deben dotar de “calidad al mercado” y proveer de liquidez¹² a los participantes. Este es el objetivo de la concesión que el Estado otorga para su establecimiento; además de su obligación de operar cumpliendo los lineamientos que emanan de leyes y regulaciones en materia financiera, encaminadas a brindar claridad, igualdad y transparencia a sus participantes. Para ello, las bolsas velan y deben velar por proveer información oportuna y confiable sobre el comportamiento financiero de las empresas, para que los inversionistas en el mercado tomen sus decisiones con base en ella.

Las bolsas también proveen de información valiosa al mercado al proveer señales sobre la economía de las empresas al ser valuadas por los distintos participantes que intervienen en el mercado ante la información que proveen. En suma las bolsas permiten dar un panorama de la economía nacional e incluso internacional al revelar indicadores de producción, consumo, inversión, entre otros que en forma agregada advierten sobre el estado general de la economía y advierte sobre problemas futuros en la producción o el consumo en un sector o industria determinada. No obstante, hay que considerar algunos aspectos que usualmente se prestan a crítica y a diferentes interpretaciones. La información cuesta, y tenerla en bruto no siempre es lo mejor para tomar una decisión, se requiere de análisis, el cual entre más serio y profesional sea, creará una asimetría en la información y selección adversa, según lo define Harris (2010), donde argumenta que los operadores bien informados obtienen provecho de quienes lo están en un nivel más bajo.

El origen de los mercados de derivados se remonta a la antigüedad, y aunque existen diversos estudios sobre la zona o región donde surgieron, el caso más documentado se encuentre en el Código Hammurabi que regía todos los aspectos de la sociedad del reino de Babilonia, hace cerca de 4,000 años (Whaley, 2006). Dentro de las 282 reglas que se refieren en el mencionado código¹³, una de ellas regula las operaciones entre productores agrícolas y sus acreedores. En ellas se establece que si por razones de

¹¹ En lo que concierne al riesgo operativo y de ejecución de las transacciones, no debe de interpretarse lo que se refiere al riesgo de mercado.

¹² El indicador utilizado para medir la liquidez en los mercados de valores, es el de “bursatilidad”.

¹³ *The Avalon Project, Documents in Law, History and Diplomacy*, Yale Law School.
<http://avalon.law.yale.edu/ancient/hamframe.asp>

tormenta o falta de agua se presentasen problemas en la cosecha, se absolvía al deudor de realizar el pago de los intereses ese año, usualmente en especie. En la práctica, esta regla suponía la existencia de una opción binaria en donde se entrega el activo o nada. Según Hull (2009), este tipo de operación podría ser el antecedente de un “*asset or nothing put option*”.

En su libro *Política*, Aristóteles (350 años A.C.) relata una anécdota sobre Tales de Mileto, considerado el primer filósofo de la historia (siglo VI A.C), quien apoyado en su experiencia y habilidad para estudiar las condiciones meteorológicas, estimaba y predecía la cosecha de olivos en la región de Mileto y Quíos, en la antigua Grecia¹⁴. Con base en dichas predicciones, celebraba acuerdos en el invierno sobre las cosechas del próximo año a cambio del pago por adelantado. Mediante estas operaciones, se compraba en el presente la cosecha futuro, en tanto no existieran otras ofertas de compra de estas características para los productores. Según lo refiere Aristóteles, Tales ofrecía precios muy bajos y, por tanto, obtenía altas ganancias. En las primeras operaciones a futuro resalta la preocupación por el riesgo inherente a las variaciones en el precio del producto para oferentes y demandantes, así como la importancia de contar con información sobre el mismo.

Otros autores (Bloss, 2008) ubican en la India el origen de los mercados de derivados, ya que indica se tienen registros que datan de 2000 años A.C., sobre la existencia de un mercado de estas características, aunque no precisa fuentes ni datos específicos al respecto. Por su parte, Gupta (2006) ubica en el siglo XII el origen de los mercados de derivados en Inglaterra y Francia, aunque no precisa sobre qué mercancías se realizaba este tipo de operaciones.

En la literatura financiera, generalmente se ubica el origen de los derivados en Holanda, en el siglo XVII, cuando la demanda creciente de bulbos de tulipán provocó un incremento extraordinarios en los precios de éstos. Algunos autores refieren que en esa

¹⁴ Si bien en dicha anécdota lo que Aristóteles quiere destacar es la habilidad de Tales, derivada de su posición privilegiada y monopólica de ejercer la filosofía, para “hacer dinero”; en palabras de Aristóteles, “el arte de hacer dinero”, ya que dicha actividad intelectual le permitía estudiar y tener información y conocimiento sobre el clima y las estaciones del años; indirectamente, Aristóteles deja ver, por un lado, la importancia de la relación que guardan los fenómenos económicos en el presente con su evolución futura y, por el otro, la importancia de contar con información previa para tomar decisiones económicas. En el caso de la agricultura, que en esa época era la principal actividad económica, estos aspectos eran fundamentales debido a que los cambios climáticos afectarían a productores y consumidores de algún producto, y estos a su vez impactaría directamente a los precios de dichos productos. De ahí la importancia y necesidad de contar con información sobre el clima (Jowett, 2000).

época, también en Asia se realizaban operaciones a futuro sobre el arroz en el mercado de Dōjima, una isla en el delta de tres ríos al norte de la Ciudad de Osaka, Japón. Por sus características de estandarización en calidad y fecha y ubicación de entrega, se considera a este mercado asiático como el primer mercado de futuros (Smitka, 1998).

En los Estados Unidos en 1848, en la Ciudad de Chicago se constituyó el primer mercado organizado de derivados de la región, que se inició con transacciones de huevo y mantequilla. El surgimiento de este mercado de futuros se explica en gran medida por la ubicación geográfica estratégica para el comercio de la Ciudad de Chicago, pues se encuentra entre los grandes lagos y cercana a la principal región productora de granos. Además de su ubicación céntrica en la geografía de los Estados Unidos.

El *Chicago Board of Trade (CBOT)* tenía como objetivo aminorar los efectos de las fluctuaciones en los precios de oferta y demanda de algunos granos y productos perecederos a lo largo del tiempo. Se reconocía que las fluctuaciones futuras de los precios de productos básicos afectaban tanto a la demanda como a la oferta de éstos. Al respecto, se argumentaba que un incremento en los precios futuros contraía el consumo de productos básicos, por un lado, y elevaba las ganancias de los productores, mientras la demanda no cayera drásticamente, por el otro. De la misma forma, un incremento en la oferta de estos productos podría conducir a la caída de los precios de los mismos, provocando pérdidas a los productores.

La mayoría de los estudios que aportan elementos sobre el origen de los mercados de derivados de mercancías, coinciden en que los acuerdos sobre los precios futuros evitaban la especulación, porque productores (oferta) y consumidores (demanda) podrían colocar y acceder al mercado de perecederos de forma oportuna. De esta forma, oferentes y demandantes satisfacían de manera simultánea sus objetivos y necesidades, esto es, de ganancia y consumo, respectivamente, los cuales eran considerados como complementarios. Así, la necesidad de brindar certidumbre a oferentes y demandantes de productos perecederos dio origen a lo que hoy conocemos como administración de riesgos y a la planeación de la asignación de recursos; dos aspectos importantes de los modernos mercados de derivados

En el ámbito financiero moderno el término derivados financieros se refiere a los instrumentos o productos financieros que están vinculados o referenciados al

comportamiento de otro activo, mercancía o producto financiero y, por tanto, su fluctuación es paralela o muy semejante a la que presenta en el mercado aquel que le da origen, al cual se le denomina técnicamente activo subyacente. Estos instrumentos ofrecen la ventaja de negociar e intercambiar los flujos futuros que un activo pudiera tener en el mercado sin necesidad de tenerlo en el presente; además de que permite ampliar virtualmente la oferta finita de un producto.

Si bien, los instrumentos derivados relacionados con variables monetario-financieras registraron un mayor dinamismo a partir de la liberalización financiera, ello no significa que éstos, como instrumentos de cobertura, hayan surgido con la integración internacional de los mercados financieros, ya que como hemos visto, dichos instrumentos surgen en la antigüedad para cubrirse de las fluctuaciones de los precios de los productos agropecuarios, provocados por los cambios en el clima que afectaban las cosechas de productos básicos. En la actualidad, algunos de los instrumentos derivados más negociados son los contratos a futuro, los contratos de opción y los swaps; su principal función, al igual que en la antigüedad, es dar cobertura ante fluctuaciones en el nivel de algunas variables monetario-financieras estrategias, como las tasas de interés, el tipo de cambio, el precio internacional de materias primarias o bienes primarios (*commodities*).

Según los enfoques convencionales, a nivel microeconómico los instrumentos derivados tienen cuatro ventajas (Savona, 1998): 1) El efecto estabilización en la volatilidad de precios de activos financieros y monetarios, permitiendo hacer pronósticos más precisos; 2) Propiedades eficientes para el descubrimiento de precios, reduciendo la incertidumbre de los operadores en el mercado y contribuyen en la mejora de toma de decisiones; 4) Presentan la habilidad de reducir y potencialmente eliminar las asimetrías en la información, haciendo el mercado más eficiente; y 4) Poseen la característica de reducir diferenciales entre compra-venta, contribuyendo a la eficiencia en el mercado. La crisis reciente del sector hipotecario de los Estados Unidos puso en duda estas ventajas estabilizadoras y predictivas, pues fueron las propias operaciones con productos derivados los que generaron la inestabilidad financiera, que provocó a su vez una elevada volatilidad de las variables monetario-financieras tomadas como referencia, esto es, las variables subyacentes.

Ello se debió a que las instituciones financieras aprovechando las ventajas de bajo costo y facilidad de recurrir a los instrumentos derivados sin requerir la misma cantidad de

recursos por adelantado, estructuraron paquetes con las carteras de activos de alto riesgo. Algunas investigaciones empíricas (Savona, 1998), muestran que los mercados de derivados son una de las principales fuentes generadoras de inestabilidad financiera. De hecho, se considera que éstos han limitado el diseño y manejo de la política monetaria; prueba de ello es el hecho de que los bancos centrales se vieron obligados a abandonar a los agregados monetarios como instrumentos para controlar la liquidez, en tanto que las operaciones de mercado abierto han reducido su margen de acción. En efecto, las innovaciones financieras y, por tanto, los derivados financieros y otras operaciones, como la titularización de las carteras de activos riesgosos, a través de la cual los bancos generan liquidez al mismo tiempo que se deshacen de activos riesgosos, han acelerado la creación de dinero bancario. En consecuencia, el nivel de liquidez del sistema económico puede superar con mucho el volumen de dinero fiduciario o de curso legal (Von Hagen, 1998). En este marco, la elevada creación de dinero bancario y el incremento de las operaciones especulativas con instrumentos derivados se han convertido en una de las principales fuente de inestabilidad financiera y volatilidad de las tasas de interés y tipo de cambio.

1.4. Liberalización e innovaciones financieras y la expansión del mercado de derivados

Las innovaciones financieras son causa y efecto del proceso de desregulación y liberalización financiera; pues, por un lado, la presencia de nuevos servicios e instrumentos financieros presionaron a los gobiernos tanto de los países industrializados como de los países en desarrollo, para que profundizaran y aceleraran la desregulación y liberalización de sus sistemas financieros y, por el otro, el avance de estas medidas al mismo tiempo estimulaba las innovaciones financieras.

En el marco de la extinción del sistema *Bretton Woods*, y la consecuente volatilidad financiera que generó fluctuante paridad del dólar respecto a otras monedas, en 1972 el Departamento de la Reserva Federal liberaliza las tasas de interés, como una medida para atraer flujos de capitales que le permitan financiar sus elevados déficits “gemelos”, esto es, el déficit fiscal y el déficit comercial.

En este contexto, de alta volatilidad en las tasas de interés y los tipos de cambio, el *Chicago Mercantile Exchange (CME)*¹⁵ dio inicio a una nueva etapa en las operaciones de productos derivados, al listar los primeros futuros sobre siete divisas sobre siete divisas extranjeras. El despegue de los mercados de derivados se ubica en 1972; pero su expansión y dinamismo estuvo determinado por el avance y profundidad de las políticas de desregulación y liberalización financiera a nivel mundial, los mercados de derivados financieros se expandían de forma acelerada, ante la creciente necesidad de los inversionistas de administrar y cubrirse del riesgo financiero.

Como parte de este proceso de innovaciones financieras, en 1973 el *Chicago Board of Trade (CBOT)* crea una nueva bolsa de derivados, el *Chicago Board Options Exchange (CBOE)*, donde se ofrecen las primeras opciones de compra sobre 16 acciones individuales listadas en el New York Stock Exchange. Otros países siguieron esta tendencia; por ejemplo, en 1975 la Bolsa de Montreal ofreció opciones sobre acciones de ese país. Simultáneamente, dos bolsas más de los EE.UU., *American Stock Exchange (AMEX)* y *Philadelphia Stock Exchange (PHLX)*, listaron contratos semejantes. Un año más tarde se registraban este tipo de operaciones en Australia. A principios de 1976, el *CME* lanzó los primeros contratos de futuro sobre los bonos del Tesoro de los EE.UU. de corto plazo (T-Bill). En respuesta a ello, en agosto de 1977, el *CBOT* listó los contratos de futuros sobre los bonos del Tesoro de los EE.UU. de largo plazo (T-Bond), que en la actualidad incluyen las emisiones con plazo entre 20 y 30 años.

En 1978 en Europa, más concretamente en Londres y Holanda, a través del *London Traded Options Market* y *European Options Exchange*, respectivamente, se registran las primeras operaciones sobre activos financieros en una bolsa de derivados. Hacia finales de 1981, el *Chicago Mercantile Exchange* lanza el primer contrato liquidable en efectivo, que en la actualidad es el futuro del *Euro-dólar*¹⁶, uno de los instrumentos derivados más negociado a nivel mundial¹⁷. Para 1982, el *CME* lista los primeros futuros sobre un índice bursátil, el S&P500. Estos datos dejan ver el liderazgo del *Chicago Mercantile Exchange*,

¹⁵ Ver *Chicago Mercantile Exchange*, en www.cmegroup.com

¹⁶ Son depósitos denominados en dólares colocados fuera de los EE.UU. En consecuencia, por no estar bajo la jurisdicción del Departamento de la Reserva Federal de este país, están al margen de su control y regulación. Dichos depósitos toman como referencia la tasa LIBOR a 3 meses denominada en dólares americanos.

¹⁷ De acuerdo con las estadísticas de la *Futures Industry Association*, en 2008 se registró un total 596.97 millones de contratos en el futuro del Euro-dólar del *CME*, mientras que el segundo lugar lo ocuparon los futuros del Euro-Bund alemán, con 257.8 millones de contratos.

que se ha caracterizado por su gran capacidad innovadora. De acuerdo con la información disponible, al cierre del 2011, este mercado ofreció más de dos centenares de contratos de derivados, en los que se incluyeron mercaderías o *commodities* (50), energía (33), índices accionarios (36), divisas (49), tasas de interés (23), metales (16), inmobiliario (1) y clima (28).

Las innovaciones financieras, el avance y profundización de las políticas de desregulación y liberalización financiera son dos fenómenos de un mismo proceso, porque ambas se influyen y retroalimentan. Bajo esta dinámica, el incremento del riesgo y de la volatilidad en los mercados abrió nuevas oportunidades y nichos de inversión en activos financieros, en particular para aquellos instrumentos de cobertura. Ello explica el crecimiento extraordinario de los mercados de derivados a nivel internacional; en este sentido, no es casual que tras el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods surgieran los primeros instrumentos derivados sobre productos financieros para cubrirse de la volatilidad de las cotizaciones de las divisas respecto del dólar.

Es innegable la expansión y modernización de los mercados de derivados, como parte del proceso de integración de los mercados financieros a nivel internacional; incluso, los costos financieros se han reducido como consecuencia de la mayor competencia entre los mercados locales y externos. Sin embargo, su expansión en ausencia de medidas de control y supervisión prudencial le han impedido a las autoridades monetarias y financieras actuar oportunamente ante fuertes oleadas de inestabilidad financiera provocadas por los especuladores. Al respecto, baste mencionar las operaciones de titularización de las carteras de crédito hipotecario en los Estados Unidos, que provocaron entre 2008-2009 una de las peores crisis financieras, cuyos efectos sistémicos prevalecen en la actualidad.

El crecimiento extraordinario de las transacciones financieras fue uno de los hechos más relevantes de la década de los ochenta (Chesnais, 2001). De acuerdo con el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés)¹⁸, el tamaño de los mercados organizados sobre derivados financieros a diciembre de 2011, según el importe notional negociado, fue de $2,159 \times 10^{12}$ dólares, es decir, 2,159 billones¹⁹ de dólares y de 23 mil

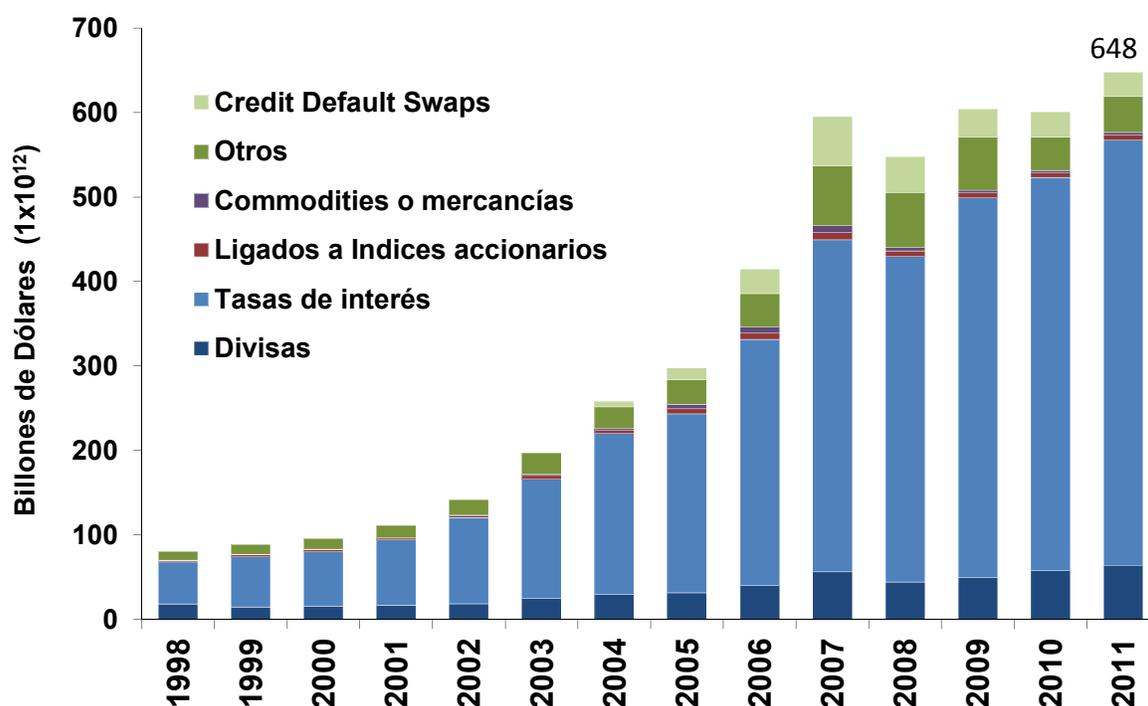
¹⁸ Ver Banco Internacional de Pagos (BIS), www.bis.org

¹⁹ De acuerdo a la nomenclatura matemática utilizada en México, estos valores se expresan como 1×10^{12}

millones de contratos negociados. En el caso de los mercados OTC, no se proporciona información en los mismos términos (importes y contratos negociados en forma acumulada), pero sí en el caso de las posiciones abiertas en derivados que se mantenían al cierre de esa fecha, siendo equivalentes a 648 billones de dólares, contra 58 billones de dólares para los mercados organizados. Es decir el mercado OTC según este indicador es 9 veces más grande.

Tabla 1.3

**Mercados de derivados OTC
Valor nominal de contratos abiertos**



Fuente: Bank of International Settlements (BIS).

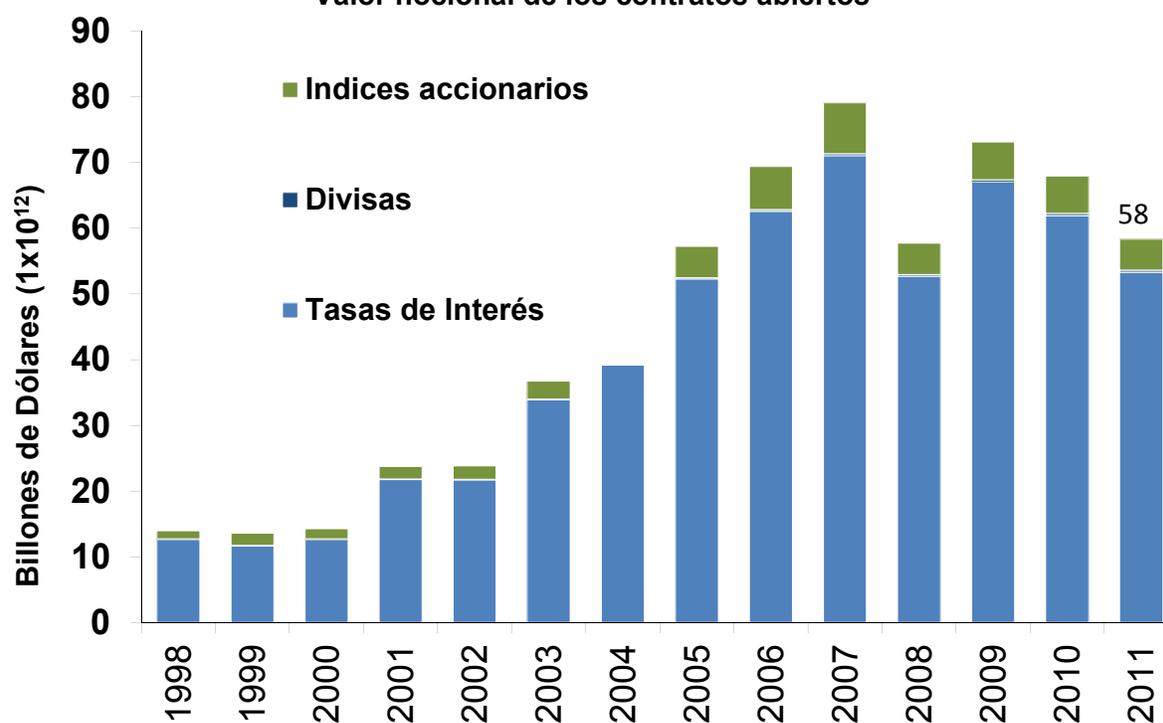
Las tablas 1.3 y 1.4 muestran la composición de ambos mercados, según los productos que en ellos se operan; destaca el importe nominal sobre posiciones abiertas de contratos de tasas de interés tanto en mercados organizados como en OTC. La poca disposición de información sobre las operaciones de los mercados organizados no permite hacer un análisis profundo sobre la evolución y comportamiento de los mismos; ello a pesar de que están obligados a reportar en un formato homogéneo información

sobre sus operaciones. Este problema es más grave, por obvias razones, en el caso de los mercados OTC²⁰.

La ausencia de información confiable y oportuna sobre las operaciones de derivados que se realizan en los mercados *OTC* o de mostrador es grave si consideramos que su crecimiento ha sido una constante, ya sea en número de contratos y/o el valor nacional. Debe señalarse que en la gran mayoría de los países el tamaño del mercado extrabursátil es mayor que el del mercado organizado.

Tabla 1.4

**Mercados de derivados organizados
Valor nocional de los contratos abiertos**

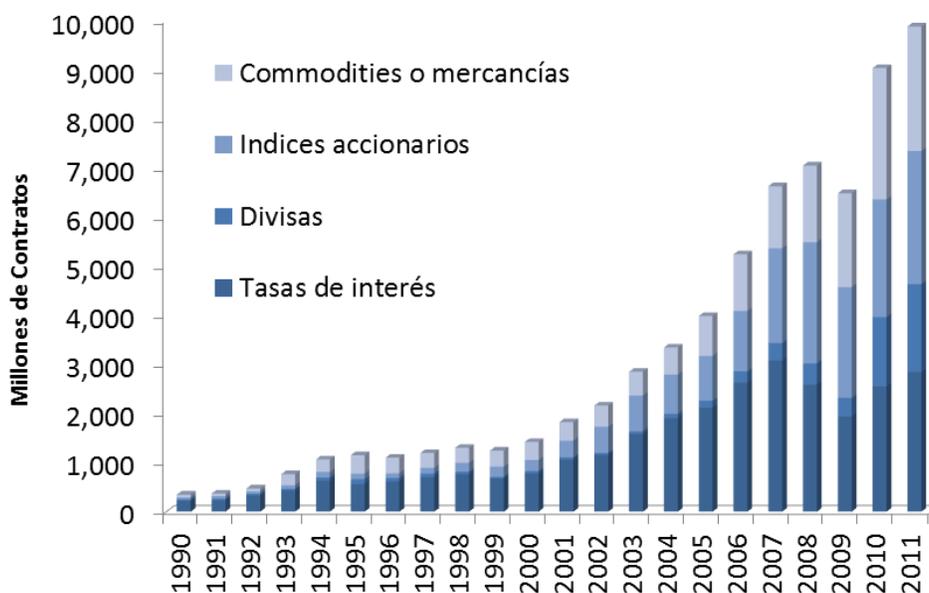


Fuente: Bank of International Settlements (BIS).

²⁰ Este problema también se presenta en el caso de México. Los datos que publica el Banco de México en su sitio web, son insuficientes para realizar un análisis comparativo amplio entre el comportamiento del mercado de derivados organizado y el mercado de mostrador.

Tabla 1.5

**Mercados de derivados organizados
Número de contratos de futuros negociados**



Fuente: Cuadro propio con datos de Bank of International Settlements (BIS).

Tabla 1.6

**Mercados de derivados organizados
Número de contratos de opciones negociadas**



Fuente: Cuadro propio con datos de Bank of International Settlements (BIS).

En las tablas 1.5 y 1.6 se muestra la operatividad en el mercado organizado, para el caso de contratos de futuros y contratos de opción respectivamente. En el caso de los futuros, se observa un cierto equilibrio en la actividad por tipo de subyacente, mientras que para el caso de los contratos de opción, claramente destaca la operación en acciones individuales e índices accionarios. El indicador que suele utilizarse con mayor frecuencia para comparar tamaños de operación entre bolsas de derivados, es el de contratos operados.

CAPÍTULO II

LA DESMUTUALIZACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES Y DERIVADOS Y LA INTEGRACIÓN INTERNACIONAL DE LOS MERCADOS BURSÁTILES

El dinámico crecimiento de las bolsas de valores y de los mercados de derivados a nivel mundial es parte del proceso de integración y globalización de los mercados financieros. La tendencia observada ha seguido las mismas pautas que las integraciones de otros tipos de industrias y mercados, entre los que se encuentran los acuerdos de colaboración, asociaciones estratégicas, hasta llegar a las fusiones y adquisiciones, dando origen a la conformación de grandes conglomerados multi-regionales y, por tanto, a una nueva estructura del mercado bursátil internacional. Ello implicó un proceso de transformaciones en la organización corporativa de las bolsas de valores y derivados de todos los países.

2.1 Antecedentes y características de las bolsas de valores y derivados. Las sociedades mutualistas, los derechos corporativos y el principio de reciprocidad.

Las sociedades mutualistas nacen en el siglo XVIII en Inglaterra con la “Ley de Rose” expedida en 1793. El propósito de dicha ley era reglamentar la necesidad de la sociedad de asociarse de forma colectiva, bajo los principios de confianza y reciprocidad, y de forma voluntaria en pequeños grupos de personas con el fin de hacer frente a eventos repentinos e inesperados, como enfermedades o de gastos funerarios. Mediante el pago de una cuota periódica se constituía un fondo para otorgar servicio a los miembros que lo necesitaran, sin que esto significara una actividad lucrativa. Ello explica que desde su origen, a las sociedades mutualistas se les otorgara un tratamiento fiscal distinto al de una sociedad mercantil. En la actualidad, esta forma de sociedad aún impera; de hecho, las compañías aseguradoras se rigen por este criterio, ya que mutualizan el riesgo de sus asegurados a cambio del pago de una prima de riesgo que les brinda cobertura en sus personas y/o en sus bienes²¹.

El funcionamiento de este tipo de sociedad rápidamente se propagó a otras actividades, integrando pequeños “clubes” que tenían intereses distintos a los que le

²¹ En el caso de México, las compañías de seguros son normadas por la Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros.

dieron origen. Uno de ellos fueron las bolsas de valores, concebidas como empresas que operan por concesión del Estado, para ofrecer un servicio de interés público, y cuyo objetivo es contribuir a la formación de precios a través de la ley de la oferta y la demanda. Induciendo a ahorradores a incrementar la oferta de recursos y a demandantes a solicitar recursos para la inversión, a través del ofrecimiento de estos servicios.

Las bolsas de valores cuyo origen se ubica en Europa, fueron constituidas bajo figura jurídica de los clubes privados que funcionaron bajo el principio de ofrecer a un grupo de personas (socios) un servicio de interés común a cambio del pago de una cuota. En el caso de las bolsas de valores, contar con un espacio físico que permitiera a sus socios intercambiar acciones de empresas bajo las reglas que ellos mismos fijaran, constituía la necesidad común de determinado grupo de personas. La existencia de un lugar físico o establecimiento no buscaba un fin lucrativo para ese establecimiento (la bolsa), sino atender una necesidad común a un grupo de personas. El carácter lucrativo de esta actividad era para los miembros, la cual se daba ante la posibilidad de obtener una ganancia o comisión producto de la intermediación por la compra/venta de una empresa, o una parte de ésta, en un monto superior al valor original de adquisición.

Este tipo de asociación que requería que se contara al menos con una acción o asiento en la asamblea de la misma para poder participar, fue adoptado por la industria bursátil²² e imperó por más de dos siglos en el mundo. Atendiendo a su objetivo original, a las bolsas eran sociedades sin fines de lucro, ya que definían tarifas por la operación para cubrir los gastos operativos de la sociedad mutualista. Tal es el caso de la bolsa de Nueva York, que explícitamente en 1971 se autodefinió como una sociedad sin fines de lucro y fue hasta 2006 cuando cambió su visión a ser una institución con fines de lucro²³. Lo anterior se explica ante el crecimiento de la intermediación bursátil y de los participantes de éste mercado permitió la obtención de ganancias financieras como resultado de esta creciente actividad.

²² Algunos estudiosos son cautelosos con el uso del término "industria", que en su origen se acota al conjunto de procesos y actividades que tienen como finalidad el transformar materias primas en productos elaborados. En la actualidad el término engloba actividades de un mismo género. Ejemplos de ello son: la autoridad autorregulatoria del mercado financiero de los EEUU que lleva por nombre "Financial Industry Regulatory Authority" conocido comúnmente como "FINRA" o bien la *Futures Industry Association* "FIA" de los EEUU.

²³ NYSE Eronext. "Did you know", <http://www.nyx.com/who-we-are/history>, consultado el 27 de mayo de 2012.

2.2. La desmutualización de las bolsas de valores y derivados. La separación de los derechos corporativos y de operación.

En las últimas dos décadas, la industria bursátil ha presentado profundas transformaciones al pasar de una estructura de propiedad mutualista, esto es, donde únicamente los que son miembros pueden ser dueños de la misma, a empresas desmutualizadas que dan cabida a agentes económicos que sólo como actúan como accionistas o inversionistas de dicha sociedad. Este cambio, que en lo fundamental implica la separación de los derechos de operación de los derechos corporativos, a su vez ha generado cambios en la estructura y operación de las bolsas, tales como: a) Abrir su capital a otro tipo de accionistas que no necesariamente estuvieran dedicados a la actividad de intermediación bursátil; b) Reducir las barreras de entrada a intermediarios, al eliminar la necesidad de contar con una acción para operar en la bolsa; c) Que los dueños originales (miembros) pierdan poder de decisión e influencia en la operación y conducción de la bolsa; d) La inclusión de consejeros independientes, como requisito para mejorar las prácticas de gobierno corporativo. Se supone que ello favorece a que las decisiones se tomen de una forma ordenada que minimiza conflictos de interés, además de que contribuye a representar y proteger derechos de minorías. En su conjunto, estos factores han introduciendo cambios profundos en la estructura del mercado bursátil a nivel internacional.

La desmutualización de las bolsas debe entenderse como parte del proceso de integración de los mercados financieros a nivel mundial, porque es la respuesta y el resultado de la búsqueda por expandir el negocio para enfrentar la competencia y oportunidades de nuevos nichos de mercado. Con estas transformaciones se busca atraer nuevos inversionistas, incrementar el valor de mercado de éstas sociedades, y elevar los márgenes de utilidad.

Ante esto, se pueden distinguir tres etapas: 1) Ampliar el acceso a la operación a más participantes, aún sin ser accionistas de la Bolsa. Los sistemas electrónicos de operación hacen posible este acceso tanto para entidades nacionales como para las extranjeras; 2) La determinación de un valor económico de la sociedad para que en función a ello se dé cabida a nuevos accionistas; 3) y Listar las acciones de la propia bolsa de valores o derivados en la bolsa de valores local.

El proceso es complejo e involucra el consenso de los miembros, una muestra de ello es que en 1999 se intentó desmutualizar la Bolsa de New York Stock Exchange (NYSE), lo cual no se concretó debido a la resistencia de ellos (Fleckener, 2005), el acuerdo pudo obtenerse siete años más tarde para ser desmutualizada en 2006. Al igual que en el caso de una empresa que es listada en la bolsa, esto es hacerla pública, el listado de una bolsa en la bolsa implica una oferta pública primaria donde se “vende” un porcentaje de la sociedad. Para ello, acuden a la valuación de un tercero (un banco de inversión), utilizando distintos modelos y que son el sustento y referencia para salir y listarla en el mercado en donde entre otras técnicas se toman como referencia el múltiplo precio/utilidad al que cotizan sus pares. Con la colocación en bolsa los accionistas originales convierten en el presente el valor futuro de las utilidades esperadas de la empresa. Un múltiplo de 10 precio/utilidad indica que se está pagando por cada acción en el mercado 10 veces las utilidades del año corriente. En este marco, si consideramos los múltiplos precio/utilidad de las principales bolsas a nivel internacional, las empresas financieras son negocios altamente rentables. Por ejemplo, CME Group: 15.50 veces, BM&F Bovespa: 17.38, Bolsa Mexicana de Valores: 19.85, Bolsas y Mercados Españoles: 8.61, Deutsche Börse 9.30 y NYSE Euronext 10.89 veces²⁴.

La posibilidad de realizar utilidades hace muy atractivo a los dueños originales de una empresa, y en este caso de las bolsas, listarla en la bolsa; más aún cuando las utilidades son libres de impuestos, como ocurre en México y en algunos otros mercados bursátiles. Esta exención impositiva supone que la bolsa es una alternativa de financiamiento para las empresas, cuyos recursos provenientes de la oferta pública se destinan a expandir las capacidades de la misma.

La desmutualización de las bolsas es parte del proceso de integración y globalización de los mercados financieros. En un ambiente altamente competitivo tanto a nivel regional como internacional, las estrategias de integración entre bolsas permiten mantener y expandir el control de una parte importante del mercado bursátil a nivel mundial. Bajo este entono financiero, las bolsas deben ser altamente rentables para sus accionistas y ofrecer costos de intermediación bajos para los inversionistas participantes

²⁴ Información tomada de Bloomberg el 24 de mayo de 2012.

en ellas. Sin embargo, el cumplimiento de ambos objetivos entra en contradicción; por ejemplo, mientras al accionista le preocupa que se modifiquen los aranceles al alza o simplemente no se reduzcan, los participantes e inversionistas pugnarán porque los costos de intermediación bursátil se reduzcan. El proceso de desmutualización, colocación e integración de las bolsas contribuyen a reducir el conflicto de interés entre los miembros y los participantes en el mercado (inversionistas), permiten aprovechar sinergias que se generan con las economías de escala y de alcance, la reducción de los gastos de transacción y administración, y de la oferta de una amplia variedad de productos y servicios. Ello implica, al igual que en el caso de la integración de los bancos, la introducción de nuevas tecnologías, una mayor competencia y la libre movilidad de los capitales.

En economías emergentes los procesos de desmutualización también han prosperado y en todos los casos ha iniciado con una etapa de reestructuración de las bolsas que han dado pauta a posteriores estrategias de fusión y adquisición de otras bolsas. Ello les ha permitido conformar estructuras más robustas y a la vez flexibles para enfrentar los cambios y la competencia en los mercados financieros internacionales. Como consecuencia de ello las barreras se han elevado y reforzado con la conformación de fuertes grupos y bloques de bolsas a nivel regional, que tienen una fuerte presencia en los mercados bursátiles internacionales dada la expansión de su oferta de productos y servicios (Brito, 2009). Así, las estructuras mutualistas cerradas han sido sustituidas por estructuras monopólicas u oligopólicas con poder local y regional, que paradójicamente han propiciado el surgimiento de estructuras alternativas en los mercados OTC, para competir contra ellas.

De acuerdo con una encuesta realizada en el 2001, por *BTA Consulting*, la desmutualización presenta las siguientes ventajas:

- I. Modernización tecnológica;
- II. Creación de una moneda de cambio que permita desarrollar alianzas estratégicas internacionales y adquisiciones, mediante la oferta de acciones a participantes relevantes;
- III. Estructuras administrativas y de gobierno corporativo más ágil, flexible y capaz de responder a los constantes cambios que se registran en los mercados bursátiles internacionales;

- IV. Estructura de gobierno corporativo y administración menos susceptible a los intereses de los miembros y conflictos entre distintos tipos de miembros;
- V. Desligar a los miembros del capital;
- VI. Participación en el control del gobierno corporativo de los miembros que contribuyen más al negocio;
- VII. Menor concentración del poder en los accionistas de miembros de la bolsa;
- VIII. Dispersar el riesgo de los accionistas;
- IX. Permitir la participación de jugadores clave en el capital, dándoles un incentivo financiero para atraer negocio a la bolsa;
- X. Ofrecer incentivos apropiados tendientes a imponer disciplina administrativa en el mercado;
- XI. Crear un catalizador para nuevas estrategias de negocios;
- XII. Proveer una valuación de referencia y liquidez para los inversionistas;
- XIII. Allegarse de recursos mediante la colocación, así como hacer más fácil el acceso a capital
- XIV. Estar preparado y abierto para acceder a nuevos mercados; y
- XV. Mejorar la toma de decisiones financieras, permitiendo ubicar las iniciativas encaminadas a crear más valor para el accionista.

De acuerdo con estos datos, el proceso de desmutualización se inició a principios de la década de los noventa, en el contexto del proceso de desregulación y liberalización de los mercados financieros, concretamente del sector bancario. En este sentido, la desmutualización dio cabida a que las bolsas explícitamente anunciaran que se convertían en instituciones con fines de lucro, como lo externó NASDAQ, y con ello se permitió el inicio de una nueva era en esta industria para la asociación y adquisición entre bolsas (Brito, 2009). Esto fue una exigencia de la integración y globalización de los mercados financieros (Kokkoris, 2007). La consolidación de los grandes centros financieros ha elevado la competencia en los mercados internacionales y, con ello, el surgimiento de nuevos instrumentos y servicios financieros, que elevan los precios y, en consecuencia, las ganancias para las bolsas y los rendimientos para los accionistas. En los años recientes, el dinamismo de los mercados de valores, en particular de los mercados de derivados, ha acelerado los procesos de asociación y fusión de las bolsas.

En la tabla 2.1 que a continuación se muestra, se mencionan las principales bolsas que ya han sido desmutualizadas, así como su fecha y si estas se han hecho públicas y la fecha en que ello ocurrió (Aggarwal, 2002, 2005 y 2006).

Tabla 2.1 Principales bolsas que han sido desmutualizadas

Bolsa	Año de Desmutualización	Año que se hizo pública
Bolsa de Estocolmo	1993	1993
Bolsa de Helsinki	1995	1987
Bolsa de Copenhague	1996	pertenece a NASDAQ OMX
Borsa Italiana	1997	1997
Bolsa de Amsterdam	1997	pertenece a NYSE Euronext
Australia Stock Exchange	1998	1998
Hellenic Stock Exchange	1999	2000
Singapur Stock Exchange	1999	2000
Chicago Mercantile Exchange	2000	2000
Deutsche Börse	2000	2001
Euronext	2000	2001
Hong Kong Stock Exchange	2000	2000
London Stock Exchange	2000	2001
MexDer, Mercado Mexicano de Derivados	2000	Pertenece a BMV
Sydney Futures Exchange	2000	2002
Toronto Stock Exchange	2000	2002
BME Bolsas y Mercados Españoles	2001	2006
Bolsa de Valores de Colombia	2001	-
Bolsa Mexicana de Valores	2001	2008
NASDAQ	2001	2002
Osaka Stock Exchange	2001	2004
Oslo Bors	2001	2001
Philippines Stock Exchange	2001	2003
Tokyo Stock Exchange	2001	Se estima para 2012
International Securities Exchange	2002	2005
Swiss Exchange	2002	-
Bolsa de Valores de Lima	2003	-
New Zealand Stock Exchange	2003	2003
Bursa Malaysia	2004	2005
CBOT	2005	2005
Korea Exchange	2005	-
NYSE	2006	2006
BM&F Bovespa	2007	2008
CBOE	2010	2010

Fuente: Aggarwal 2002, 2005 y 2006, así como consultas de páginas en bolsas.

De acuerdo con Morsy y Rwegasira (2010), la mayoría de las razones financieras de desempeño financiero de las bolsas, entre los que se encuentran: margen financiero, EBITDA, ROA, entre otros, se han incrementado una vez que han sido desmutualizadas.

2.3. Los acuerdos estratégicos y el proceso de fusiones y adquisiciones. La integración de bolsas de valores y derivados.

El proceso de integración de bolsas mediante cualquiera de sus modalidades, asociaciones estratégicas, fusión o adquisición, se inicia en Europa con la entrada del Euro en 2000. En este año, se fusionaron las Bolsa de Valores de Ámsterdam, Bruselas y París con el propósito de aprovechar la unificación monetaria y la homogeneización de los mercados financieros de la Unión Europea (Skeete, 2009). Ello dio como resultado la creación de Euronext, que seis años más tarde amplió sus fronteras transcontinentales con la fusión de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), dando origen a NYSE Euronext, un bloque global. Este proceso de fusión ha continuado en Europa; de tal forma que en 2005 se planteaba la posibilidad que el bloque liderado por el mercado alemán de derivados (Eurex) superara al mercado de derivados norteamericano, representado principalmente por las bolsas de Chicago. Cabe señalar que el mercado de derivados norteamericano ha sido históricamente considerado como el líder y el modelo a seguir, por ser el más moderno, desarrollado y profundo.

El dinamismo y creciente interés despertado en las bolsas por integrarse ha dado origen a imperios multi-regionales, que pueden conducir o presionar hacia una integración ahora con las Cámaras de Compensación, dado el acuerdo del G-20 en septiembre de 2009 referido en el capítulo siguiente, así como la Ley Dodd-Frank.

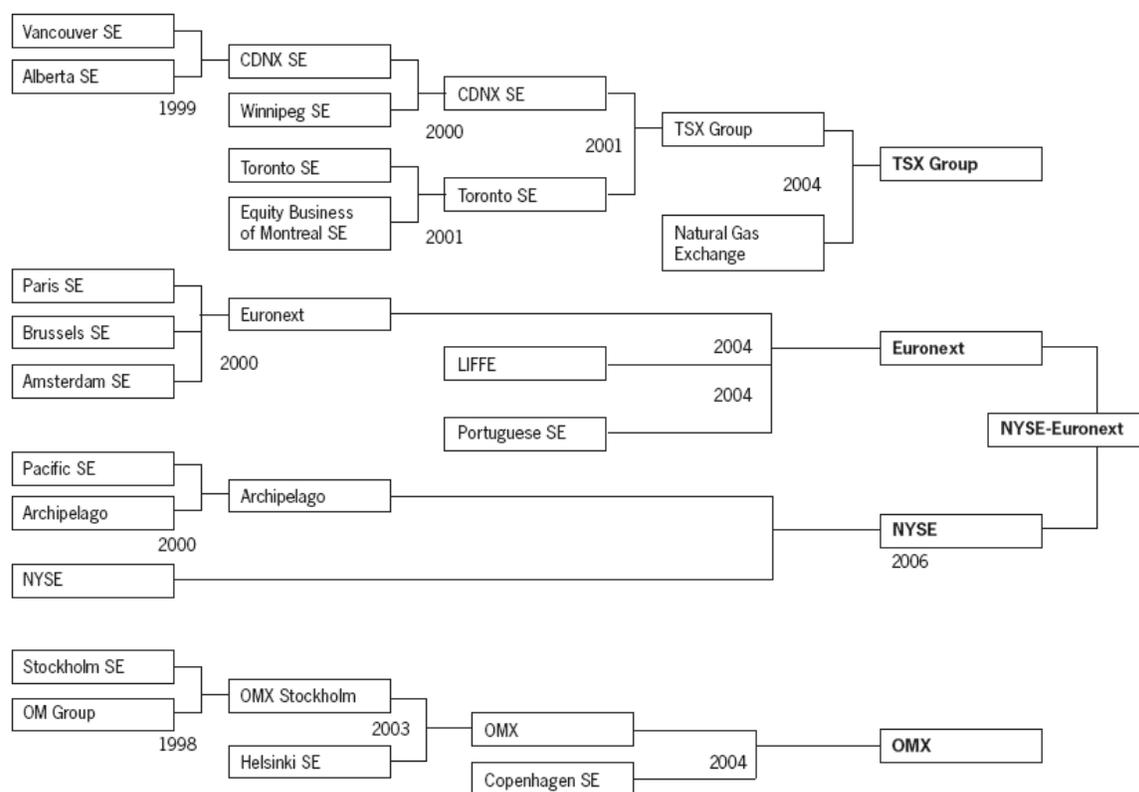
En la tabla 2.2 se presentan tres tipos de integración que se han observado entre bolsas. En el primer lugar, se presenta la integración de todas las bolsas de Canadá; le sigue un bloque de asociaciones regionales para dar origen posteriormente a asociaciones transcontinentales al incluir países europeos y los EEUU. Finalmente, está el bloque formado por Suecia, Dinamarca y Finlandia, que se caracteriza por ser una asociación regional entre países que tienen similitud en aspectos económicos y sociales. La conformación de estos bloques ha llevado a plantear a algunos estudiosos sobre las consecuencias de las agresivas prácticas de competencia en los mercados bursátiles internacional, así como agresivas estrategias de precios y tarifas, lo que les podría generar problemas financieros y, en consecuencia, su eventual quiebra. (Marek y Haiss, 2008). En realidad esto es difícil de que ocurra, ya que si los ingresos obtenidos no son suficientes para cubrir los costos actuales, o se reducen estos últimos o se busca el incrementar ingresos por medio de la expansión a otros mercados para sumar más

participantes o a través del incremento de tarifas. Finalmente si no es rentable prestar un servicio ya que otra empresa o bolsa es más competitiva, si podría llegar a cerrar, pero no se observa que esto pueda generar un quebranto para los participantes.

Las estrategias de asociaciones, fusiones y adquisiciones de bolsas iniciadas en América del Norte y Europa, se ha extendido a Asia y Medio Oriente, particularmente en la península arábiga. Como ya se comentó, la desmutualización, primero y, posteriormente, la integración de bolsas ha tenido como principal objetivo elevar el rendimiento de estas sociedades al convertirse en empresas públicas y reducir sus costos mediante las economías de escala y sinergias en diversos aspectos de la operación del negocio.

Tabla 2.2

Los tres esquemas básicos de asociación entre bolsas



Fuente: Aggarwal, 2005.

En el caso concreto de Europa, la reducción de las utilidades como consecuencia de la *comoditización*²⁵ de productos financieros denominados en euros ha inducido y estimulado la integración de las bolsas como una estrategia para reducir los costos de transacción, así como los administrativos como consecuencia de la integración, a la vez de diversificar productos y servicios y estandarizados incluso en prácticas y normas bursátiles a nivel internacional.

Es importante señalar que existen grandes diferencias entre una integración de bolsas en un mismo país, como la registrada en los mercados españoles a principios de siglo XXI, y la integración entre bolsas de derivados con bolsas de contado, como la realizada en Canadá, descrita en la tabla 2.2, o la del caso brasileño registrada en 2008. En este último caso, se integró la bolsa de derivados (Bolsa de Mercaderías y Futuros-BM&F) con la de contado (Bovespa).

No menos importante es el incremento extraordinario de la liquidez que se genera con la integración de las bolsas, tanto a nivel local como regional. La ola de fusiones y adquisiciones en los años recientes, ha conducido a integrar hasta 9 bolsas pertenecientes a un mismo grupo, ya sea adicionando o creado nuevas subsidiarias para penetrar en nuevos segmentos del mercado bursátil (Burghardt, 2010).

Tabla 2.3

Operatividad en derivados en principales grupos bursátiles
Volumen operado (expresado en contratos)

Grupo Bursátil	Volumen en 2011
CME Group	3,386,986,678
Deutsche Borse (Eurex)	2,821,502,018
NYSE Euronext	2,283,472,810
BM&F Bovespa	1,500,444,003
Nasdaq OMX	1,295,641,151
CBOE Group	1,216,922,087
Commodity Exchange of India	1,196,322,051
Intercontinental Exchange	381,097,787
Australian Stock Exchange	225,353,623

Fuente: Will Acworth, 2012

²⁵ Bienes (productos o servicios) que a la vista del consumidor han perdido atributos únicos para convertirse en productos estándar.

La tabla 2.3 muestra que CME Group es el mercado de derivados más grande, según el número de contratos operados, con 3.38 miles de millones de contratos de derivados negociados en 2011, en segundo lugar se encuentra el mercado liderado por la Bolsa Alemana, en tercer lugar está el grupo comandado por NYSE-Euronext. En este último caso, ese posicionamiento que ha logrado alcanzar en el mercado de derivados, un grupo originariamente dedicado al mercado de capitales, se da como consecuencia de la asociación-adquisición varias bolsas, como se muestra en las tablas 2.4 y 2.6.

Resultado de los acuerdos de fusión y adquisición de bolsas, se han creado bloques multi-regionales como se puede mostrar esquemáticamente en las tablas 2.4, 2.5, 2.6 y 2.7. Estos bloques se han conformado a lo largo de los últimos 15 años, pero obsérvese que en el último quinquenio es cuando se han concretado las más grandes transacciones entre grupos económicos muy fuertes.

Tabla 2.4
Algunos ejemplos de integración por bloques multi-regionales

 Francia Bélgica Holanda Portugal LIFFE (80%)	 Alemania Suiza Derivados 	  Noruega Suecia Dinamarca Finlandia Estados Bálticos 	 		
 + 	 INTERNATIONAL SECURITIES EXCHANGE	 Chicago Mercantile Exchange  NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE 	 PHILADELPHIA STOCK EXCHANGE + 	 + 	
					

Fuente: Cuadro propio con datos de las bolsas.

El caso de NYSE Euronext y NASDAQ OMX, son claramente los que han involucrado el mayor número de acuerdos de fusión y adquisición entre bolsas, sumando 9 y 14 bolsas respectivamente que se han sumado a un mismo bloque. En estos grupos como se ha dicho se ha permitido el sumar derivados a la canasta de productos ofrecidos al mercado y viceversa, así como activos sobre diferentes regiones, lo que hacen que un mismo grupo tenga oferta de productos globales.

Tabla 2.5
Conformación del Grupo NASDAQ OMX

GRUPO	COMPRADOR	ADQUIRIDO	AÑO DE ADQUISICIÓN
NASDAQ OMX	NASDAQ	BRUT ECN (un ATS)	2004
		Instinet ECN - INET (un ATS)	2005
		OMX	2007
		Bolsa de Boston	2007
		Bolsa de Filadelfia	2008
		Filadelfia Board of Trade (Derivados)	2008
		Nord Pool (Derivados)	2010
		Bolsa de Tallin (Estonia)	2010
		OM (Estocolmo) + HEX (Helsinki) = OMX	2003
		HEX	Mercado de Opciones de Finlandia
	Bolsa de Tallin (Estonia)		2001
	Bolsa de Riga (Latvia)		2002
	OMX	Bolsa de Vilnius (Lituania)	2004
		Bolsa de Copenhague	2005
		Bolsa de Islandia	2006
Bolsa de Oslo		2006	
Bolsa de Armenia		2007	

Fuente: Cuadro propio con datos de NASDAQ OMX, "NASDAQ OMX Corporate Timeline", <http://www.nasdaqomx.com/aboutus/timeline/>, consultado el 27 de mayo de 2012

Tabla 2.6
Conformación del Grupo NYSE Euronext

GRUPO	COMPRADOR	ADQUIRIDO	AÑO DE ADQUISICIÓN
NYSE Euronext	NYSE	Euronext	2002
		Archipelago	2007
		Arca	2007
		American Stock Exchange	2008
	Euronext	Bolsa de Paris	2000
		Bolsa de Amsterdam	2000
		Bolsa de Bruselas	2000
		Bolsa de Lisboa	2002
		Bolsa de Oporto	2002
		LIFFE (Bolsa de futuros y opciones de Londres)	2002

Fuente: Cuadro propio con datos de NYSE Euronext, "History", <http://www.nyx.com/who-we-are/history>, Consultado el 27 de mayo de 2012

Tabla 2.7
Conformación del Grupo CME

GRUPO	COMPRADOR	ADQUIRIDO	AÑO DE ADQUISICIÓN
CME Group	CME	CBOT (Chicago Board of Trade)	2007
		NYMEX (New York Mercantile Exchange)	2008
	NYMEX	COMEX (Commodities Exchange)	1994

Fuente: Cuadro propio con datos de CME Group, "Timeline of Achievements", <http://www.cmegroup.com/company/history/timeline-of-achievements.html>

No obstante el tamaño de los bloques que aquí se han descrito, el 9 de febrero de 2011 se dieron a conocer dos acuerdos de tentativa de fusión, el primero de ellos para fusionar a NYSE Euronext con Deutsche Börse y el segundo para fusionar a London Stock Exchange Group con Toronto Stock Exchange Group (TSX), ambos acuerdos de mega fusión fueron ampliamente analizados por las autoridades de los países en cuestión y finalmente ambos acuerdos, después de diversas gestiones no fueron aprobados por atender contra los intereses de soberanía de cada una de las naciones en cuestión y considerárseles activos estratégicos de cada una de esas economías. Es de llamar la atención que se haya llegado a esa conclusión bajo el entorno de economías de mercado en la que se encuentran inmersas. A pesar de no haberse podido concretar estas operaciones, se considera relevante para efectos de mostrar la magnitud de lo que hubieran significado tales acuerdos de fusión.

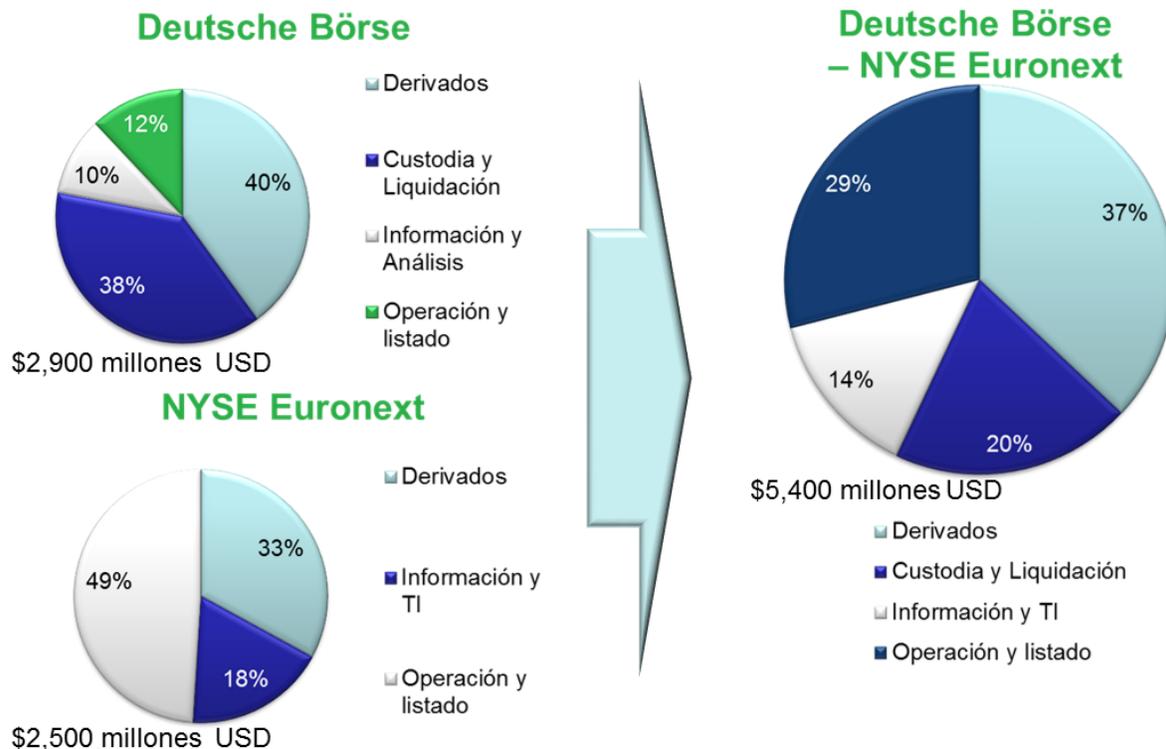
En el acuerdo de la potencial fusión entre NYSE Euronext – Deutsche Börse ambas bolsas dieron a conocer que de llevarse a cabo, se hubiera convertido en la bolsa con la mayor capitalización de mercado de empresas listadas, esto es tamaño por valor de empresas listadas, y la Bolsa de mayor valor de capitalización, es decir, la bolsa de mayor valor como empresa medida respecto a sus pares.

Adicionalmente, se hubiera convertido en la bolsa más grande de derivados por volumen operado. (1er lugar en opciones y 2° lugar en futuros). Con capacidad de compensación y liquidación en ambos lados del Atlántico (contado y derivados), con infraestructura para aprovechar los cambios regulatorios en el mercado OTC, y en el principal administrador de riesgos. Las sinergias estimadas por ellos producto de la fusión,

sumaba 300 millones de euros, fundamentalmente por economías de escala en tecnología, así como en la operación del negocio. Importante destacar que el fusionado hubiera sido NYSE Euronext.

Tabla 2.8
**Conformación potencial de ingresos de haberse llevado a cabo la fusión
 Deutsche Börse con NYSE-Euronext.**

Composición de ingresos netos en 2010



Fuente: Cuadro propio con datos de los comunicados de ambas bolsas.

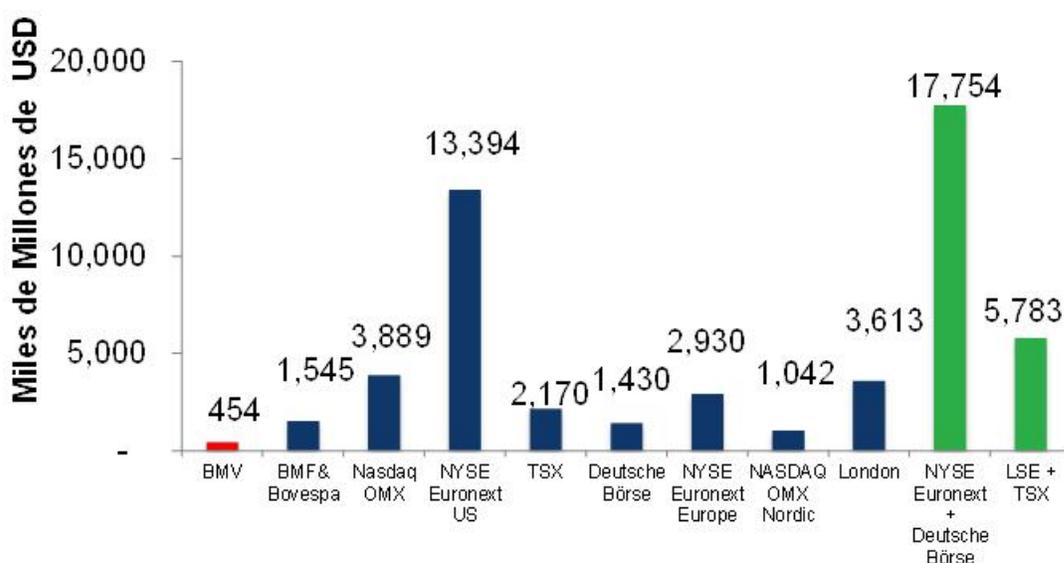
En lo que corresponde a la tentativa de fusión entre London Stock Exchange Group (LSE) y Toronto Stock Exchange Group (TMX) anunciaban un acuerdo entre iguales. Entre los beneficios que se daban a conocer al mercado se encontraban que: se convertirían en la bolsa con el mayor número de empresas listadas (6,707) y sumarían un valor de capitalización como grupo bursátil de 5.8 billones de dólares.

Simultáneamente se convertirían en líderes en número de empresas de recursos naturales, minería, energía y tecnologías limpias, con escala para competir a través de

dual listings entre Londres y Canadá. Las sinergias estimadas sumaban 56 millones de dólares, siendo significativamente menores a las del acuerdo NYSE-DB. No obstante, no mejoraba su posición ante los cambios regulatorios (Dodd-Frank) por la poca importancia de los negocios de liquidación y custodia, no sería líder tecnológico y la combinación de los negocios de derivados no era relevante en la nueva entidad.

Tabla 2.9

**Valor de capitalización de las principales bolsas
según el valor de mercado sus empresas listadas**



Fuente: Cuadro propio con datos de la World Federation of Exchanges / Statistics Dic. 2010

Con datos obtenidos de las estadísticas de la Federación Mundial de Bolsas (*World Federation of Exchanges – WFE*) al cierre de diciembre de 2010. Es decir, un mes y nueve días antes de haberse conocido los acuerdos de intención de fusión entre las bolsas mencionadas, la resultante que se hubiera obtenido en términos del valor colocado en esas bolsas, como suma de las empresas que ahí cotizan, hubieran refrendado una clara dominancia del grupo de NYSE Euronext y Deutsche Börse. En el segundo caso, con la asociación de las bolsas de Londres y de Canadá, se hubieran colocado en el segundo lugar para desbanca a NASDAQ OMX (ver tabla 2.9).

Tabla 2.10

**Valor de capitalización de las principales bolsas
según el valor de mercado al que estas cotizan como empresa en el mercado**



Fuente: Cuadro propio con datos de Bloomberg, consulta al día de que dieron a conocer la noticia (9 de febrero de 2011).

Realizando una consulta el día 9 de febrero del valor de mercado que cada una de las bolsas tenía, producto del valor de su acción como empresa listada y multiplicando este por el número de acciones disponibles de ellas, se obtiene el valor de mercado. Desde esta perspectiva, es también claro que el grupo que eventualmente se iba a formar producto de la fusión entre NYSE Euronext y Deutsche Börse, se colocaría como líder. Obsérvese en la tabla 2.10 que el grupo bursátil con mayor valor a esa fecha lo constituía CME Group.

Cabe señalar que en el intervalo de aprobación de esta asociación-adquisición, NASDAQ OMX e Intercontinental Exchange (ICE) anunciaron una oferta para la compra hostil de Euronext por un monto de 11.3 miles de millones de dólares; oferta que fue rechazada en mayo de 2009. Por su parte, Maple Group anunció en sus planes por adquirir TMX Group (la bolsa de Canadá) con un ofrecimiento de 3.7 miles de millones de dólares. Sin embargo, en junio de ese año, Maple Group abandonó su intención de fusionar TMX Group y London Stock Exchange (LSE). Entre los principales motivos se encuentran las barreras nacionalistas para “entregar” en ambos casos, una entidad considerada un activo estratégico del sistema financiero de estas naciones, además de querer mantener la autonomía del mismo.

Tabla 2.11

Principales adquisiciones completas de Bolsas

Comprador	Origen	Comprado	Origen	Fecha	Monto de la operación (millones de dólares)
CBOE	EEUU	CBOT	EEUU	jul-07	11,648
NYSE	EEUU	Euronext	Holanda	abr-07	10,183
Bovespa	Brasil	Bolsa de Mercaderías & Futuros BM&F	Brasil	may-08	8,975
CME Group	EEUU	NYMEX	EEUU	ago-08	7,909
NASDAQ	EEUU	OMX	Suecia	mar-08	4,003
Deutsche Börse	Alemania	International Securities Exchange (ISE)	EEUU	dic-07	2,811
LSE	Reino Unido	Borsa Italiana	Italia	oct-07	2,617
Bolsa de Hong Kong	Hong Kong	London Metal Exchange	Reino Unido	jun-12	2,150
TSX Group	Canadá	Montreal Exchange	EEUU	may-08	1,070
Intercontinental Exchange	EEUU	NYBOT	EEUU	ene-07	1,066
NYSE	EEUU	Archipelago	EEUU	mar-07	884

Fuente: PWC, Bloomberg

En la tabla 2.11 se muestran las principales adquisiciones completas de bolsas y la fecha en que estas se han llevado a cabo. Destaca que en su mayoría se hicieron en el periodo 2007-2008. Recientemente en 2012 se registró la compra de London Metal Exchange la cual generó mucha controversia ya que esta compra significó pagar 180 veces las utilidades de la LME de 2011²⁶, algo verdaderamente inédito en este tipo de

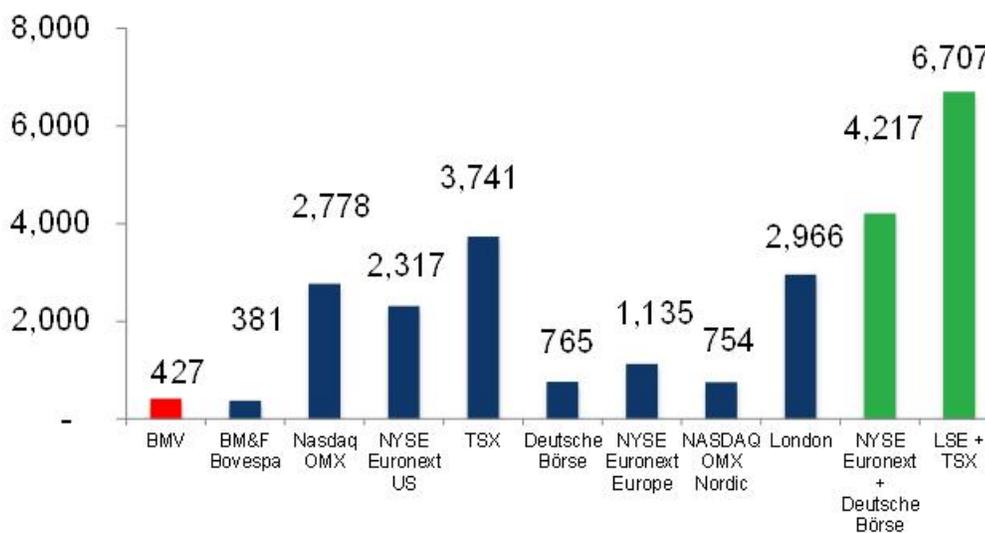
²⁶ <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-17/hong-kong-lme-bid-faces-regulator-as-32-billion-in-deals-killed.html>

adquisiciones de bolsas, siendo la más cara. Tómese en consideración otro tipo de compras parciales de bolsas no se muestran en este cuadro y han ocurrido antes y después de los periodos señalados.

Ante los cambios regulatorios en los EEUU y la Unión Europea, a los que nos hemos referido en el capítulo I, que obligan a que las operaciones de las bolsas de derivados se compensen y liquiden en una contraparte central, todo indica que la tendencia de integración de las bolsas continuará, ya que ésta les permite integrar servicios de compensación y liquidación de operaciones derivadas negociadas en el mercado OTC.

Tabla 2.12

Número de empresas listadas en las principales bolsas



Fuente: Cuadro propio con datos de la World Federation of Exchanges / Statistics Dic. 2010

Con la integración de las bolsas se concentran todos los servicios que se requieren en materia de transacción y post-transacción; en otras palabras, el inversionista del mercado bursátil encuentra en un sólo lugar todos los servicios que implican las operaciones bursátiles. En el marco de estas tendencias, se presume que el proceso de fusiones y adquisiciones de bolsas “entre grandes” tendrá una segunda fase de auge que incluirá las bolsas de los mercados emergentes, esto se puede inferir ante el anuncio hecho en el marco de la asamblea anual de la Federación Mundial de Bolsas (*World*

Federation of Exchanges – WFE) a mediados de octubre de 2011²⁷, en donde las bolsas de los países que conforman el bloque denominado “BRICS” (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) firmaron un acuerdo para ofrecer listado cruzado sobre derivados de los índices accionarios que integran a cada una de esas bolsas y que estarían disponibles hacia el primer trimestre de 2012. Lo anterior, sumado al caso de “MILA” o Mercado Integrado Latinoamericano que se expone en el siguiente punto.

2.4 El proceso de desmutualización en América Latina y la integración de las bolsas de valores y de derivados

Como se pudo ver en la tabla 2.1, las principales bolsas en América Latina han pasado ya por un proceso de desmutualización en fechas paralelas con los mercados desarrollados. Algunas de ellas se han hecho públicas y cotizan en la bolsa y otras han pasado por un proceso de integración como también ya se mencionó el caso de las bolsas brasileñas de valores y de derivados.

En el 2008 se observaron dos tipos de integración en la región, el primero de ellos en mayo de ese año con la asociación entre BM&F y Bovespa, bolsa de derivados y de valores respectivamente, que se ha comentado en el Capítulo II, y se da con motivo de la oferta pública de esa bolsa, así como el caso de la oferta pública de la Bolsa Mexicana de Valores en junio de 2008 que permitió adquirir prácticamente la totalidad del capital social de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados.

Otro tipo de integración corresponde al observado igualmente en la región a principios de noviembre de 2010, en donde las Bolsas de Valores de Colombia, Chile y Perú anunciaron conjuntamente, el lanzamiento del “Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)”. Siete meses después, el 30 de mayo de 2011, anunciaron el inicio de operaciones. El acuerdo celebrado consiste en el *ruteo* recíproco entre los tres mercados: ello implica que las operaciones podrán ser ejecutadas en el mercado donde se encuentre listado el valor en cuestión, bajo las reglas operativas que rijan en dicho mercado.

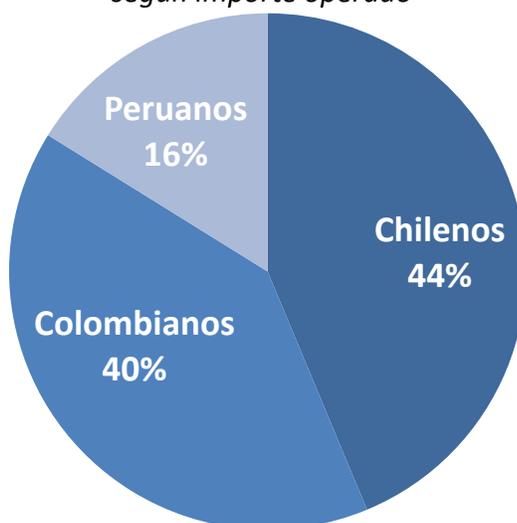
A dos meses de su conformación, los resultados del MILA eran poco significativos, a esa fecha se habían negociado 1.5 millones de acciones en 159 operaciones; se entiende que el proceso es lento, para el cierre de diciembre de 2011 se había registrado

²⁷ WFE, “BRICS exchanges to cross-list benchmark equity index derivatives”, BRICS exchanges to cross-list benchmark equity index derivatives, consultada en mayo de 2012.

un importe total negociado de 15.5 millones de dólares²⁸, de los cuales 7.7 millones de dólares corresponden a valores colombianos, 7.6 millones de dólares a valores chilenos y 0.16 millones de dólares a valores peruanos, los cuales se comparan en la tabla 2.12 para el periodo mayo diciembre de 2011. Con datos al cierre de mayo de 2012 MILA reporta que el importe negociado acumulado asciende a 21 millones de dólares con 907 operaciones. Aun así, es poco tiempo para evaluar su resultado. Estas cifras vale la pena contrastarlas con la operatividad del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) de la Bolsa Mexicana de Valores, así como la comparación del tamaño relativo de MILA visto como bloque en diversos aspectos contra Brasil y México. Ambos aspectos, se analizan con detalle en el Capítulo IV.

Tabla 2.13

Operación en MILA por origen de valor
30 mayo 2011-30 mayo 2012
según importe operado



Fuente: Cuadro propio con datos de MILA News

El 29 de agosto Standard & Poors (S&P), lanzó el S&P MILA 40 el cual es una muestra del índice de las 40 acciones más líquidas de los tres mercados referidos, siendo 22 de Chile, 6 de Perú, 12 de Colombia. El lanzamiento de este índice viene a dar argumentos mayores de competencia con otros mercados al poderlo comparar con otros

²⁸ MILA News, Noticias de los mercados de MILA, Enero 2012/N.3, <http://mercadointegrado.com/>

índices de mercados emergentes y al que eventualmente inversionistas del exterior acudan a ese mercado.

Una pregunta obligada es ¿Porqué México no figura en este esfuerzo de integración y en todo caso porqué no lideró este proceso? Para encontrar más detalles consultar los Capítulos IV y V.

CAPÍTULO III LA NUEVA ARQUITECTURA DEL MERCADO BURSÁTIL

La desmutualización e integración regional de las bolsas de valores, como parte del proceso de globalización de los sistemas financieros locales, ha reconfigurado por sí misma la actividad bursátil ante el hecho de que las bolsas compiten entre sí de una forma cada vez más agresiva para acaparar más mercado. Paralelamente los gobiernos de los EEUU y la Unión Europea han modificado los marcos regulatorios de sus mercados accionarios, tendientes a fomentar mayor competencia y liquidez en donde se da cabida al surgimiento de mecanismos alternos de operación, a las que se les faculta registrar operaciones del mercado accionario, con la misma validez y reconocimiento al de las bolsas de valores tradicionales.

Al existir más plataformas de negociación en esas regiones ante los cambios regulatorios, se ha tenido como consecuencia la fragmentación de los mercados, generando ante ambos efectos (integración y adición de nuevas plataformas alternas de operación) el que actualmente se observe una nueva arquitectura y composición de los mercados de capitales en ambas regiones y ante el poder económico e influencia que tienen en el sistema financiero internacional (incluidos los lineamientos en materia regulatoria y de supervisión), el tema tratado se convierte en materia de estudio.

Si bien los cambios en los marcos regulatorios de los mercados financieros de los EEUU y la Unión Europea que a continuación se analizan, apenas van a cumplir un quinquenio de vigencia, es evidente que el dinamismo del proceso de integración de las principales bolsas de valores y la transformación radical de la estructura y operación del mercado bursátil a nivel mundial son el resultado de ambos ingredientes. No obstante, estos efectos han sido poco estudiados; se han realizado análisis aislados de algunos aspectos de estos fenómenos, pero se carece de una visión integral que nos permita derivar hipótesis y tendencia para el caso del mercado de bursátil mexicano.

3.1. Revolución tecnológica en el mercado bursátil

La evolución reciente de los mercados bursátiles ha sido posible por el acompañamiento y uso intensivo de tecnologías de información, lo que ha causado una revolución en la industria, para transformarla de raíz, dando origen en algunos casos como se ha visto en el capítulo anterior, a cambios regulatorios y operativos que han surgido ante prácticas que algunos participantes han incorporado al mercado antes de la

existencia de la regulación misma, ya que lo han visto como una nueva forma de competir, en donde autoridades y bolsas, en algunos casos, han tenido que actuar de manera reactiva y no proactiva, al reconocer estas prácticas y nuevas mecánicas operativas.

Uno de los principales motivos tiene su origen en los grandes inversionistas institucionales, que ante el volumen de recursos que manejan, desean hacer más eficiente su operación al acceder directamente al mercado²⁹ que por tradición ha estado restringido a los intermediarios o miembros de una bolsa³⁰ y ahora pugnan por poder participar en forma directa. Como se ha dicho, por su importancia y ser el lado comprador natural (*buy-side*) su poder de negociación es aplastante. La solución que se les ha dado por parte de las bolsas es el Acceso Directo al Mercado o *Direct Market Access* (DMA), lo cual les permite administrar su intervención en el mercado y reducir costos³¹ al acotar y eventualmente eliminar el paso de una orden a través de un intermediario y en donde usualmente debe de contar con el patrocinio de este último.

Asimismo, los operadores por cuenta propia, como lo pueden ser los inversionistas institucionales, han desarrollado algoritmos que permiten enviar órdenes al mercado sin la intervención humana para fragmentar grandes operaciones y que con ello no impacten en el precio de una acción o un grupo de activos determinados en los que se incluyen los derivados, cuidando cantidad, precio y tiempo en la que estas órdenes son ruteadas al mercado. Un ejemplo que pudiera ilustrar esto ante la estrategia de hacerse de una posición de una canasta de acciones, es que cada vez que se realice un hecho en el mercado, se instruya en forma automatizada el envío de una orden al último hecho por el mismo volumen que se acaba de intercambiar. A esta actividad en donde se programa el envío y ejecución de órdenes en forma automatizada se le conoce como *Algorithmic Trading*³², también suele denominárseles cajas negras o *black boxes*.

²⁹ Me refiero en este caso a los mercados organizados, bolsas.

³⁰ Consultar el capítulo que habla de la desmutualización y como las bolsas se concebían como clubes privados.

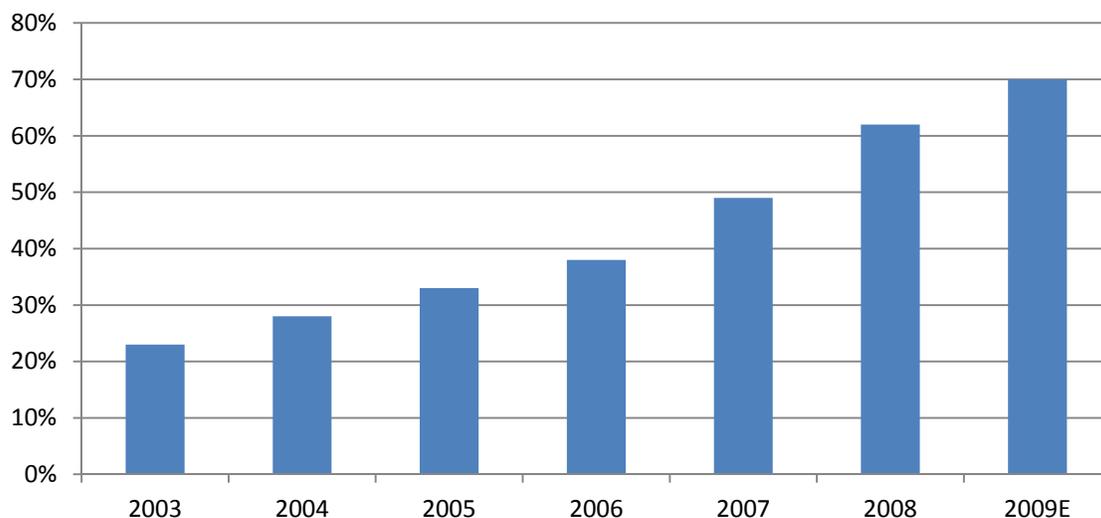
³¹ De acuerdo con "The TRADE Annual Algorithmic Trading Survey 2011" la razón número uno que dan los encuestados para usar Algorithmic Trading es la facilidad de usarlos con 39.2%, la segunda razón es la productividad para operar con 37.3% de las respuestas y el costo representa el 23.5%.

³² En la jerga financiera también se le conoce como: *black-box trading*, *automated trading* o *robo-trading*. No confundir con *Program Trading*.

El crecimiento que ha mostrado la operación con algoritmos, de acuerdo con Aite Group ha aumentado de manera sustancial para el mercado accionario de los EEUU, según se muestra en la tabla 3.1.

Tabla 3.1

Crecimiento de operaciones de alta frecuencia
Según volumen promedio diario negociado



Fuente: Aite Group

Dentro de esta modalidad de operación existen modelos más sofisticados que se alimentan con diversos insumos del mercado en tiempo real. Ante el volumen de información y rapidez con la que debe ser procesada, el ser humano es incapaz de hacerlo, de tal forma que han programado “robots” que mediante el uso de un algoritmo se les delega la toma de decisiones, como puede ser el momento para entrar o salir del mercado, calcular precios de compra y venta basados en sus modelos matemáticos, enviando igualmente al mercado instrucciones automatizadas que permite aprovechar oportunidades instantáneas en el mercado.

La complejidad se vuelve mayor cuando simultáneamente operan en diversos mercados donde se cotizan productos iguales, o bien operan en forma sincronizada la compra en el contado y la venta en el derivado o viceversa.

Las alternativas pueden ser tan rebuscadas como se quiera, a efecto de aprovechar oportunidades de arbitraje³³ ante el movimiento en variables como lo puede ser: la variación en puntos de un índice, el precio de una acción, la variación de una divisa, movimientos en la tasa de interés en el mercado secundario, la correlación entre dos acciones o activos, incluso hasta el análisis automatizado de un reporte o noticia que se dé a conocer al mercado. La cantidad de insumos y análisis de información puede ser tan basta como se desee, siempre y cuando las decisiones que esté tomando la máquina le permitan certeras y ágiles decisiones en el actuar en el mercado. A esta modalidad de *Algorithmic Trading* se le conoce *High Frequency Trading (HFT)* y en esencia no es una estrategia por sí misma, sino una herramienta para sacar provecho de la liquidez del mercado y detectar instantáneamente las imperfecciones de este, donde el móvil más importante es la rapidez.

De acuerdo con Brogaard (2010) los operadores de alta frecuencia actúan con pequeños montos que van de 1,000 a 4,999 dólares y constituyen un elemento valioso para el descubrimiento de precios dada la información que analizan, en donde en el 45% de las ocasiones, según su estudio realizado³⁴, proveen las mejores cotizaciones. De esta forma, la detección de liquidez de precios para buscar grandes órdenes ocultas, se realiza con pequeños volúmenes enviados al mercado para identificarlos.

Asimismo, de acuerdo a los datos que da a conocer semanalmente la bolsa de Nueva York (NYSE), durante la última semana de julio de 2012³⁵, 27.3% del volumen negociado en esa bolsa correspondió a *Program Trading*. No obstante, en el transcurso del mismo año alcanzó a representar en la tercer semana de junio el 46% del volumen total mediante esta modalidad. Mientras tanto, para el caso mexicano, de los datos públicos que se disponen en el informe anual 2011 de la BMV, el importe operado vía *Program Trading* representó el 29.4%³⁶ del total del mercado de capitales, mientras que

³³ Arbitraje estadístico, se le conoce como (StatArb).

³⁴ Sobre una muestra de 120 acciones cotizadas en la bolsa de NASDAQ para los periodos completos de 2008, 2009 y la última semana de 2010.

³⁵ Comunicados de prensa NYSE, <http://www.nyse.com/press/1343901611240.html> y <http://www.nyse.com/press/1340877620045.html> consultado el 6 de agosto de 2012.

³⁶ http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/_vtp/BMV/12bf_relacion_con_inversionistas/_rid/223/_mto/3/BMV_INFORME_ANUAL_2012.pdf

en 2010 logró alcanzar 25.4% del importe total de ese mismo mercado. Lo que muestra una tendencia muy semejante en el mercado local con respecto del mercado de capitales más líquido del mundo.

Simultáneamente esta mecánica de negociación provee jugosas ganancias, como se dio a conocer que el administrador de fondos de *Renaissance Technologies Corp*, Jim Simons ganó 2,500 millones de dólares en 2008 por utilizar la operación de alta frecuencia (Aldridge, 2010). Como se entenderá, lo complejo no nada más es que el modelo esté bien calibrado y tenga éxito en las decisiones que se tomen, la rapidez y demanda tecnología no sólo se centra en el procesamiento de información, también lo requiere en cada eslabón de la cadena, incluidas las líneas de comunicación, sea sumamente ágil a efectos de hacer llegar en tiempo y forma la orden al mercado.

La estrategia de algunos participantes descrita con anterioridad ha demandado servicios conocidos como *co-location*, ya que en adición buscan estar lo más próximos que se pueda al motor central de negociación de una bolsa, a efectos de llevar al mínimo posible los tiempos en los enlaces de comunicación (*ultra low-latency*), mediante enlaces de fibra óptica y contados metros de distancia entre sus equipos y los de la bolsa. Para ello las mismas bolsas han encontrado una nueva modalidad de negocio al alojar en sus sitios o los aprobados por ellos, servidores de estos participantes donde residen los modelos de HFT³⁷, cobrando por este servicio o tipo de acceso preferente al mercado.

Sin duda esto representa una ventaja competitiva para estos participantes quienes han buscado de origen acortar los tiempos en lo que a su tecnología se refiere e incluso a la tecnología provista por las bolsas, en donde para este último caso se ha vuelto una práctica internacional, al ofrecerles a cambio de una cuota, tiempos de respuesta por debajo del ofrecido al grueso de los participantes, de tal forma que sí hay segmentación de los participantes, como ocurre en cualquier industria o negocio en donde hay clientes mayoritarios a los que se les ofrece precios preferenciales y un acceso o ventanilla distinta.

³⁷ A estos modelos que igualmente se les conoce como "cajas negras" o *black boxes* donde residen los algoritmos, al ser modelos cerrados que constituyen la esencia de la estrategia de este tipo de operadores.

La incesante demanda tecnológica no concluye ahí, ya que por simple intuición se puede entender que si un grupo considerable de participantes utilizan estos modelos de ruteo de órdenes al mercado, el cuello de botella podría ser la bolsa si no se procesan con la oportunidad deseada. Es así como en la actualidad las bolsas han tenido una carrera interminable para ver quién tiene el motor central de negociación más rápido del mundo, que atiende a la demanda de estos participantes altamente sofisticados.

Para dar mayor contexto al punto anterior, pongamos un ejemplo aplicable al mercado de derivados mexicano (MexDer) en donde uno de estos participantes está cotizando a lo largo de toda la curva de volatilidad de una opción (*Volatility Smile*)³⁸ sobre una acción o un índice, por ejemplo sobre el IPC de la BMV en donde el participante está cotizando la opción “en el dinero” *at the money*³⁹, y cinco pujas o niveles por arriba y debajo de ese precio, lo que hace que se tengan 11 cotizaciones, si está participando en la opción de compra y de venta (*call* y *put* respectivamente) habría que multiplicarlo por dos, y si en adición se está participando en los cuatro vencimientos trimestrales (marzo, junio, septiembre y diciembre) habría que multiplicarlo por cuatro. Es decir, bajo este ejemplo un participante enviaría al mercado 88 cotizaciones simultáneas sólo para la opción del IPC, lo que ante un movimiento determinado en los insumos del algoritmo, por ejemplo si se da una variación de un punto en el IPC, significará el retiro de 88 posturas, el cálculo y reenvío de 88 órdenes nuevamente al mercado, lo que implica el procesamiento de dicha información. Con este simple ejemplo, ahora pensemos en la demanda tecnológica que pueda atender lo que ocurre en mercados desarrollados con gran liquidez y una base robusta de participantes.

Esto no sólo implica el procesamiento de esas órdenes, sino también la redistribución de esa información al mercado en tiempo real, tanto en sistemas propietarios de la bolsa como los de los distintos *vendors*⁴⁰ nacionales e internacionales que se dedican a difundirla al público inversionista. Sin olvidar que los intermediarios

³⁸ Así se le conoce dado que si grafica la volatilidad implícita de cada precio de ejercicio, asemejan una sonrisa, ligeramente inclinada.

³⁹ Cuando el precio de ejercicio de una opción es igual al valor del subyacente de la misma.

⁴⁰ Como lo pueden ser en el ámbito internacional: Bloomberg, Thomson Reuters y otros más, y en el ámbito local: Infosel, Finsat y SiBolsa.

deben de ser capaces de procesar esta información aunque no sean posturas de ellos, de no hacerlo actuarían ciegos en el mercado.

TABLA 3.2

Latencia en principales plataformas de negociación

Plataforma	Latencia
SIX, Swiss Exchange	37 μ s
BMV	90 μ s
Bolsa de Singapur	90 μ s
NASDAQ	100 μ s
LSE	125 μ s
NYSE	150 μ s

Fuente: BMV, Comunicado de Prensa del 19 de octubre de 2012 y SIX Swiss Exchange.

Una vez expuesto lo anterior, igual puede entenderse fácilmente que el móvil que en gran medida ha desatado también la integración entre bolsas, atiende a aprovechar sinergias, economías de escala y de alcance, en materia tecnológica, ya que lo desarrollado para una puede servir para varias. Más aún cuando estas inversiones son cuantiosas, como la que dio a conocer públicamente la Bolsa de Singapur⁴¹ en agosto de 2011 al anunciar que su nuevo motor central de negociación denominado “Reach” tendría un costo de 250 millones de dólares para convertirlo en el más rápido a nivel mundial con una latencia de 90 microsegundos.

México no está excluido de este contexto, ya que de acuerdo con el informe anual 2011 de la Bolsa Mexicana de Valores, dio a conocer que la inversión que ha realizado en el nuevo motor central de negociación es de 171 millones de pesos⁴², encontrándose en su etapa final de desarrollo para liberarse en 2012.

⁴¹ Comunicado de prensa del 16 de agosto de 2011 de esa Bolsa, consultado en www.sgx.com
http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/sgx_en/home/highlights/news_releases/news+update+sgxs+reach+trading+engine+goes+live

⁴²http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/_vtp/BMV/12bf_relacion_con_inversionistas/_rid/223/_mto/3/BMV_INFORME_ANUAL_2012.pdf

Como hemos visto, la industria bursátil actualmente está enfocada en los siguientes aspectos tecnológicos:

- Baja latencia (*ultra low-latency*)⁴³
- Oportunidades de arbitraje
- Conexiones de *blackboxes* en sitio (*co-location*)
- Mecánicas operativas.

Ante esto, la industria bursátil en su conjunto (valores y derivados) utiliza cada vez en forma más intensiva las tecnologías de información. El mercado mexicano no está ajeno a ello por lo comentado con anterioridad.

Es evidente que la aplicación de las innovaciones tecnológicas en el área de información y comunicación en los mercados financieros, está directamente vinculada al crecimiento y surgimiento de nuevos productos y servicios financieros en general, y de derivados en particular. Asimismo, estas nuevas tecnologías han desempeñado un papel fundamental en la eliminación de las barreras geográficas entre los mercados financieros locales e internacionales. Y, en consecuencia, han contribuido al incremento de la liquidez y a la integración y globalización de los mercados bursátiles y financieros en su conjunto, a nivel mundial (Sidaoui, 2008).

Michie (2010) señala que en los últimos 50 años las bolsas han sufrido una profunda transformación con la evolución en las telecomunicaciones y las tecnologías de información, pero al mismo tiempo durante el periodo ha cambiado el rol que juegan estas entidades en las economías, toda vez que han dejado de ser el lugar físico donde se encuentran compradores y vendedores, y ha ocupado ahora un terreno virtual que se ubica entre el actuar del libre mercado y la regulación que impera para ellos. Asimismo, el rol básico de ejecución de ofertas de compra y venta gradualmente se ha tornado indirecto, debido a que la actividad económica ha sido controlada por grandes corporativos económico-financieros que internalizan sus operaciones financieras⁴⁴. No obstante estos cambios, se considera que las bolsas otorgan cierto grado de certeza a los

⁴³ Actualmente se habla de tiempos de respuesta de los motores centrales de negociación de las bolsas en microsegundos

⁴⁴ En este caso, el término internalizar se refiere al hecho de que las grandes compañías cuentan con recursos financieros propios que movilizan de unas unidades a otras. Por ejemplo, la retención de utilidades aunada a una estrategia fiscal que les permita tener una ventaja adicional o paralela; de tal forma que le permita minimizar la necesidad de acudir al mercado para obtener recursos.

inversionistas porque siguen cumpliendo la función de negociación y descubrimiento de precios (Michie, 2010).

3.2. Transformaciones al marco regulatorio de los mercados accionarios y de derivados de Estados Unidos de Norteamérica y de la Unión Europea

El conjunto de regulaciones que enmarcan una actividad en la economía requiere de la revisión constante para que esta se dé en un ambiente que procure los intereses de los distintos actores económicos que en ella participan, más aún cuando esa actividad se ve afectada por elementos que promueven su desarrollo, crecimiento e innovación, como lo es el caso de la incorporación e intensificación del uso de las tecnologías como lo hemos visto anteriormente.

En este contexto, las actividades financieras a nivel global se han visto caracterizadas por una expansión y transformación de los servicios que ahí se prestan al permitir que todo se haya en forma electrónica y en donde la técnica puesta al servicio de la rentabilidad de las instituciones y participantes en su conjunto avanza a un paso más acelerado que la capacidad de adecuar los marcos y con ello la supervisión de las actividades financieras y en particular las bursátiles.

3.2.1 Cambios recientes al marco regulatorio de los mercados accionarios

En febrero de 1971 inició operaciones NASDAQ (*National Association of Securities Dealers*)⁴⁵ como resultado de un estudio de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) instruido por el Congreso de los EEUU a efectos de aglutinar y transparentar los mercados de capitales extrabursátiles (*OTC*) y no regulados en aquel país hasta ese momento. La autoridad propuso la automatización de ese mercado, sumando en su inicio más de 2,500 valores. Es así como surge esta bolsa originariamente alternativa a la Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange – NYSE) como un modelo disruptivo que 40 años de su creación, vino a revolucionar la industria bursátil en muchos aspectos, como lo fue el ser la primer bolsa electrónica en el mundo, la primera en permitir negociación a través de internet, el caracterizarse por su flexibilidad al incluir a empresas de mediana capitalización al dar cabida a las empresas tecnológicas ante el *boom* de internet y tecnológico al ver pasar a empresas como Intel, Microsoft, Apple, Cisco, Oracle, Dell en

⁴⁵ Fundada por la *National Association of Securities Dealers (NASD)*.

donde levantaron capital para financiar su crecimiento y hoy se ubica entre las bolsas más importantes del mundo.

En esta bolsa se ha hecho patente el que la industria bursátil ha dado cabida a innovaciones tecnológicas y operativas para ampliar su penetración en el mercado local, para a partir de éste, conquistar los mercados internacionales.

El antecedente de los cambios regulatorios que analizaremos y que dan origen a la fragmentación del mercado de capitales americano lo constituye la Regla 390⁴⁶, que entró en vigor en enero de 1977, derogando parte de las establecidas en la Ley de 1934. Ante el cambio mencionado se gestaron serios problemas en la fragmentación del mercado accionario de ese país, ya que como resultado de ella gran cantidad de valores que calificaban para ser incluidos en NASDAQ, la operación se dispersó entre diversas plataformas de negociación, en donde para septiembre de 2000 existían en promedio 59 formadores de mercado de las principales acciones registradas en ese mercado y en promedio 13 formadores de mercado por cada valor ahí cotizado. En adición, para esa fecha existían ocho *Electronic Communication Networks (ECNs)*⁴⁷ o redes de comunicación electrónica que operaban el 25.8% del volumen de NASDAQ, mientras tanto, en el caso de las acciones listadas en la bolsa de Nueva York (NYSE), ésta mantenía el 83.3% de la operación a esa fecha.

La eliminación de la regla 390 permitió a los intermediarios de acciones el llevar a cabo transacciones en cualquier mercado de los EEUU, fuera en una bolsa distinta a la bolsa de Nueva York (NYSE), actuando incluso como formadores de mercado, en el mercado OTC o mediante la internalización en el intermediario –cruzando las órdenes de compradores y vendedores al interior del intermediario, sin la necesidad de llevarlas o exponerlas en primer instancia al piso de remates de NYSE, o el que los especialistas que ahí operaban tomaran una porción de esas órdenes, o tener aprobación alguna de esa bolsa, como hasta ese entonces imperaba con la aplicación de esa norma. De esta manera existían restricciones y contradicciones para competir en forma equilibrada.

⁴⁶ Los cambios a la regulación se le denominó "*Plan for the purpose of creating and operating an Intermarket Communications Linkage Pursuant to Section IIA(c) (3) (b) of the Securities Exchange Act of 1934*", publicada el 14 de abril de 1978.

⁴⁷ Fueron aprobadas por la SEC en enero de 1997, aunque la primera de ellas inició operaciones en 1969 al ofrecer operación automatizada.

No obstante la presión existente por los miembros de esa bolsa fue grande ante el poder económico que ellos tenían y la a forma en la que se veían afectados sus intereses gestionaron lo necesario para mantenerla o en su caso que continuara un esquema preferencial de comisiones que había imperado hasta aquel entonces para ellos.

Esta modificación que parece menor, implicó con su entrada en vigor el 2 de enero de 1977, el modificar uno de los dos principios básicos establecidos en el acta constitutiva de esa bolsa en mayo de 1792, el cual se refería a dar preferencia a los miembros en la negociación y atraer todo el flujo sobre valores listados (Geyer, 1978).

Entre uno de los objetivos entre los que visualizó la autoridad es que con ello se promovería, la proliferación de más intermediarios en la negociación de acciones listadas.

En este contexto NYSE fue uno de los principales impulsores de la eliminación de la Regla 390 en 1999⁴⁸, ante el argumento de que se estaba perdiendo o mermando una de las principales virtudes y funciones que brinda una bolsa al Sistema Financiero, como lo es el descubrimiento de precios bajo un ambiente ordenado y transparente.

Como resultado de estas gestiones, el 17 de noviembre de 2000 la SEC publicó la “11 Act 1-5” conocida también como “Rule 605”⁴⁹ o “dash 5”⁵⁰, y la “11 Act 1-6”⁵¹, identificada como la “Rule 606” o “dash 6” que derogaban la “Rule 390” y modificaban aspectos de la Ley de 1934 para reglamentar la información de la ejecución de órdenes y la información del ruteo de órdenes en el mercado accionario de los EEUU, respectivamente.⁵²

⁴⁸ SEC, Order Approving Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390” <http://www.sec.gov/rules/sro/ny9948o.htm>, consultada el 31 de mayo de 2012.

⁴⁹ FINRA, “SEC Rule 605” <http://www.finra.org/industry/regulation/guidance/secrule605/>, consultada el 31 de mayo de 2012.

⁵⁰ SEC, “Frequently Asked Questions About Rule 11Ac1-6”, <http://www.sec.gov/interps/legal/mrslb13a.htm>, consultada el 30 de mayo de 2012.

⁵¹ SEC, “Frequently Asked Questions About Rule 11Ac1-6”, <http://www.sec.gov/interps/legal/mrslb13a.htm>, consultada el 30 de mayo de 2012

⁵² SEC, “Frequently Asked Questions About Rule 11Ac1-5” <http://www.sec.gov/interps/legal/slbim12a.htm>, consultada el 30 de mayo de 2012

La *Rule 605* estableció a las plataformas de negociación accionarias de los EEUU el hacer pública de forma mensual reportes estadísticos que mostraran las medidas de calidad de la ejecución de las órdenes en cada una de esas plataformas. Por su parte, la *Rule 606* requirió a todos los intermediarios (*broker dealers*) que envíen órdenes sobre acciones o sobre contratos de opción sobre acciones, a reportar trimestralmente sus prácticas de ruteo identificando en ellas las plataformas⁵³ a las cuales fueron enviadas las órdenes de sus clientes.

Lo anterior sentó las bases para que el público inversionista pudiera conocer mayores detalles de las prácticas de los intermediarios en los que confiaban sus recursos y fue perfeccionándose con el paso del tiempo. Modificaciones posteriores en el 2005 y 2007, dieron cabida a la denominada *Regulation National Market System* (Reg NMS)⁵⁴, que promueve mayores detalles en las reglas para la protección de órdenes, incorpora reglas de acceso no discriminatorio, y una mejor armonización de precios entre distintas plataformas al incorporar reglas relativas en las variaciones mínimas en el precio de las cotizaciones de una acción, correspondientes a un centavo⁵⁵ a efectos de promover mayor consistencia y transparencia en los precios.

La Regulación *NMS*, incluye los siguientes aspectos:

- 601-Diseminación de reportes de transacción
- 602-Diseminación de cotizaciones de valores
- 603- Distribución, consolidación y despliegue de información
- 604-Despliegue de órdenes limitadas de clientes
- 605-Información de la ejecución de órdenes
- 606-Información del ruteo de órdenes
- 607-Estados de cuenta de clientes
- 608-Documentaciones y enmiendas
- 609-Registro de valores
- 610-Acceso a cotizaciones

⁵³ En la regulación explícitamente se refieren a “Trading Venues”. El termino *Venue* se refiere a un “lugar” físico. Sin embargo, en la actualidad, gracias a las tecnologías de la información estos espacios son virtuales (aparentes, no reales); esto es, sostenidos por redes de comunicaciones y un sistema electrónico. De ahí que se les denomine “plataformas” tecnológicas porque proveen la infraestructura necesaria para llevar a cabo operaciones en el mercado bursátil.

⁵⁴ SEC, “Final rules and amendments to joint industry plans”, <http://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>, consultada el 30 de mayo de 2012.

⁵⁵ Anterior a ello era posible recibir órdenes cuatro decimales.

En este marco, se puede sostener que la Regulación *NMS* es un conjunto de iniciativas y reformas que buscaron profundizar la modernización del mercado de capitales americano, adecuándolo a un entorno más competitivo para contrarrestar las prácticas oligopólicas y con ello fragmentar el mercado de capitales, siendo una continuación de las políticas de desregulación y liberalización del sistema financiero implementadas en 1978, que a esa fecha ya permitía que la misma acción se negociará al mismo tiempo a precios distintos en mercados regionales y mercados extrabursátiles u *Over the Counter* (OTC). En consecuencia, con la Regulación *NMS* se abre paso a la existencia de más plataformas operativas.

En el caso de la Unión Europea dio a conocer la *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*⁵⁶ que a la par de la analizada anteriormente buscó cambios y mejoras en las reglas aplicables al mercado accionario de aquella región, al tener como principal propósito ofrecer la mejor ejecución; entendiéndose por esto el mejor flujo *post trading*, es decir, el referente a la compensación y liquidación de las transacciones, actividades que ocurren después de la operación. Si bien ambos marcos regulatorios fueron novedosos y tenían como objetivo expandir las actividades financieras ofreciendo mejores mecanismos. Con la nueva regulación financiera, la autoridad financiera americana buscó que mercados e intermediarios estandarizaran la información derivada de las operaciones con valores y consolidarla en un sistema único.

La regulación de la Unión Europea, y la de los EEUU, tienen como principal objetivo promover la competencia entre las plataformas de negociación (*trading venues*), a través de la fragmentación de los mercados. Sin embargo, ello ha deteriorado la calidad y transparencia de los mercados bursátiles en lo referente a descubrimiento de precios y divulgación de los mismos en tiempo real en múltiples plataformas, atributos por los que se han caracterizado las bolsas. La contradicción entre la fragmentación de los mercados accionarios, promovida mediante una mayor competencia, y la consolidación de los mismos como se ha analizado en el capítulo anterior, ha constituido uno de los principales cuestionamientos, porque los mercados financieros se han tornado más riesgosos y menos líquidos, al mismo tiempo que perdieron transparencia en sus operaciones (Petrella, 2010).

⁵⁶ Esta regulación entró en vigor el 1 de noviembre de 2007, y fue adoptada por los 27 Miembros de la Unión Europea, así como Islandia, Noruega y Liechtenstein.

Miguel Fernández Ordóñez, Gobernador del Banco de España, a inicios de 2007 declaraba que, la complejidad y dimensión actual de los servicios financieros hacía necesario establecer nuevos sistemas de negociación, además de los regulados, para dar un impulso a la competencia en los mercados financieros. Pero, los nuevos sistemas de negociación debían asegurar la protección de los inversionistas, lo que implica exigir a los proveedores de servicios y productos financieros cumplir con ciertos requisitos mínimos de organización y control interno, así como de normas de conducta con los inversionistas. La regulación *MiFID* instrumentada por la Unión Europea hacia finales de 2007, responde a estas necesidades al tener como objetivo central la protección de los intereses de los clientes, en particular de los inversionistas de los mercados de acciones, valores de renta fija, fondos de inversión e instrumentos de derivados. Para cumplir con dicho objetivo se establecen los siguientes puntos:

- 1) Interactuar con el cliente para conocerle lo mejor posible, y así poder ayudarle a tomar una decisión de inversión al prestarle los servicios acordes a su perfil;
- 2) Ofrecimiento de productos adecuados al consumidor, teniendo en cuenta sus conocimientos, experiencia y riesgo que está dispuesto a asumir;
- 3) Asesoramiento personalizado y profesional al administrar su portafolios de inversión, tomando en consideración los puntos anteriores;
- 4) Poner a disposición del inversionista información previamente, mientras y después de la toma de su decisión, sobre las inversiones que pretende mantener o mantiene, incluyendo los riesgos asumidos y las comisiones y gastos directos e indirectos en los que incurrirá y ha incurrido;
- 5) Buscar que la ejecución de las órdenes de los clientes se ejecuten en la forma más eficiente posible.

Por su parte, el cliente o inversionista deberá buscar, demandar y leer con criterio la información proporcionada por la entidad, solicitando cuando ello sea necesario las aclaraciones y explicaciones pertinentes. Asimismo, deberá proporcionar a la entidad los datos que le solicite, con la seguridad de que en este caso le prestará un mejor servicio, más adecuado a sus necesidades.

La regulación *MiFID* pretende, por un lado, reducir las barreras comerciales transfronterizas prevalecientes en 2007, en los mercados de acciones y en la prestación transfronteriza de servicios de inversión y, por el otro, eliminar el control monopólico de ciertas bolsas de valores en el comercio de valores. Para avanzar en este último objetivo, crea nuevas oportunidades de inversión para empresas, mercados y consumidores.

Como se ha analizado en el capítulo anterior, en septiembre de 2010, la *MiFID* conjuntamente con la *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR), publican un documento tendiente a incrementar la estabilidad de los mercados OTC, estableciendo la obligatoriedad de estos de llevar a una contraparte central sus operaciones. Además, de establecer lineamientos para regular la interoperabilidad, para que cada una de las partes pueda seleccionar a diferentes cámaras de compensación.

En un contexto de cambios radicales en los marcos regulatorios de los principales centros financieros internacionales, EEUU y la Unión Europea, la participación y estructura de los distintos mercados locales han cambiado de forma relevante. Por ejemplo, en el caso de la región europea, la participación en los mercados internacionales se ha incrementado debido a la incorporación de mecanismos alternativos de negociación. De tal forma que, en la actualidad la Unión Europea cuenta con figuras que permiten consolidar la información de distintas formas de negociación y entidades multilaterales, denominado *Multi-lateral Trading Facilities* (MTF's), donde se negocia una elevada proporción del mercado de acciones del continente europeo, como lo veremos más adelante. Cabe señalar que algunos de los grupos que controlan las operaciones en los mercados bursátiles en esta región, son de creación reciente por lo que probablemente no se esté familiarizado con algunos de ellos; sin embargo, técnicamente han desplazado en muy poco tiempo a bolsas centenarias que habían controlado una importante participación de mercado bursátil, específicamente del mercado accionario. Este es el caso de MarkitBoat, que actualmente agrega la información de 40 firmas que usan su plataforma para reportar operaciones fuera de bolsas.

3.2.2 La ausencia de una supervisión eficiente y los cambios recientes al marco regulatorio de los mercados de derivados

Como se vio en el capítulo I, en un mercado de derivados que tiene gran dinamismo, y la innovación financiera que ha ayudado a diseñar productos cada vez más sofisticados particularmente en el mercado *OTC*, la ausencia de una supervisión adecuada ha sido un vehículo para exacerbar la especulación financiera. Prueba de ello son las crisis financieras que se registraron en la década de los noventa, a nivel mundial, y la crisis financiera de los Estados Unidos, que se desata en 2008, pero que tiene sus efectos más nocivos entre 2009-2010. Todas ellas producto de la desregulación y liberalización financiera.

La “crisis financiera” calificada así al haberse iniciado por instituciones financieras castigó el precio de los activos de todos los sectores de la economía de los EEUU, en promedio 40% durante el 2008. La baja que presentó entre el 31 de diciembre de 2007 y el 31 de diciembre de 2008 el índice S&P500 fue de -38.49%, el NASDAQ 100 (-40.54%).

Bancos comerciales y bancos de inversión, ansiosos por obtener altos rendimientos diseñaron – agresivas estrategias para otorgar créditos sin garantía, registrarlos fuera del balance y venderlos posteriormente como instrumentos empaquetados altamente complejos y difíciles de valorar, como lo fueron los derivados de crédito⁵⁷. Dichos instrumentos fueron adquiridos por instituciones financieras y no financieras que los veían como una atractiva oportunidad, pero al ser finalmente incobrables, ocasionaron el quebranto de cientos de empresas, algunas de las más grandes a nivel mundial entre las que se encuentran entidades del sector financiero y no financiero que debieron ser rescatadas por el gobierno de los EEUU con alto costo fiscal. Algunos de los principales casos mostrados en miles de millones de dólares fueron: General Motors (85.3)⁵⁸, AIG (69.8), Citigroup (50), Bank of America (45), JP Morgan Chase (25), Wells Fargo (25), Chrysler (18). La suma de tan sólo estas 7 empresas es muy cercano o equivalente al Producto Interno Bruto de la economía de Dinamarca, Venezuela, Grecia o Colombia.

En efecto, el elevado valor de las operaciones especulativas de titularización que tenían como base las carteras de crédito hipotecario *subprime* de los Estados Unidos, en donde las instituciones financieras otorgaban créditos a prestatarios de baja solvencia económica a muy largo plazo, se tradujo en un riesgo sistémico en donde se estimuló las operaciones especulativas en el mercado de derivados *OTC*. Convirtiéndose éste, en el principal mecanismo de transmisión de los efectos desestabilizadores.

La larga duración y profundidad de los efectos sistémicos de la mencionada crisis han mostrado a inversionistas, intermediarios y autoridades monetarias la urgente necesidad de que los instrumentos de derivados, en particular los de mostrador, sean regulados y vigilados para acotar el riesgo de la contraparte como ocurre en los mercados

⁵⁷ Como lo fueron específicamente las permutas de incumplimiento crediticio o *Credit Default Swaps (CDS)*.

⁵⁸ New York Times, “Tracking the \$700 Billion Bailout”
http://www.nytimes.com/packages/html/national/200904_CREDITCRISIS/recipients.html, consultada el 31 de mayo de 2012.

organizados. La grave recesión económica a que condujo la reciente crisis financiera motivó el surgimiento de diversas iniciativas, que coinciden en general, en la propuesta de obligar a los mercados OTC a que realicen la liquidación de sus operaciones en cámaras de compensación controladas y supervisadas por una autoridad externa a dichos mercados. Ello obligará a los participantes a asumir cierta estandarización de sus operaciones, manteniendo una estructura de mercado híbrido, pero sujeto a supervisión. Al respecto, destacan los cambios propuestos por el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos⁵⁹ en julio de 2009, en el sentido de modificar la *U.S. Commodity Exchange Act* (CEA) y la *U.S. Securities Act* (SEA) para regular los mercados OTC; buscando aumentar la transparencia de las operaciones y disciplina en la administración de riesgos.

Dicha propuesta, fue recogida en el acuerdo de los países miembros del Grupo de los 20 (G-20) celebrada en septiembre de 2009, en donde se definió que;

“Todos los contratos de derivados OTC estandarizados deberían negociarse en bolsa o, en su caso, en plataformas de concertación electrónica, y compensarse a través de contrapartes centrales a finales de 2012, a más tardar. Los contratos de derivados OTC deberían notificarse a los registros de operaciones. Los contratos que se compensen de forma no centralizada deberían estar sujetos a mayores requisitos de capital.”⁶⁰

Atendiendo los puntos del acuerdo antes citado, el 21 de julio de 2010 fue firmada por el presidente de los EEUU, Barack Obama la Ley “*Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”⁶¹, la cual considera entre otros de sus principales aspectos, que las operaciones de derivados negociados en el mercado extrabursátil deberán de registrarse en una cámara de compensación, para acotar el riesgo de contraparte o de crédito. La regulación establece que las operaciones deberán ser originadas en una bolsa

⁵⁹ U.S. Department of the Treasury, “Secretary Timothy F. Geithner before the House Financial Services and Agriculture Committees Joint Hearing on Regulation of OTC Derivatives <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg204.aspx>, consultada el 31 de mayo de 2012.

⁶⁰ European Union Law, REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52010PC0484:EN:NOT>, consultada el 31 de mayo de 2012.

⁶¹ Ley de Protección al Consumidor y Reforma de Wall Street : Dodd-Frank, (*Dodd Frank: Wall Street Reform and Consumer Protection Act*). En los EEUU se estila añadir en el título de una Ley el nombre de los congresistas que llevaron la iniciativa de Ley, en muchas ocasiones se les refiere por estos nombres. En este caso fue Chris Dodd de la cámara de representantes y Barney Frank, presidente del comité bancario del Senado de los EEUU.

de derivados o de un “swap execution facility” (SEF)⁶². Con ello, la función de las Cámaras de Compensación recobra mayor relevancia en la actividad financiera al ser un complemento obligatorio para las operaciones celebradas en bolsas o en mercados *OTC*, en donde agregan mayor valor en la medida en que se integra a la cadena de los servicios financieros como un requisito mandatorio.

En la mencionada Ley se hace referencia a los siguientes aspectos: 1) Incentivar la operación de productos derivados en bolsas o plataformas electrónicas de negociación reguladas y su liquidación en cámaras. Además de promover la estandarización de estos instrumentos; 2) Las reservas de capital requeridas a intermediarios; en el caso de operaciones no estandarizadas, dichas reservas deberán ser mayores y con más colaterales; 3) Incrementar los requisitos operativos de reportes y controles para los “Brokers” *OTC*; 4) Obligación de registrarse ante la *U.S. Commodity Trading Futures Commission (CFTC)* para “swap dealers” y “major swap participants”; 5) Armonizar reglas y evitar vacíos entre las comisiones supervisoras y reguladoras; en el caso de Estados Unidos, esto sería entre la *U.S. Securities Exchange Commission (SEC)* y la *CFTC* de valores y futuros, respectivamente, y; 6) Promover acuerdos y cooperación internacionales, con el propósito de reducir arbitrajes regulatorios entre países y lograr una armonización regulatoria.

A escasos dos meses de la firma de la Ley Dodd –Frank, la Comisión Europea, publicó el 15 de septiembre de 2010 la propuesta final de la *European Market Infrastructure Regulation*⁶³ “EMIR” encaminada a brindar estabilidad en los mercados de derivados *OTC* en la que se consideran: a) La obligatoriedad de reportar las operaciones de derivados negociadas en el mercado extrabursátil *OTC*; b) La obligación de compensar cierto tipo de derivados *OTC*; c) Las medidas para reducir el riesgo contraparte así como riesgo operacional por operaciones bilaterales realizadas en el mercado *OTC*; d) La emisión de reglas comunes para contrapartes centrales (cámaras de compensación) y

⁶² Es un nuevo tipo de entidad financiera que se contempla en la Ley Dood-Frank de los EEUU, que oficialmente recibe el nombre que se detalla en la nota de pie previa, que facilita la ejecución de Swaps.

⁶³ Financial Services Authority, “European Market Infrastructure Regulation (EMIR)”, <http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/international/pdf/emir.pdf>, consultado en mayo de 2012.

repositorios de derivados, y; e) Reglas para establecer la interoperabilidad entre contrapartes centrales. Se prevé establece su entrada en vigor para fines de 2012.

Ambas iniciativas de Ley, buscan cubrir tardíamente la ausencia de mecanismos de supervisión y control, que representan una fuente potencial de inestabilidad financiera, elementos que faltaron robustecerse oportunamente y dieron origen de la crisis mundial iniciada en 2008.

3.3. Estructura y comportamiento del mercado accionario europeo

El analizar del comportamiento y estructura del mercado de acciones europeo se basa en información estadística que considera los siguientes criterios⁶⁴:

- a) Actividad por segmento en el continente europeo, dividiendo: Unión Europea, añadiendo Suiza por su importancia en el ramo financiero, y el resto de los países de ese continente;
- b) Considera 69 plataformas en la Unión Europea, que corresponden a 58 consolidadores o grupos bursátiles;
- c) Las cifras y participación porcentual, está calculada sobre una base mensual de la actividad total expresada en dólares reportada por las distintas plataformas;
- d) Considera todos los tipos de orden, entre las que se incluyen: orden a libro, orden oculta a libro, orden obscura a libro, subasta, órdenes a tiempo real y desfasadas en bolsas y fuera de bolsa (OTC); e
- e) Información sobre el periodo del 01 de enero de 2008, al 31 de diciembre de 2011.

3.3.1. Grupos bursátiles y plataformas de operación

El infraestructura de operación para el mercado de capitales de la Unión Europea es más grande y diversificada que el caso del mercado de los EEUU, entendiéndose por ello que existen más plataformas de negociación, llámense bolsas, mercados OTC, sistemas alternativos de operación (ATS) o *Multilateral Trading Facilities* (MTF's). Ello se explica fundamentalmente por dos factores; primero, la Unión Europea está integrada por varios países y, segundo; la regulación *MiFID* indujo la expansión de estas plataformas mediante la promoción de nuevas figuras en la búsqueda de una mayor eficiencia y

⁶⁴ Thomson Reuters, "Equity Market Share Reporter". Febrero de 2012.

competitividad en el mercado bursátil. Sin embargo, esta estrategia condujo a la configuración de una estructura pulverizada, pues de las 69 plataformas existentes, sólo 3 tienen una participación mayor al 10% (Boat, LSE y ENX Paris); 7 plataformas registran una participación individual superior al 3%, y las 62 plataformas restantes participan de forma individual con menos del 3%, y en su conjunto representan el 15.5%, al cierre del 2011.

En la tabla 3.3 se muestra la integración de los principales grupos bursátiles a los que hemos denominado plataformas consolidadas, ya que bajo un mismo grupo económico integran a distintas plataformas de la Unión Europea. A partir de mediados de 2009, las plataformas LSE y EXN-París, que ocupan el segundo y tercer lugar, respectivamente, han venido disminuyendo su participación en el mercado; en tanto que Boat ha elevado su participación. Por su parte, Chi X Europa, que surgió en 2008, ha venido controlando una mayor parte del mercado; de tal forma que, al cierre de 2011, registraba el 10% del total del mercado europeo como plataforma individual (ver tabla 3.8).

En el mercado accionario de la Unión Europea destaca la participación de los consolidadores no tradicionales. En 2008, los 4 consolidadores más grandes, London Stock Exchange Group, Euronext, Deutsche Börse y Bolsas y Mercados Españoles, en su conjunto controlaban el 54% de las operaciones; al cierre de 2011, esta participación había descendido al 45%. Entre los líderes de los mecanismos no tradicionales, se encuentra Markit Boat, con el 38% en el 2008, y cuatro años después, Markit Boat y Bats Chi-X⁶⁵ en su conjunto controlaban el 44% de las operaciones en el mercado accionario de la Unión Europea (ver tabla 3.9).

⁶⁵ BATS (*Best Alternative Trading System*)

Tabla 3.3

Principales plataformas de negociación en la Unión Europea

Plataforma consolidada	Plataforma
LSE Group	London Stock Exchange Borsa Italiana
Deutsche Börse	Xetra Xetra International Market
NYSE Euronext	EXN Amsterdam EXN Bruselas EXN Lisboa EXN Paris NYSE Arca
NASDAQ OMX	NASDAQ OMX Europe
Bolsas y Mercados Españoles	Mercado Continuo Bolsa de Madrid Bolsa de Bilbao Latibex Bolsa de Valencia Bolsa de Barcelona
Chi-X Global	Chi-X Europe
Icap	BlockCross

Fuente: Elaboración propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

3.3.2. Comportamiento del mercado accionario europeo

El mercado accionario de la Unión Europea⁶⁶ participa con el 80% del total del importe negociado en el mercado europeo; por su parte, Suiza, que es uno de los mercados financieros más dinámicos de la región, concentra aproximadamente el 5%, y el resto de los países europeos participan con el 15% (ver tabla 3.5).

En la tabla 3.4 se hace más evidente el dominio y dinamismo de los países miembros de la Unión Europea, al considerar el importe operado. Su participación ha oscilado entre el 90 y 80% del total del importe operado. Por su parte, la estructura de este mercado es altamente diversificada tanto en el segmento bursátil como extra-bursátil; aunque una alta proporción del importe operado se ha concentrado fundamentalmente en 3 segmentos: libro público y OTC en tiempo real y desfasado.

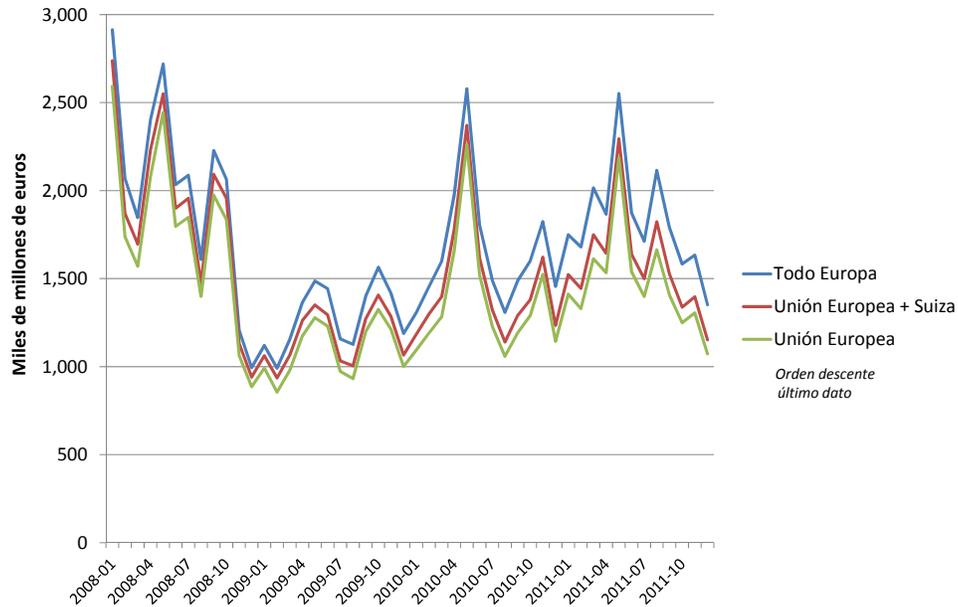
Durante el periodo, 2008-2011, estos tres segmentos representaron en promedio, el 85% del importe total negociado del mercado de acciones europeo. De este porcentaje, el 50% corresponde al libro público. No obstante, el importe operado en el mercado OTC en tiempo real y desfasado en su conjunto, es superior al operado en libro público tradicional. La operación bajo la modalidad de libro obscuro (*dark pool*), del que tanto se habla actualmente en la industria, representa el 7% del importe total negociado (ver tablas 3.6 y 3.7).

Si de la información mostrada en la tabla 3.9, filtramos las órdenes conocidas como Dark Pools obtenemos los siguientes datos: Chi-X la plataforma con mayor participación de mercado en esa región al cierre de diciembre seguido por Turquoise y en el cual la Bolsa de Londres tiene una participación accionaria mayoritaria.

⁶⁶ La Unión Europea aglutina a 27 países; de éstos 17 son miembros activos, y los restantes 5 países son candidatos a incorporarse a la Unión.

Tabla 3.4

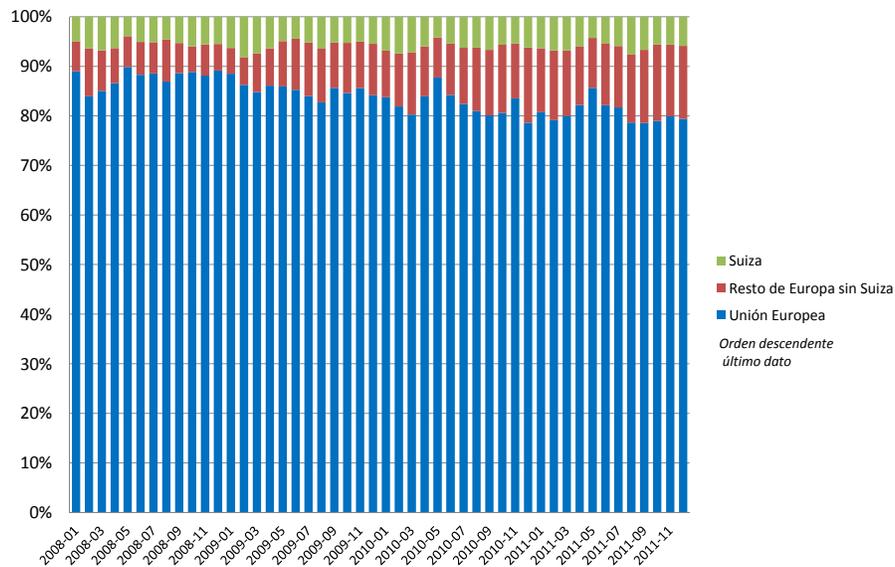
Mercado Accionario en Europa
Evolución según importe operado



Fuente: Elaborado con datos de Thomson Reuters/EMSR

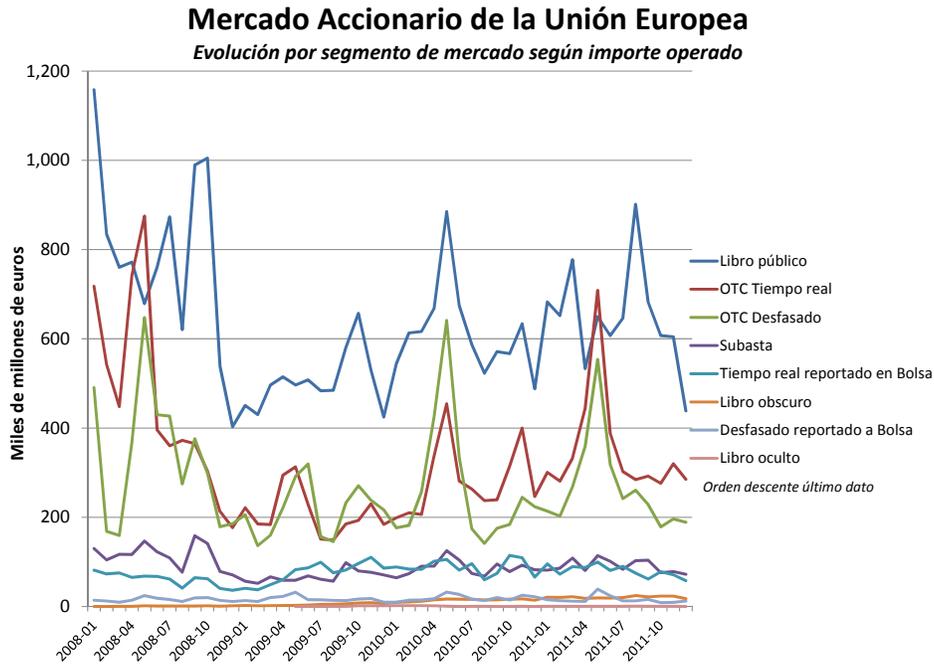
Tabla 3.5

Mercado Accionario en Europa
Composición total según importe operado



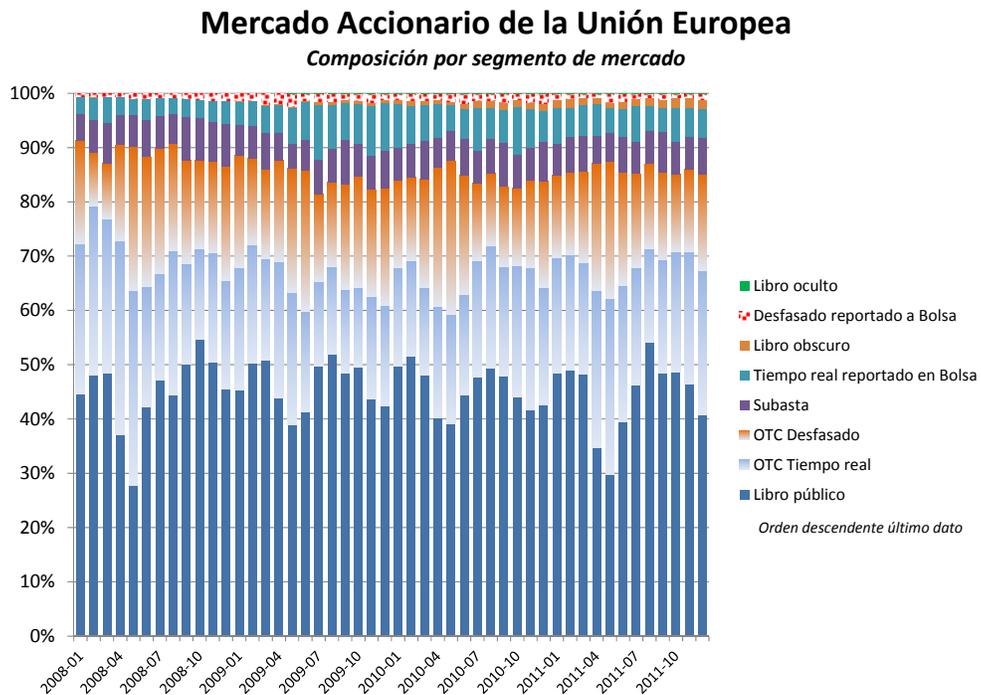
Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Tabla 3.6



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Tabla 3.7

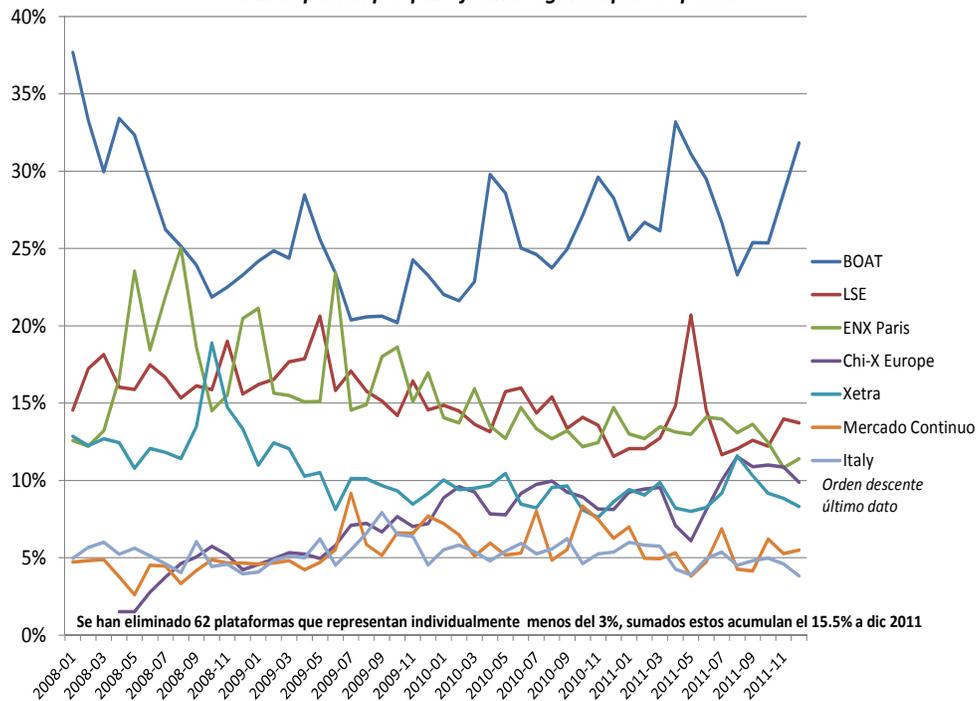


Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Si analizamos la conformación de las plataformas se observa alta concentración. A mediados de 2005, 3 grupos tenían una participación casi igual; sin embargo, dos años después, se abrió una brecha entre estos grupos. Según el volumen operado, las operaciones se registraron mayormente en las plataformas LSE Group y Markit Boat, que en conjunto controlan aproximadamente la mitad del importe de las acciones intercambiadas. Ello a pesar de la tendencia descendente que venían observando desde principios de 2009, en particular LSE Group (ver tablas 3.10 y 3.11).

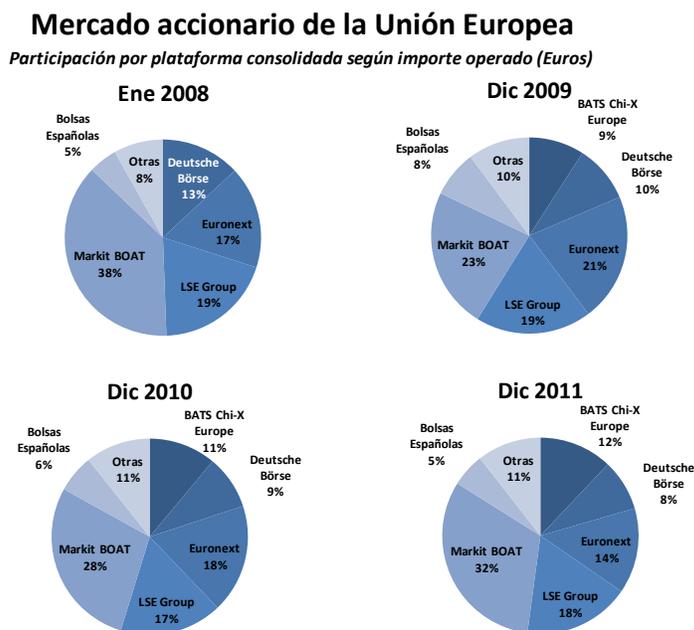
Tabla 3.8

Mercado Accionario Unión Europea
Participación por plataforma según importe operado



Fuente: Elaboración propio con datos de Thomson Reuters/EMSR

Tabla 3.9



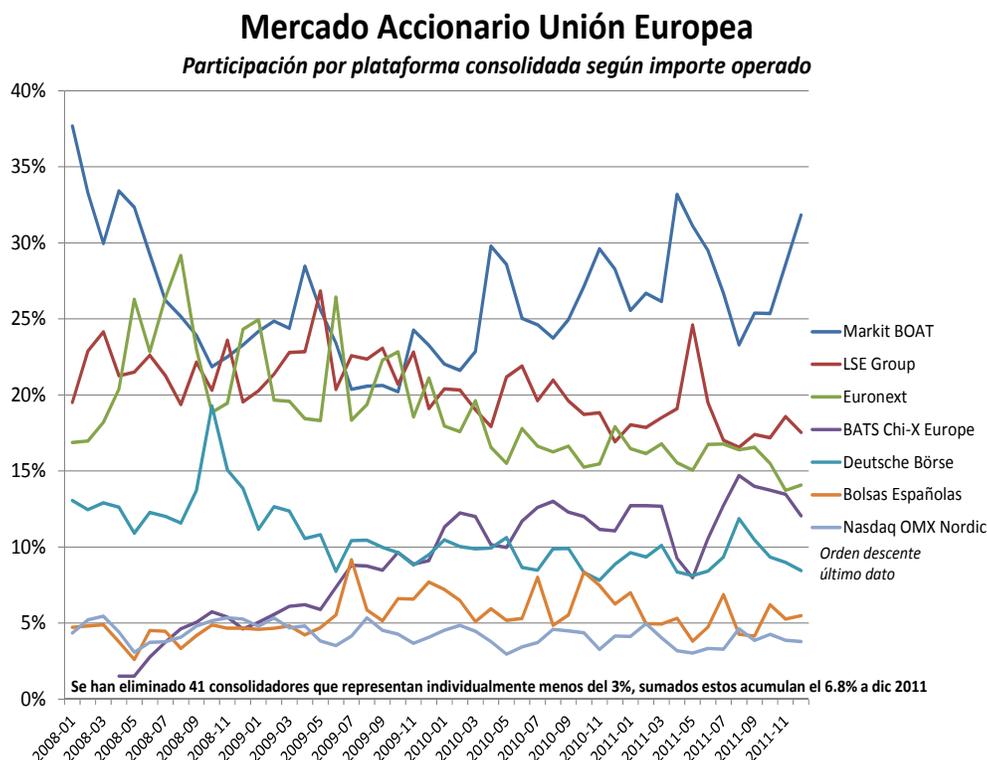
Fuente: Elaboración propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

A lo largo de 2010, el comportamiento de Markit Boat y LSE Group registró una correlación negativa casi perfecta en lo que a volumen operado se refiere, lo cual es un indicador de la rivalidad directa que mantienen ambas plataformas (ver tabla 3.11). Cabe señalar que este comportamiento no se puede detectar a través del importe operado. Por ejemplo, la plataforma de Italia ocupa la tercera posición, según el volumen operado; pero, según el importe operado, ésta ocupa la séptima posición. De esto se desprende que el indicador de volumen de acciones intercambiadas no es el más adecuado para medir la participación de las plataformas, porque si el precio de la acción es pequeño el volumen crecerá, pero el valor del volumen intercambiado será poco significativo.

Según la información por plataforma consolidada, dos grupos bursátiles, London Stock Exchange Group y Markit Boat concentran más del 60% del volumen operado; mientras que BATS Chi-X Europa, con menos del 10%, ocupa el tercer lugar. Todo indica que la caída de LSE Group y Markit Boat fue aprovechada por BATS Chi-X Europa, grupo que ha desplegado una estrategia de crecimiento constante desde su entrada en el segundo trimestre de 2008, para posicionarse en el mercado accionario de la Unión Europea. Por su parte, Bolsas y Mercados Españoles ha registrado un comportamiento errático desde mediados de 2010, el cual se explica más por el deterioro de sus

fundamentales macroeconómicos que por un desplazamiento del mercado accionario por parte de sus competidores (ver tabla 3.12).

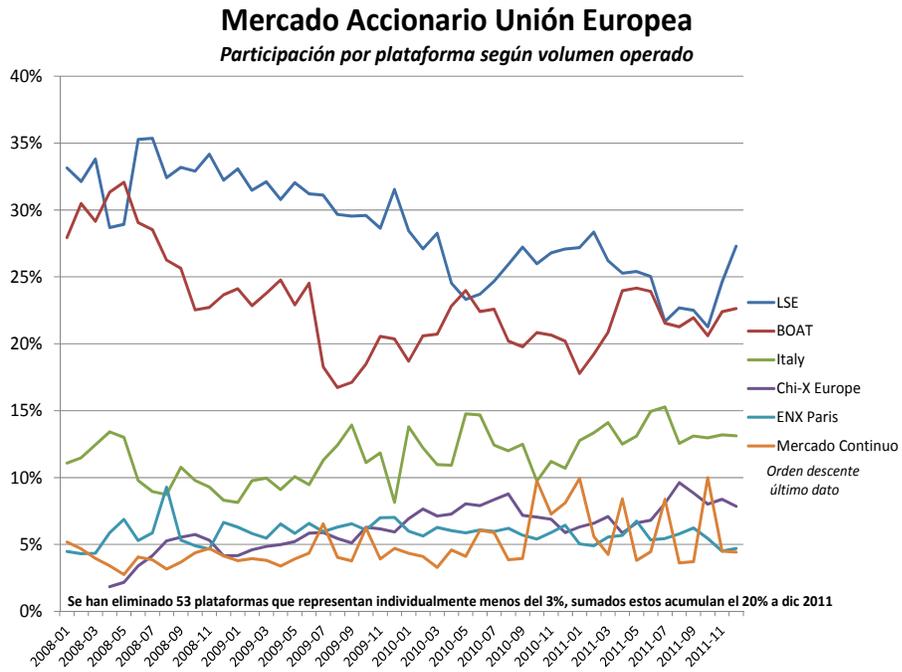
Tabla 3.10



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

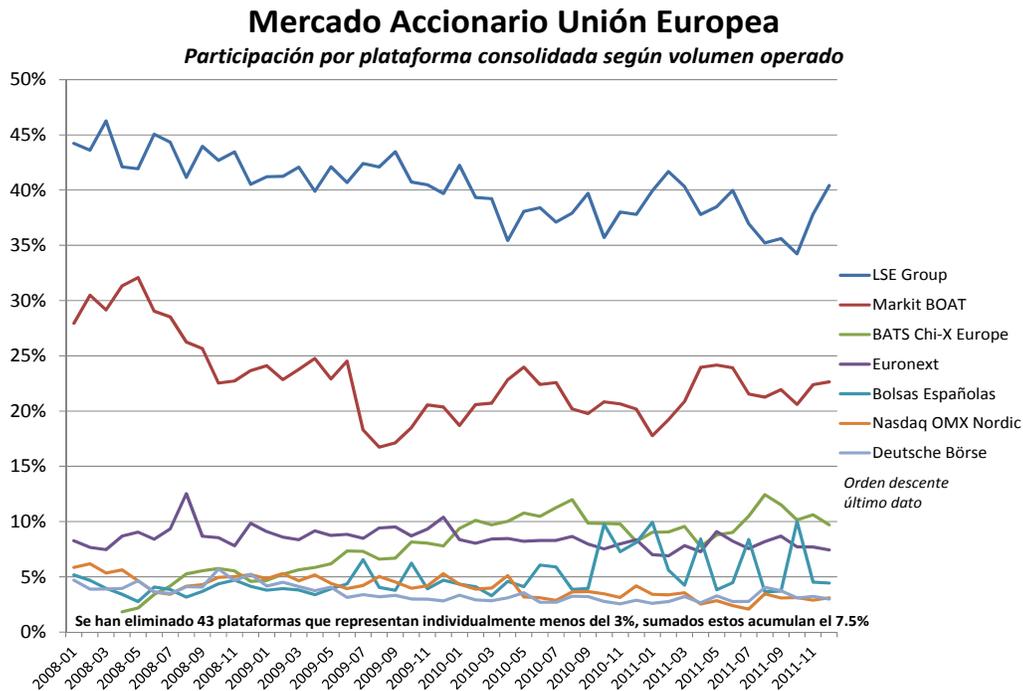
Si consideramos el número de operaciones realizadas por plataforma, Chi-X Europa es claramente dominante; sin embargo, debe señalarse que el importe promedio de las operaciones que se realizan en su plataforma se caracterizan por ser de poco valor, lo que se deriva de la información de importe operado y número de transacciones. En el caso de EXN Paris, su comportamiento deja ver que ha implementado una estrategia para aumentar el valor económico de sus clientes (ver tablas 3.10 y 3.13).

Tabla 3. 11



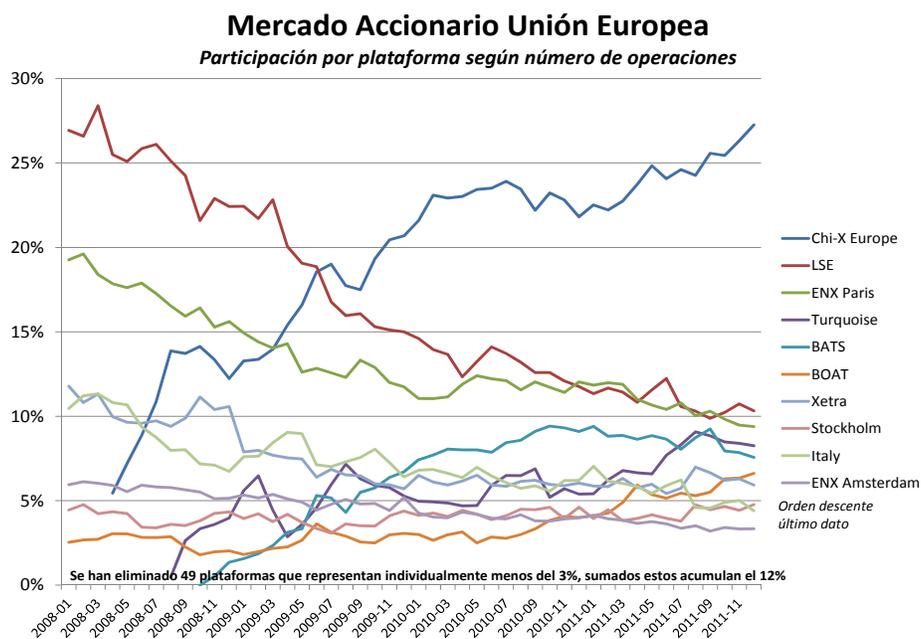
Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Tabla 3.12



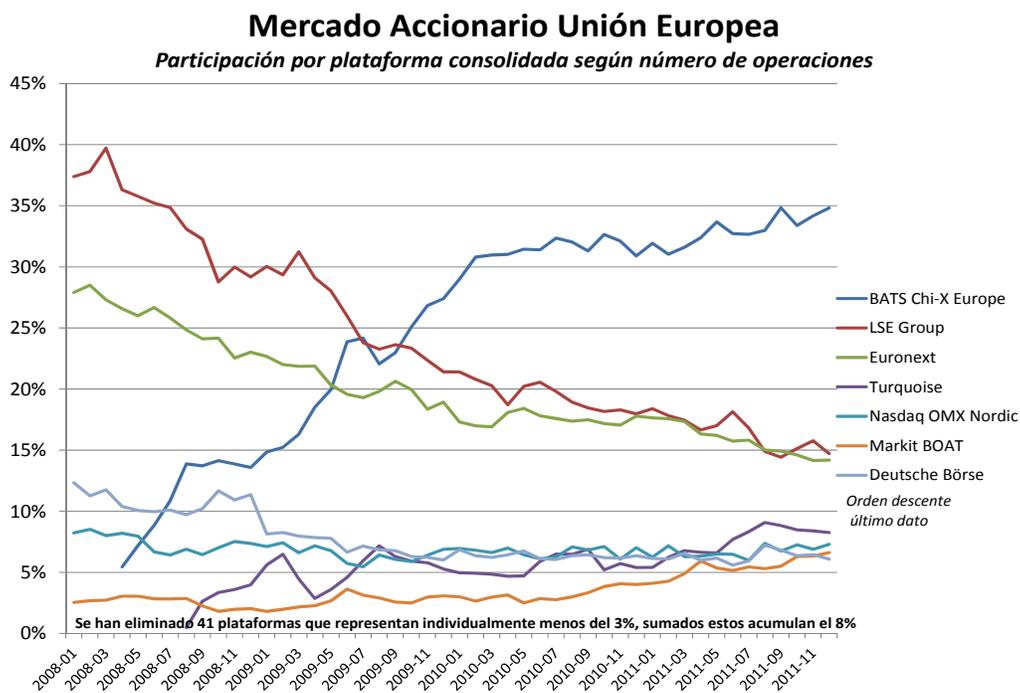
Fuente: Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Tabla 3.13



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Tabla 3.14



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters / EMSR

3.4. Estructura y comportamiento del mercado accionario de los Estados Unidos de América

Como se comentó anteriormente, de acuerdo con la *Regulation National Market System (Reg NMS)*, la *Securities Exchange Commission (SEC)* de los EEUU está obligada a requerirles a los intermediarios del mercado bursátil información de las órdenes sobre acciones y opciones sobre acciones, misma que publica trimestralmente esta autoridad. Al respecto, cabe señalar que el apartado conocido como “Rule 606” de la SEC, como objetivo elevar la “visibilidad”, entendiéndolo por ello acceso a la información y transparencia de la misma para el público inversionista, sobre la calidad de la ejecución de las operaciones en el mercado. De ahí que las distintas plataformas, bolsas, mercados extra-bursátiles (OTC) y sistemas alternativos de operación (ATS), que ejecutan órdenes de inversionistas estén obligadas a publicar información relacionada con la calidad de sus ejecuciones, tales como spreads, velocidad y precios de ejecución, para que el inversionista pueda evaluar los efectos posteriores a que su orden fue enviada a su intermediario para ser ejecutada.

Estos aspectos son importantes si consideramos que con la derogación de la “Rule 390”, que obligaba a que las ejecuciones de las operaciones se realizaran únicamente en la bolsa de Nueva York (NYSE), surge una amplia variedad de alternativas para ejecutar las órdenes. Además de este cambio, la Regulación *NMS* permite que las acciones listadas puedan ser negociadas en distintas plataformas; esto es, pisos de remates, intermediarios que ofrecen servicios de ejecución y redes de comunicación electrónica (ECNs - *Electronic Communication Networks*) que ofrezcan llevar las órdenes al mercado, y que con la introducción de esa figura se incrementó la presión de parte de los inversionistas institucionales para mejorar la transparencia en la ejecución de las operaciones, a la vez de proveer mejor acceso al mercado y mayor autonomía (Kendall, 2007).

3.4.1. Grupos bursátiles y plataformas de operación

A semejanza del análisis realizado para el caso del mercado europeo se ha elaborado el correspondiente al mercado accionario de los EEUU en donde de acuerdo a la misma fuente consultada, al cierre de diciembre de 2011 existían 15 plataformas de negociación y 9 grupos bursátiles a los que hemos denominado para esos efectos plataformas consolidadas, ya que aglutinan la operatividad de una o más plataformas.

Tabla 3.15

Plataformas de negociación pertenecientes a Grupos Bursátiles

Plataforma consolidada o Grupo Bursátil	Plataforma
BATS	BATS (Y)
	BATS (Z)
	CBOE
CHX	
	DIRECT EDGE
	EDGA EDGX
FINRA ADF	ADF
ISE	ISE
NASDAQ OMX	NASDAQ (Q&T)
NYSE EURONEXT	AMEX
	NYSE ARCA
	NYSE
	BOSTON
	PHLX
	CHICAGO
NSX	NSX

Fuente: Cuadro propio con datos de Thomson Reuters y la SEC.

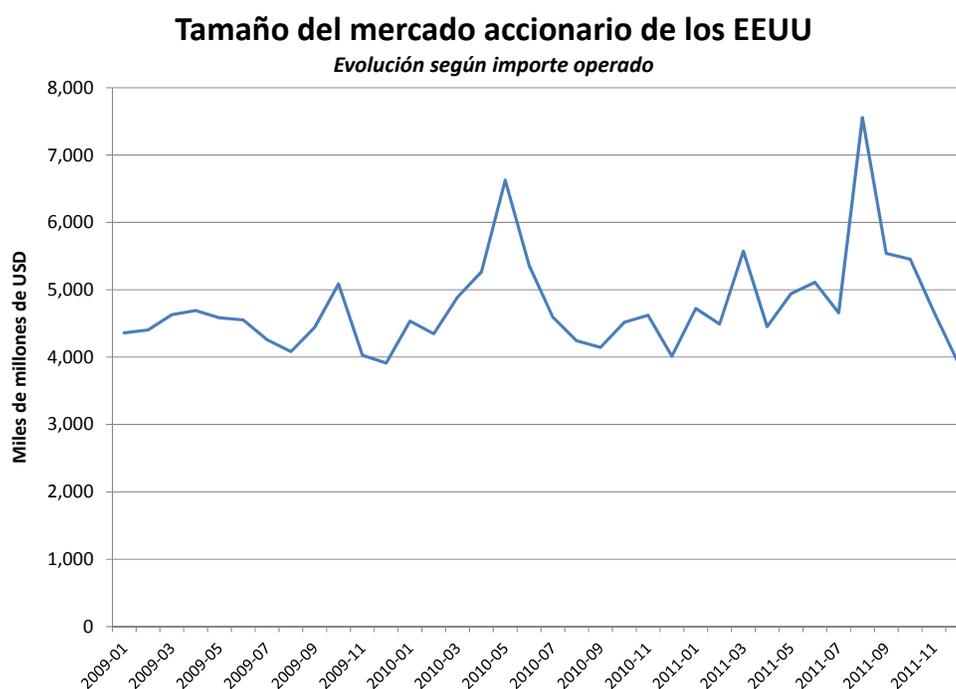
3.4.2. Comportamiento del mercado accionario de los Estados Unidos

El análisis de la estructura y comportamiento del mercado accionario de los EEUU, se basa en información estadística que considera los siguientes criterios:

- El periodo analizado va del 01 de enero de 2009 al 31 de diciembre de 2011;
- Las participaciones porcentuales están calculadas sobre una base mensual de la actividad total que reportan las distintas plataformas, expresadas en dólares; y;
- Se consideran todos los tipos de orden que consolidan, para la región de los Estados Unidos región, entre las que se incluyen orden a libro, orden oscura a libro, subasta y órdenes en tiempo real y desfasadas en bolsas.

En los EEUU el mercado accionario está compuesto por tres segmentos, según donde estén listados los valores. El primer segmento se integra por el mercado tradicional (Segmento A), representado por la Bolsa de Nueva York (NYSE); el segundo corresponde al mercado regional (Segmento B), representado por el American Stock Exchange (AMEX); y el tercer segmento está constituido por el mercado OTC (Segmento C). Los montos negociados consolidados en la región de los Estados Unidos, durante diciembre de 2011, representaron 2.6 veces el mercado de la Unión Europea y 2.1 veces el mercado europeo. La estructura del mercado accionario americano está conformada por 9 grupos bursátiles y 15 plataformas de operación (ver tabla 3.3.).

Tabla 3.16

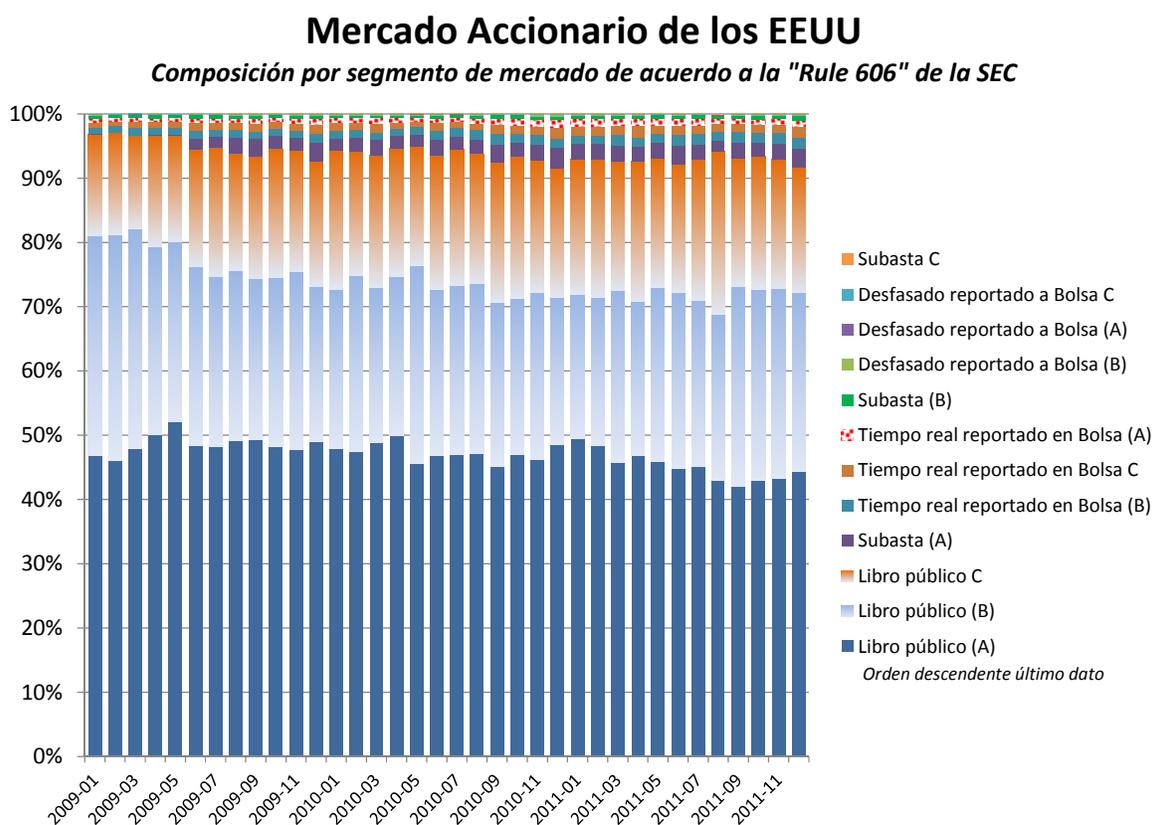


Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Durante el periodo 2009-2011, en un contexto macroeconómico caracterizado por la fuerte recesión y la elevada inestabilidad derivadas de la crisis del sector hipotecario

subprime, el mercado accionario de los EEUU registra un tamaño base de 4 billones⁶⁷ de dólares, en observaciones mensuales, con un comportamiento irregular y fuertes fluctuaciones en su operatividad. Por ejemplo, se registró una elevada actividad en los meses de mayo de 2010 y octubre de 2011, fuera del rango habitual; en el primer caso se registraron operaciones por más de 6.5 billones, y en el segundo fue de 7.5 billones (ver tabla 3.16).

Tabla 3.17



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

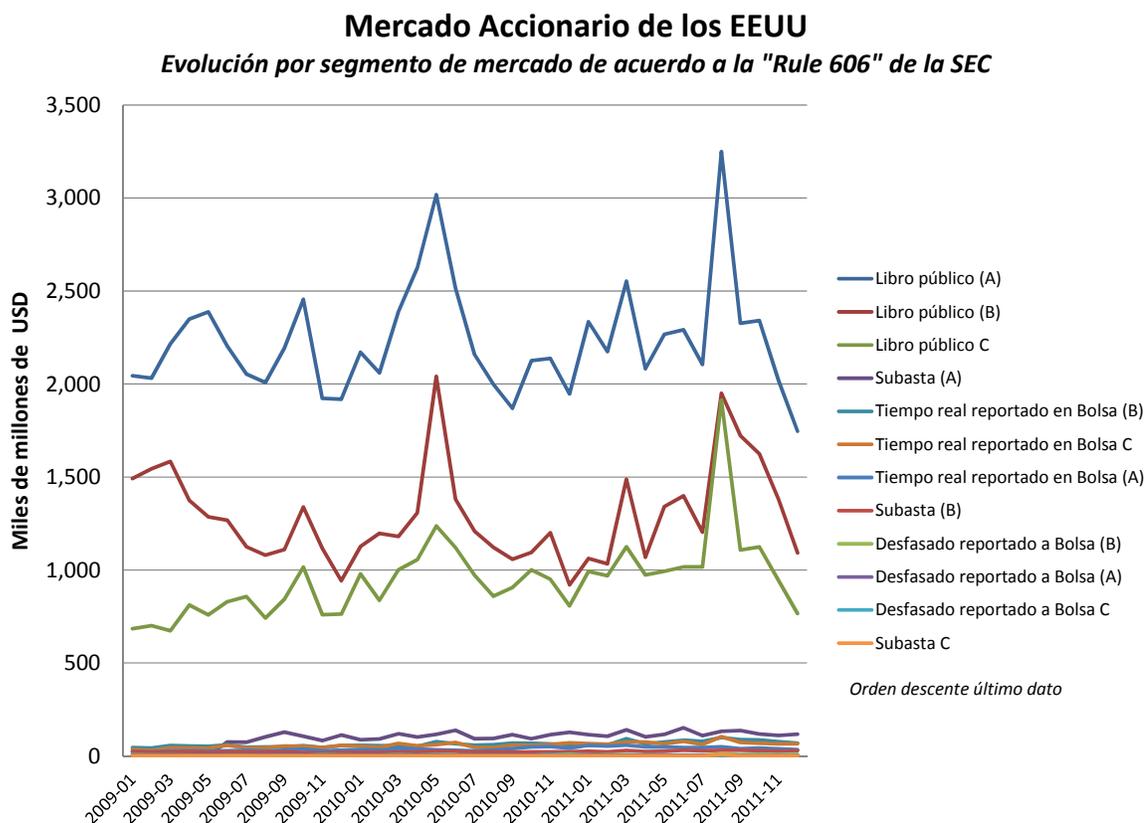
Poco más del 90% del mercado accionario de los EEUU es operado a través de libro público en los tres diferentes segmentos, teniendo una dominancia el segmento A, equiparable a la suma de los segmentos B y C⁶⁸ (ver tabla 3.17). Asimismo, se observa

⁶⁷ 1×10^{12}

⁶⁸ A efectos de facilitar la lectura de la serie de tablas que a continuación en una impresión blanco y negro, la serie de datos acumulados se ha ordenado en función al registro del mes de diciembre de 2011 en forma descendente. De esta manera,

que en los últimos tres años la participación de cada segmento no ha sufrido un cambio significativo en su composición.

Tabla 3.18⁶⁹



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

La participación de mercado en las distintas plataformas de la región hacen resaltar que ADF ocupa el primer lugar, por encima de NASDAQ y NYSE como mercado tradicional. Este posicionamiento de liderazgo no es reciente, ya que en los últimos 33 meses (mar 2009-dic 2011) ADF se mantuvo en el primer lugar individual como plataforma con mayor participación (ver tabla 3.19). ADF (Alternative Display Facility) es

en la base de cada barra se muestra la modalidad que representa la mayor participación, y en la tabla del lado derecho aparece igualmente en la base, de tal suerte que los datos que se muestran en la parte superior, son poco significativos.

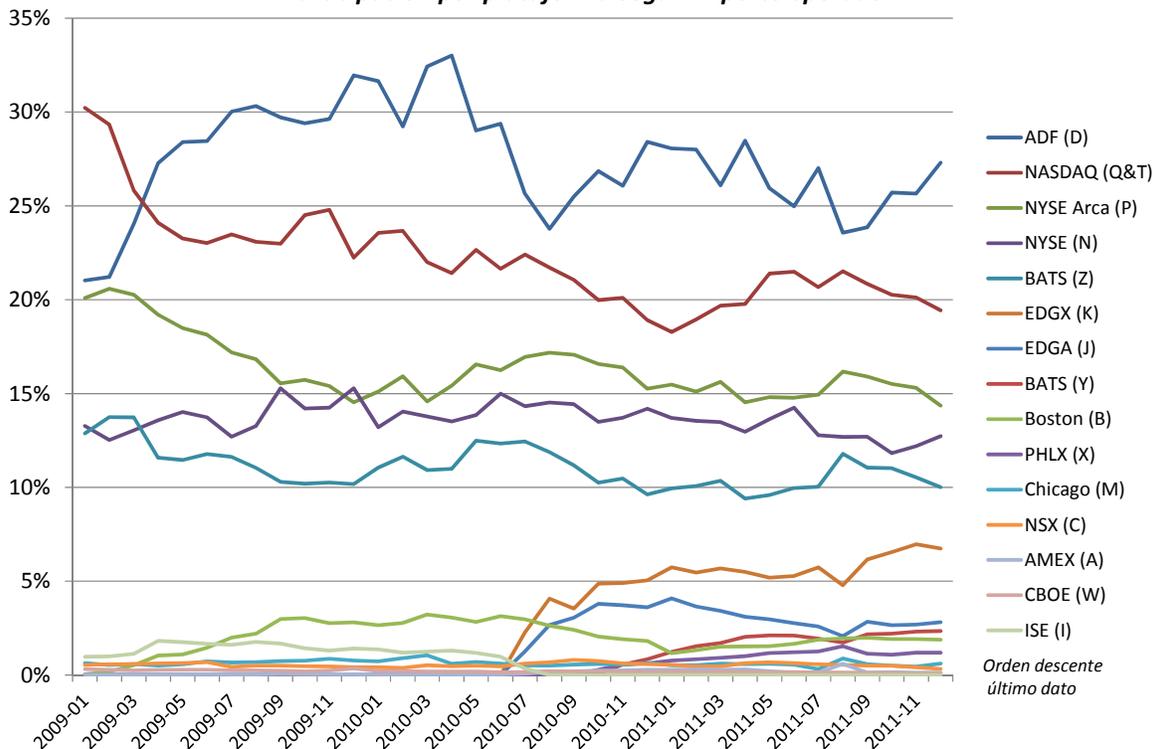
⁶⁹ Para facilitar la lectura de este tipo de gráficas de línea que se muestran en esta sección, se han ordenado los datos en forma descendente, tomando como base los registros del mes de diciembre de 2011, de esta manera el punto más alto del último registro de ese mes, corresponde al primer lugar en el listado de texto que se muestra a su lado derecho, y la que es muy poco significativa se muestra en la base del listado.

una entidad perteneciente a FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) con facultades autorregulatorias y que sucedió a la NASD (National Association of Securities Dealers) siendo una institución no gubernamental. ADF provee a los miembros asociados a FINRA un mecanismo para desplegar cotizaciones de valores de acuerdo a una autorización de la SEC del 5 de marzo de 2007.

Tabla 3.19

Mercado accionario de los EEUU

Participación por plataforma según importe operado



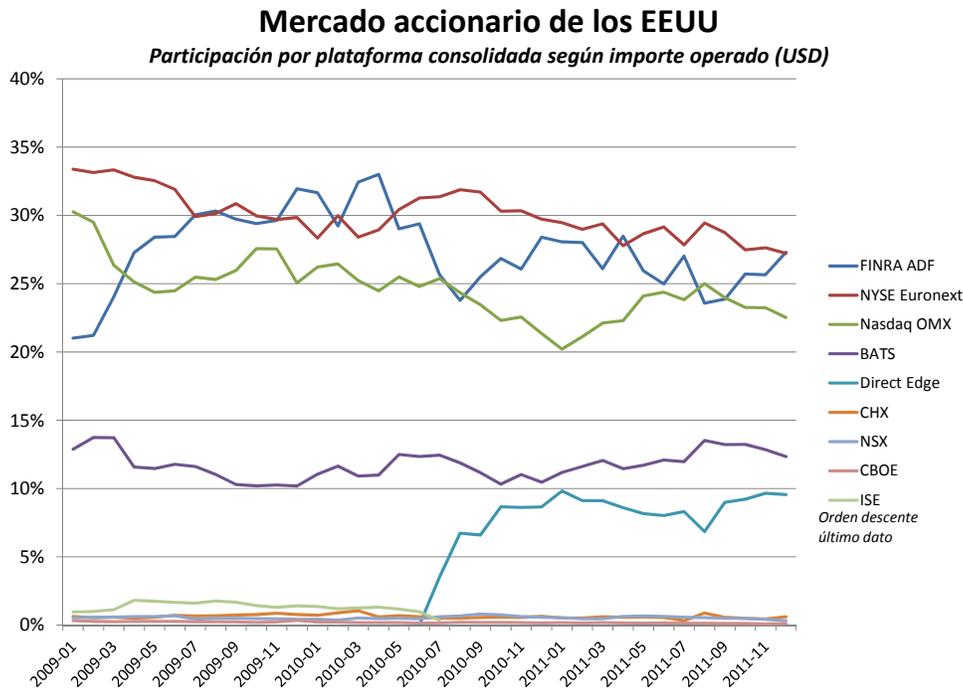
Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

A diciembre de 2011 existían 15 plataformas en el mercado accionario de los EEUU para realizar y/o registrar operaciones, entre las que podemos observar la coexistencia de bolsas tradicionales, como lo es el caso de la NYSE, así como bolsas y/o plataformas alternativas. No obstante, si la consulta se hace por grupo o plataforma, observamos que existen 9 consolidadores.

Al analizar la información de estos tres últimos años (2009-2011) se observa que el consolidador más grande del mercado accionario de los EEUU es FINRA ADF,

ubicándose marginalmente por encima de la bolsa más grande del mundo (NYSE Euronext), de acuerdo al importe negociado sobre acciones en ese país. Igualmente destaca la participación de mercado del conglomerado de NASDAQ OMX al ubicarse en el tercer sitio (ver tabla 3.20).

Tabla 3.20



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

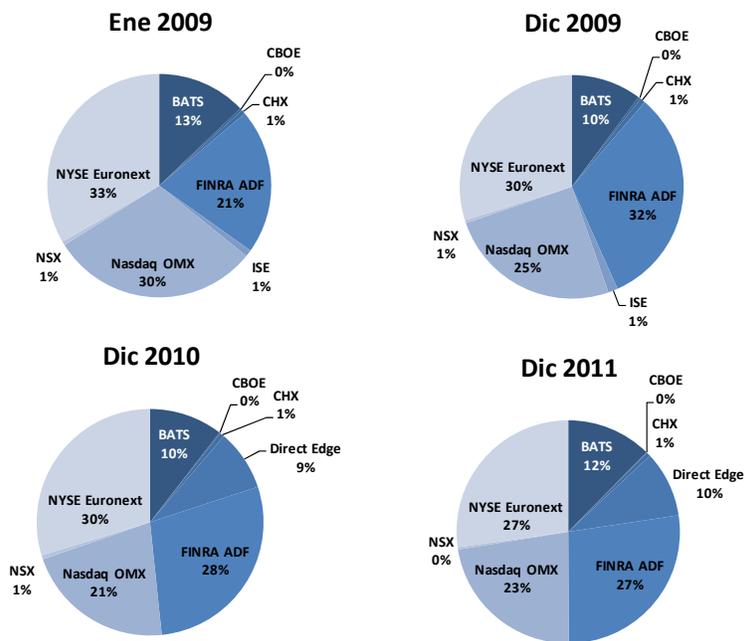
DirectEdge sobresalió en el último año y medio del periodo analizado, al lograr un participación de mercado en forma repentina para ubicarse en el 5° lugar, con el 10% del mercado, representando un importe mensual de 400 mil millones de dólares, afectando directamente a las plataformas tradicionales como NYSE Euronext y NASDAQ OMX.

De acuerdo a lo publicado en sitio de Direct Edge (consultada en junio de 2012), textualmente indica que son la bolsa de acciones más nueva de EEUU, la cual ofrece la siguiente generación de los mercados públicos. Se califican como un mecanismo multiplataforma que bajo un sólo tipo de orden busca que converja oferta y demanda como una forma complementaria a la liquidez de los mercados basado en la sensibilidad existente en: el costo de transacción, tasa de éxito y velocidad en el completado de las órdenes enviadas al mercado, manteniendo alta calidad en la ejecución y baja latencia.

Direct Edge opera dos plataformas “EDGA Exchange” y “EGDX Exchange” bajo las cuales es posible negociar la totalidad de acciones de empresas públicas de los EEUU. Los orígenes de este grupo se remontan a 1998 como un ECN y 10 años más tarde logran una asociación con la *International Securities Exchange (ISE)* logran tomar el control de dicha bolsa. En julio de 2010 la SEC de los EEUU otorgó la autorización para convertir los dos ECN en bolsas de valores. En la actualidad ISE continúa operando como bolsa de derivados (opciones) sobre acciones, así como sobre divisas.

Tabla 3.21
Mercado accionario de los EEUU

Participación por plataforma consolidada según importe operado (USD)



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Destaca el crecimiento de Direct Edge en donde NYSE se vio reducido en 10 puntos porcentuales en la participación de mercado, NASDAQ perdió 7 puntos porcentuales de su participación en el mercado, BATS uno, mientras que FINRA ganó 6 puntos porcentuales y Direct Edge 10 puntos. El crecimiento ha sido tan grande de esta nueva bolsa que en noviembre de 2011 dio a conocer su intención de abrir una en Brasil.

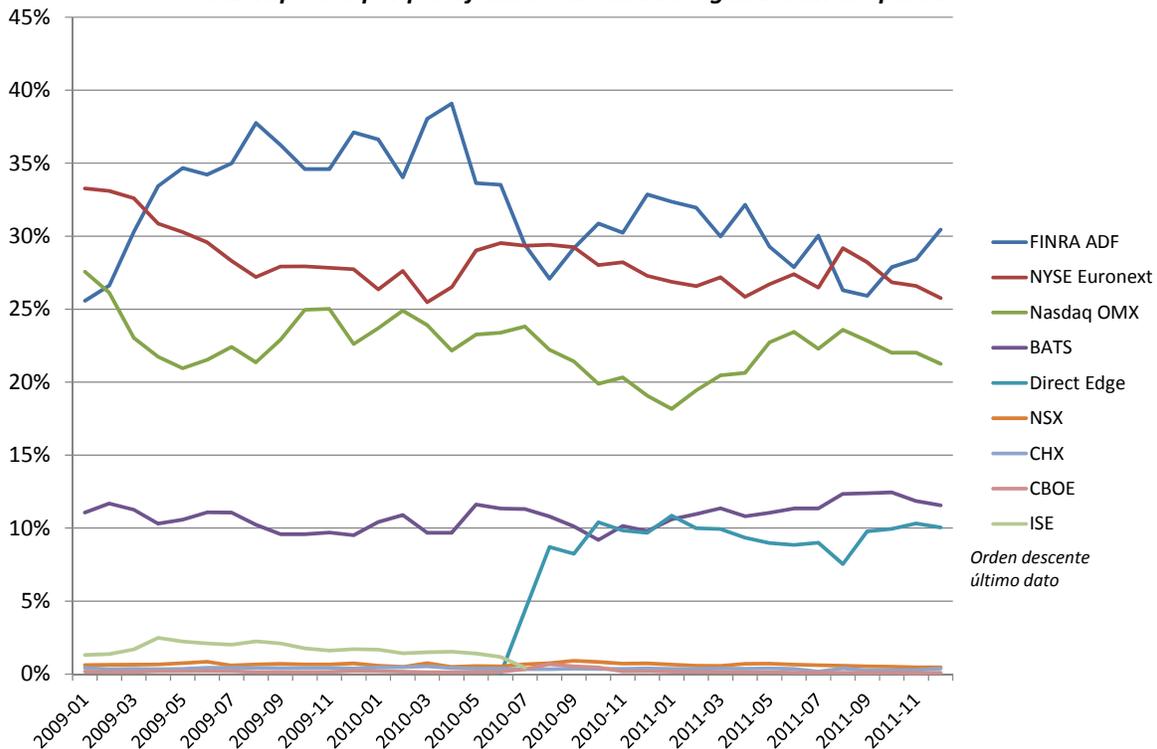
Otra forma de analizar la información anteriormente presentada y que valida el argumento expuesto, arroja como resultado que en el periodo analizado NYSE Euronext

perdió participación en el primer semestre de 2008 y después se mantiene en el mismo rango [25-30%] (ver tabla 3.21).

Tabla 3.22

Mercado accionario de los EEUU

Participación por plataforma consolidada según volumen operado



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

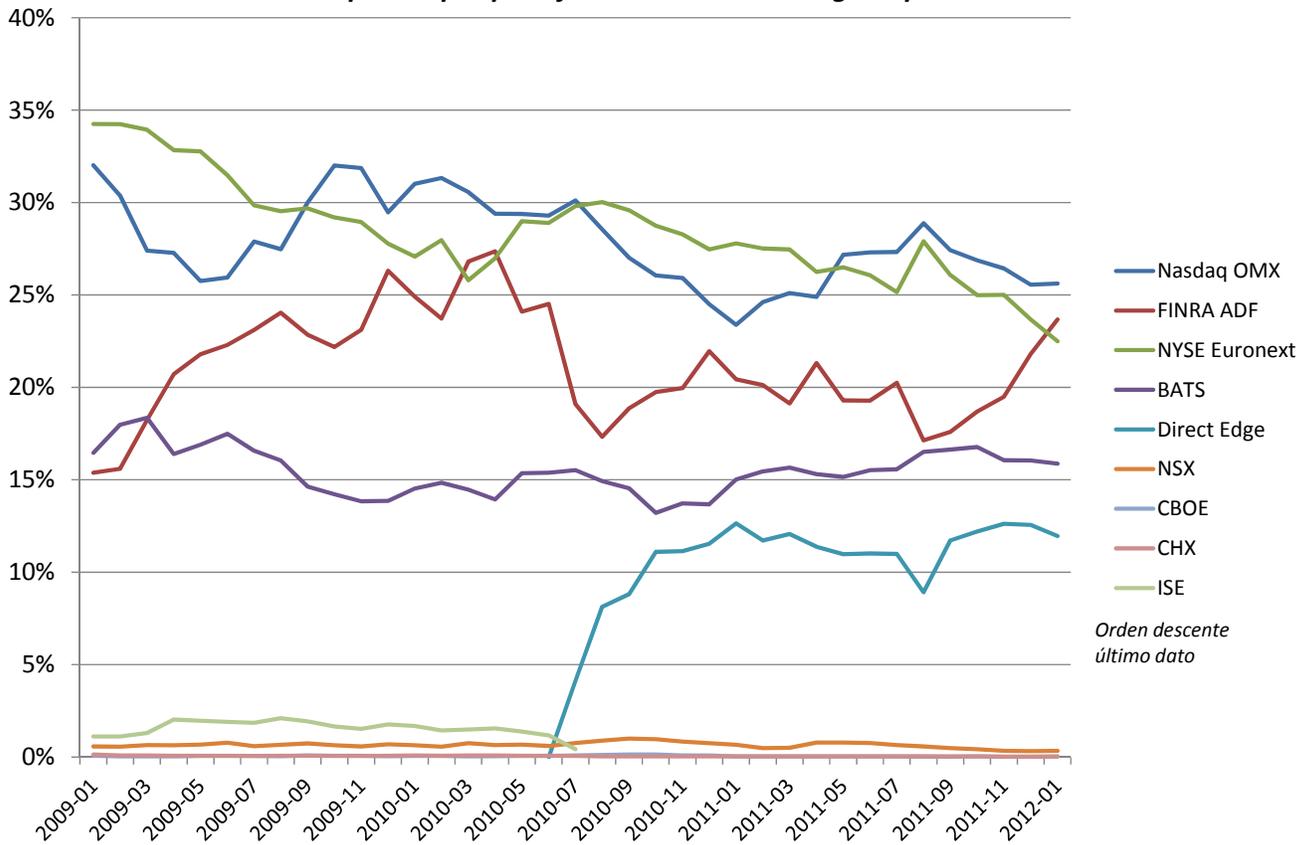
Analizando la información según el volumen operado, se muestra gran similitud en tendencia aunque puede observarse al cierre de diciembre una variación entre el 1er y 2° lugar equivalente al 5%, dejando FINRA ADF sensiblemente atrás a NYSE Euronext (ver tabla 3.22).

No obstante, el indicador que normalmente lidera la participación de mercado es el de importe operado, dado el significado que tiene el intercambio real bajo la perspectiva de flujo financiero, mientras que en un análisis de volumen intercambiado se refiere a la liquidez en términos de la unidad intercambiada, en este caso acciones.

Tabla 3.23

Mercado accionario de los EEUU

Participación por plataforma consolidada según operaciones



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

La aproximación desde la perspectiva del número de operaciones se da en función al tamaño de las órdenes y muestra de alguna manera la pulverización que podría existir en el mercado, por lo que toma relevancia para el inversionista final, dado que un bajo número de operaciones y alto volumen e importe operados puede reflejar la existencia de pocos inversionistas o que hay operaciones de bloque que se están llevando a cabo en el mercado, minimizando las oportunidades de pequeños inversionistas (ver tabla 3.23).

Tabla 3.24

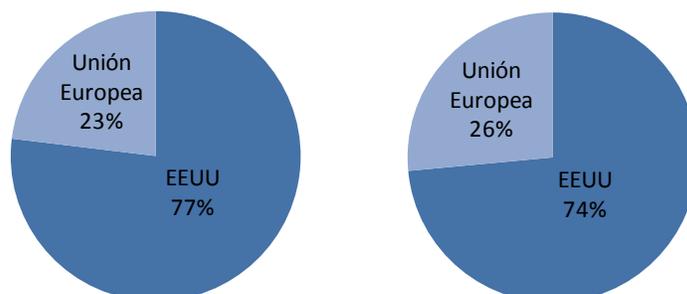
Comparación entre regiones

Mercado Accionario EEUU Vs UE

Según importe operado (USD)

Ene 2009

Dic 2011



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

La comparativa del mercado accionario de los EEUU con el de la Unión Europea encontramos que la relación es 3:1, y se observa que en los tres últimos años el mercado de la UE ha ganado 3 puntos porcentuales (ver tabla 3.24).

Al cierre de diciembre de 2011 el mercado de los EEUU tuvo un valor económico de 4 billones⁷⁰ de dólares y la Unión Europea del orden de los 1.5 billones. Para fines de esta comparación, los importes que se han utilizado se encuentran expresados en dólares de los EEUU.

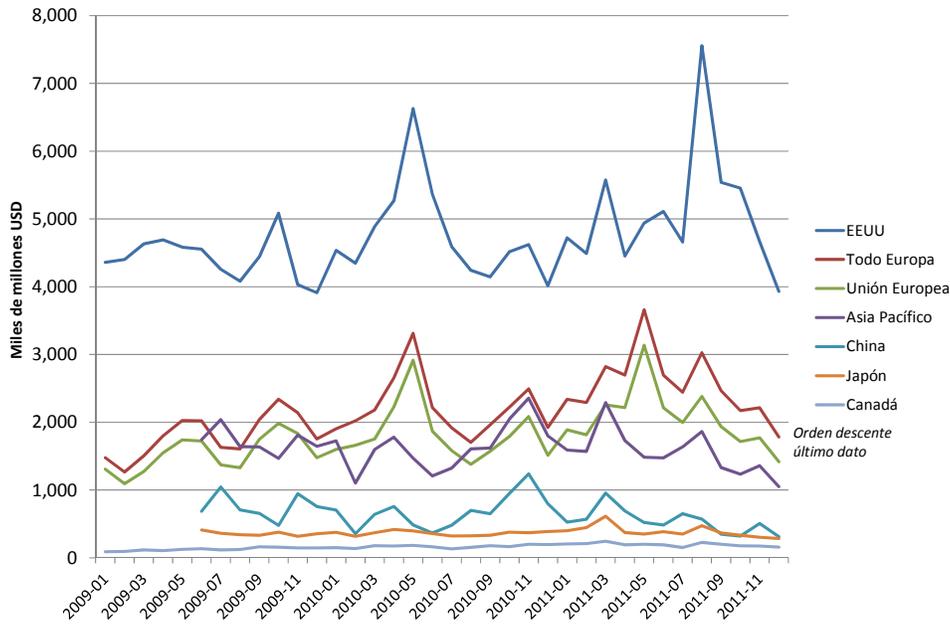
A efectos de poner en contexto el tamaño de otros mercados a los anteriormente expuestos, el de Asia Pacífico ha sido inferior términos de importe operado expresado en dólares, al de la Unión Europea a lo largo de los últimos nueve meses, aunque en algunos meses previos llegó a mostrar un valor económico superior, sobre todo en el segundo trimestre de 2010.

En la tabla se ha añadido a Canadá, China y Japón con el objeto de mostrar la dinámica de EEUU no sólo con otros bloques sino también en la comparativa de otros mercados relevantes (ver tabla 3.25).

⁷⁰ 4×10^{12}

Tabla 3.25

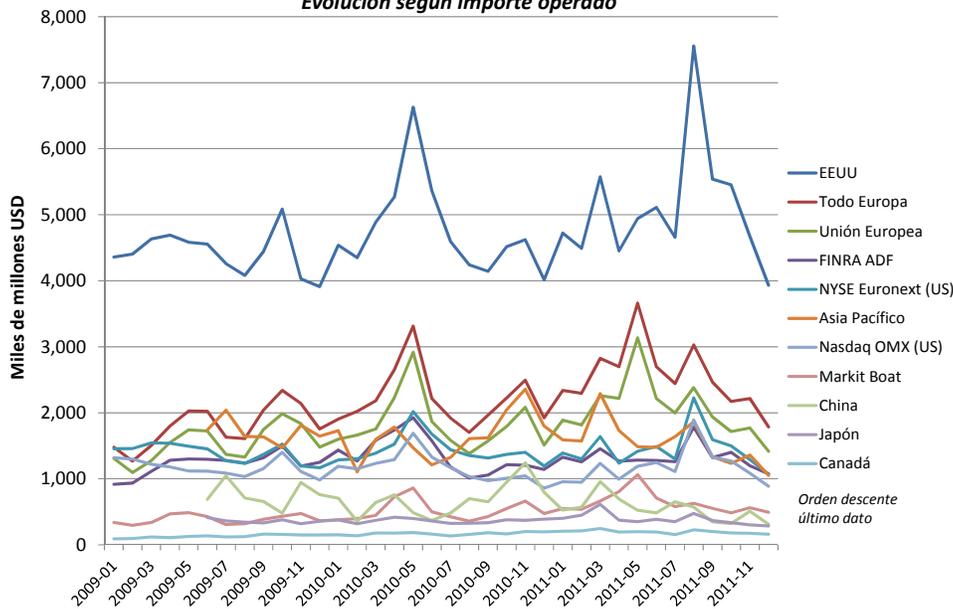
Mercado Accionario EEUU, Europa y Asia Pacífico
Evolución según importe operado



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Tabla 3.26

Mercado Accionario comparativa de Regiones Vs Principales plataformas consolidadas
Evolución según importe operado



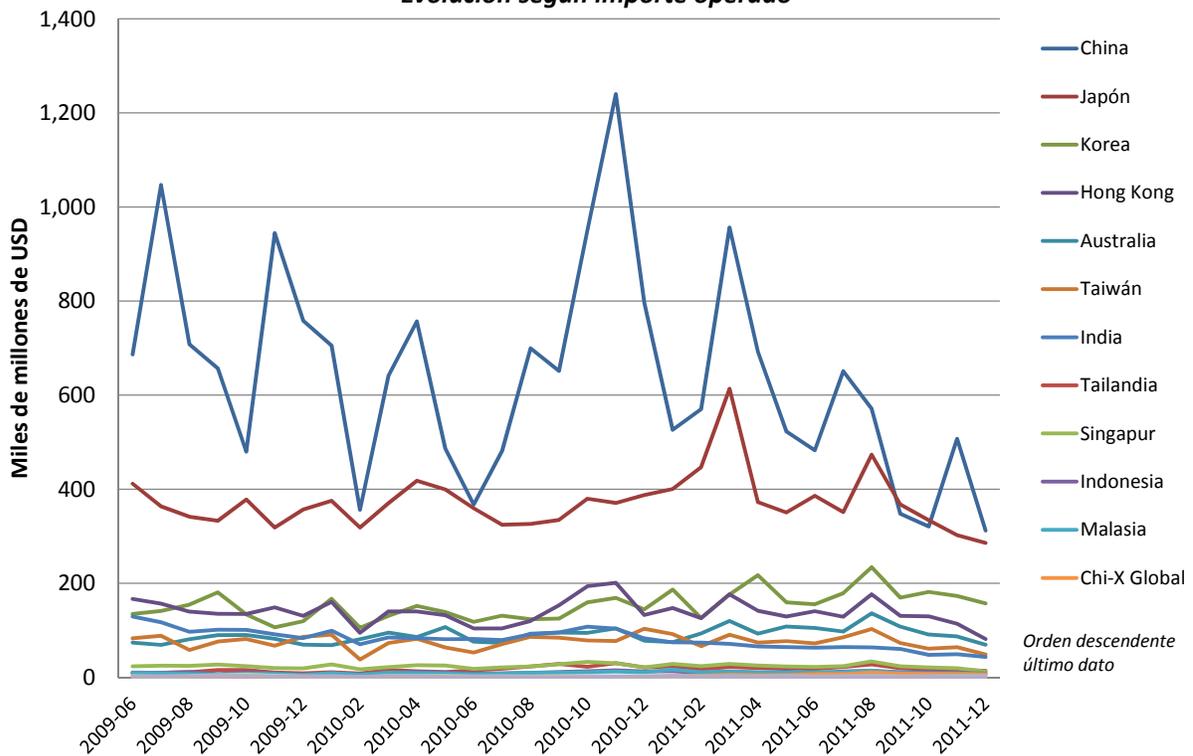
Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

El tamaño y relevancia de algunos grupos como NYSE Euronext o FINRA ADF se evidencia al compararlos con el tamaño total de los mercados chino, japonés o canadiense, en donde individualmente estos dos consolidadores se observa que su tamaño es varias veces más grande que los mercados señalados anteriormente (ver tabla 3.26).

Tabla 3.27

Mercado Accionario Asia Pacífico

Evolución según importe operado



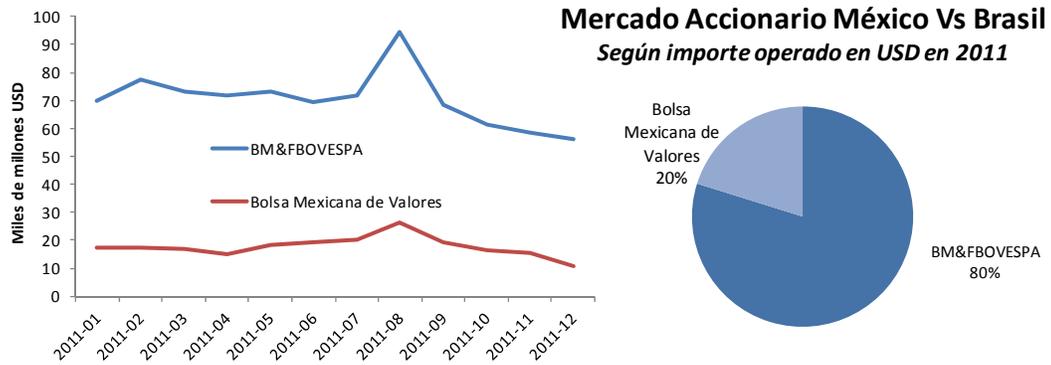
Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

Con los datos obtenidos analizamos la región de Asia Pacífico en donde en orden descendente ocupan el primer lugar China, seguido por Japón y Korea. Obsérvese que Chi-X Global empieza a tener presencia en la región aunque en forma incipiente y, que ante la eventual entrada de cambios regulatorios, su participación podría cambiar rápidamente según lo que hemos visto con anterioridad (ver tabla 3.27).

Finalmente, el comparar el tamaño de los dos principales mercados de la región en la que compete México como país emergente, encontramos que el mercado accionario

brasileño es tres veces más grande que el mexicano. El comportamiento que uno y otro mostraron en 2011 tiene gran correlación (ver tabla 3.28).

Tabla 3.28



Fuente: Tabla propia con datos de Thomson Reuters/EMSR

CAPÍTULO IV

LA INTEGRACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL DE MEXICO EN EL CONTEXTO DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

El mercado bursátil de México⁷¹ no se ha quedado al margen de la tendencia a la integración de los de los mercados de valores a nivel mundial que ha venido ocurriendo durante las últimas dos décadas. No obstante, este proceso presenta características particulares; por un lado, dicha integración ha sido con el mercado bursátil de los EEUU, principal socio comercial de nuestro país y, por el otro, si bien este proceso de integración comparte algunas semejanzas con otras experiencias a nivel internacional, el mismo presenta características particulares, que en cierta medida se corresponden con la misma estructura del mercado local, como es su baja profundidad tanto en el mercado accionario como de derivados.

4.1. Proceso de integración del mercado accionario mexicano

Al igual que en otros países, en el caso de México, una de las medidas que dieron paso al proceso de liberalización del mercado de capitales local fue el listado en la Bolsa de Nueva York (NYSE) del ADR (American Depositary Receipt)⁷² sobre la acción de Teléfonos de México, serie L, en mayo de 1991 (Bakaert, Campbell y Lumsdaine, 2002; Bakaert, Campbell y Lundblad, 2005; Karolyi, 2002). Este sería el primer caso de una empresa mexicana listada en la BMV que registró un ADR en una bolsa del exterior⁷³. Dos

⁷¹ Para los fines de este trabajo, consideramos a los mercados organizados de acciones y de derivados.

⁷² Los *American Depositary Receipts*, también conocidos como *American Depositary Shares* (ADSs), son certificados de depósito que están amparados por un banco custodio de los EEUU. Estos certificados pueden ser sujetos de negociación en ese mercado OTC o bursátil, y pueden o no levantar capital, dependiendo de la autorización y registro que hayan tenido por parte de la *Securities Exchange Commission* (SEC) de ese país. Los Depositary Receipts (DR) fueron desarrollados por JPMorgan en 1927, como un vehículo para los inversionistas pudieran registrar y ganar dividendos en acciones no americanas, ya que éstos no tenían acceso a los mercados locales en forma directa. Entre las razones por las que las empresas deciden recurrir a programas de ADRs, se encuentran las siguientes: porque el precio de las acciones reacciona favorablemente en el primer mes de haber listado las acciones fuera del país de origen, y porque el desempeño en el precio es altamente variable a lo largo del primer año de haber listado el ADR, lo cual depende del comportamiento del mercado origen, su capitalización, las necesidades de financiamiento que tenga y otros factores específicos de la compañía (Karolyi 1998).

⁷³ Karolyi (2002) refiere que numerosos análisis sobre el proceso de liberalización del mercado de capitales, asocian el listado del ADR (American Depositary Receipt)⁷³ sobre la acción de Teléfonos de México, serie L, en la NYSE como el primer ADR de una empresa mexicana listada. No obstante, señala que previo a ello, otros ADRs sobre acciones mexicanas se negociaban en el mercado OTC, como lo es el caso del ADR de Telmex A (enero de 1980), Tubos de Acero de México (enero 1964), Grupo Sidek B (septiembre de 1989), Grupo Synkro (junio 1990), así como Femsa en apego a la "Rule 144A" (Abril 1991).

años más tarde, y tras el éxito de los ADRs sobre acciones de Telmex L, se encontraban registrados también en esa misma bolsa, ADRs sobre las acciones de Grupo SIMEC⁷⁴, Grupo Radio Centro y Coca-Cola Femsa, en ese orden cronológico; mientras que el de Kimberly Clark de México se negociaba en el mercado OTC de aquel país. Algunos de los mencionados ya empezaban a recurrir a levantar capital en los EEUU, ver tabla A-II del Apéndice.

Rápidamente se incrementó el registro de ADRs sobre acciones mexicanas que cotizaban en Amex, New York Options Exchange, NYSE, Philadelphia Stock Exchange, que se sumaron a las cotizadas en las bolsas de Londres y Luxemburgo. Estos hechos, vistos desde la perspectiva del inversionista extranjero, marcan el origen de la integración del mercado accionario mexicano al de los EEUU (Mendiola, 2010); además de que ello marca el punto de partida para su negociación en otros países, a través de los *Global Depositary Receipts* (GDRs). Así, mediante estos instrumentos los inversionistas externos pudieron tener posiciones en acciones mexicanas sin tener que acudir al mercado mexicano directamente. La contraparte de esta apertura del mercado de capitales fue una mayor competencia para nuestro mercado local por la captación de mayores flujos de capitales externos, y, por tanto, la pérdida de la posibilidad de que el mercado de capitales se convirtiera en una fuente de fondeo de la inversión productiva, ante la posibilidad de recibir en ese entonces, mayores flujos de capital externo. De cualquier forma, no existe certeza de que dichos recursos hubieran sido utilizados con este fin.

Al ser negociados en el mercado más líquido y profundo del mundo, los ADRs sobre acciones mexicanas generan gran operatividad en el mercado origen, esto es, en el mercado mexicano, pues cada vez que se cierra una operación en el exterior a un diferente precio, hace necesaria la operación en forma cuasi-simultánea en la Bolsa Mexicana de Valores (Furstenberg y Tabora, 2004), para equilibrar el precio en ambos mercados; de lo contrario habrá oportunidad de arbitraje⁷⁵. Al respecto, debe considerarse

⁷⁴ Para mayor detalle ver la tabla A- II del Apéndice.

⁷⁵ El arbitraje consiste en aprovechar el diferencial de precio entre dos mercados dando oportunidad de que los inversionistas lo aprovechen comprando ADRs en el mercado barato para venderlo en el mercado caro, actividad que permite obtener utilidades en este tipo de operación y que en esencia es libre de riesgo. Hay quienes se dedican a ello, tomando ventaja de su infraestructura y agilidad para realizarlas.

que si una operación se realiza en un mercado mucho más profundo que el mercado local, la voracidad de los grandes inversionistas, como los inversionistas institucionales, quienes toman decisiones por regiones en forma de bloque ante noticias que surgen en la economía internacional, afectará de manera inmediata la posición de los activos locales desde el exterior vía los ADRs y, por ende, los precios en el mercado mexicano (Karolyi, 2002). Ello explica la elevada correlación entre el comportamiento del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la BMV y el Índice Dow Jones Industrial (DJI), ya que las operaciones en bloque por tipo de industria que realizan los inversionistas institucionales afecta a las empresas que se ubican en dicha rama o sector económico a nivel global. Esto significa que las empresas mexicanas resultan afectadas positiva o negativamente en el mercado de los EEUU y, de manera instantánea, en el mercado local.

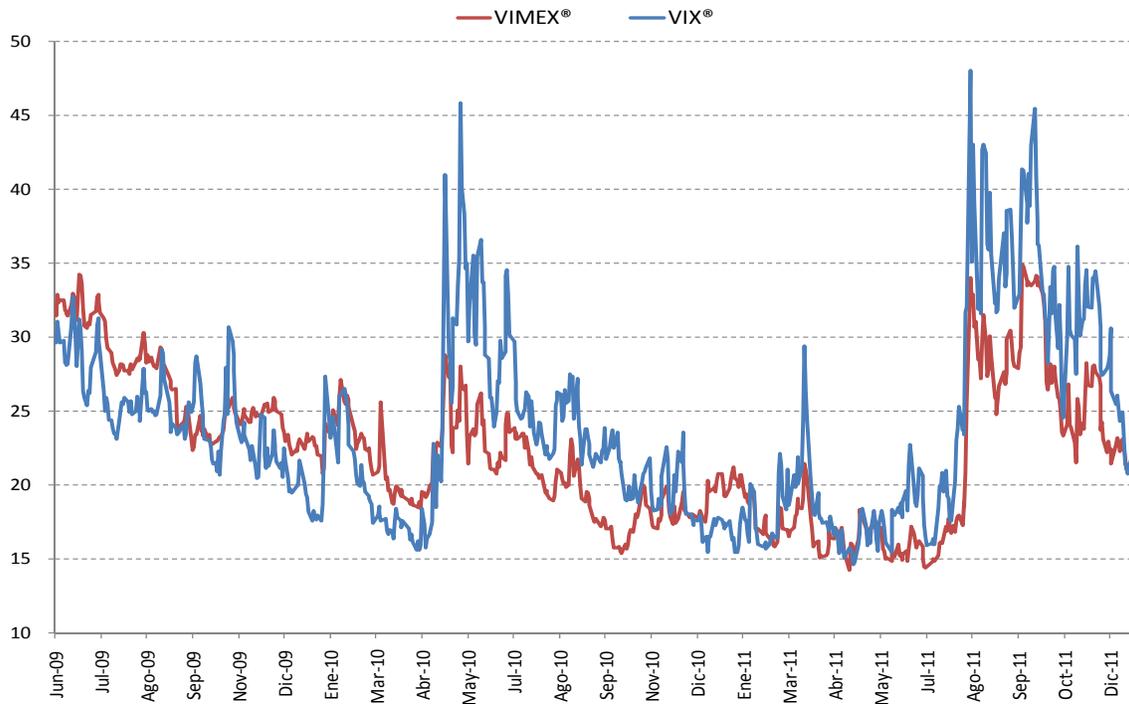
De acuerdo con Hargis (2002), existe evidencia empírica que muestra que en los mercados de América Latina la volatilidad ha descendido significativamente; pero en el caso de México, la transmisión de la volatilidad del mercado de los EEUU se incrementó después de la liberalización de los mercados de capitales. Ello lo demuestra la alta correlación entre la volatilidad en el mercado de capitales de los Estados Unidos, medido a través del Índice "VIX" que calcula el CBOE, y el Índice de Volatilidad México "VIMEX", que calcula MexDer para el mercado de capitales local, tomando como insumo base los contratos de opción sobre el índice S&P500 y el IPC, respectivamente (ver tabla 4.1).

La creciente integración de los mercados bursátiles ha elevado la posibilidad de que los emisores participen en otros mercados distintos al local, ya sea para diversificar sus carteras, dar mayor profundidad y liquidez a sus acciones, así como levantar capital, si el programa del ADR fue diseñado para ello⁷⁶. Según BNY Mellon (The Bank of New York Mellon), a marzo de 2012, existía un registro de 58 acciones mexicanas que contaban con un ADR en los EEUU; siendo sólo 14 empresas las que han levantado capital en ese mercado, entre 1991 y 2012.

⁷⁶ Los programas de ADRs negociados en bolsa son patrocinados por las compañías, y pueden estar encaminados a levantar recursos o sólo cotizar. En ambos casos, esto se puede hacer en el mercado organizado o extrabursátil. Cada uno de estos requiere una autorización distinta por parte de la autoridad de los EEUU (SEC- *Securities and Exchange Commission*), así como del compromiso y obligatoriedad de la emisora para presentar información de acuerdo a la regulación que le aplique para cada caso, siendo muy estricta en el tiempo y forma en la que deben presentarse a dicha Comisión.

Tabla 4.1

Indice de Volatilidad México (VIMEX) y Volatility Index (VIX)



Fuente: MexDer

El reducido tamaño del mercado mexicano comparado con el mercado de los EEUU., el mercado más grande del mundo, nos lleva a preguntarnos: ¿Las variaciones en los precios en el mercado local son originadas aquí o en el exterior?⁷⁷ (Furstenberg y Tabora, 2004). Para ser más explícitos con el cuestionamiento anterior, veamos la siguiente comparación que se hace entre los importes negociados en ADRs en el mercado de los EEUU y los importes negociados en las acciones sobre esos mismos ADRs. El importe negociado en ADRs sobre acciones mexicanas en 2011, es equivalente a 1.15 veces el importe negociado en esas mismas acciones en la BMV; desde otro punto

⁷⁷ De acuerdo con Bernard Baumohl (2008), existe un número importante de factores y variables internos que afectan el comportamiento del mercado accionario de un país, con diferentes grados de impacto. Pero, dada la globalización de los sistemas financieros, existen factores exógenos que igualmente afectan a los mercados accionarios locales. De acuerdo con su estudio para el caso de los EEUU, hay 48 variables que afectan directamente el mercado accionario de ese país; si consideramos el tamaño, importancia y listado de ADRs's de otros países en este mercado, es evidente que las variaciones en el mercado de los EEUU generará impactos globales. Ello quedó demostrado recientemente, con la crisis del sector hipotecario *subprime* de esa economía.

de vista, ello significa que, de la suma de ambos importes operados, el 56.56% se negoció en ADRs y el 46.44% se negoció en la BMV sobre esas mismas acciones que tienen un ADR.

Contrario a lo que pudiera pensarse, las acciones mexicanas tienen mayor liquidez en el extranjero al ser más operadas que en el mercado de origen. La proporción es claramente mayor en los doce años analizados desde dos distintas perspectivas: en la primera comparamos el importe negociado en todo el mercado local –representado por BMV- contra el importe negociado en el exterior sobre ADRs de empresas mexicanas, y; en el segundo comparamos el importe negociado en el mercado local (BMV) de las acciones mexicanas que tienen un ADR, contra el importe negociado en el exterior sobre ADRs de empresas mexicanas.

El dominio del mercado externo es claro, aunque en 2011 la brecha se reduce en el primer desde la primer perspectiva analizada, y en donde podría argumentarse no es equitativa o válida esta comparación. Al respecto, deben considerarse dos aspectos. Por un lado, la baja que se dio en la operatividad en el 2009 a nivel mundial, resultado de la crisis financiera internacional, que se reflejó en la caída del importe en ADRs. Por el otro, el crecimiento simultáneo del Nafrac en el mercado mexicano, el cual duplicó su importe negociado entre 2009 y 2011⁷⁸; este comportamiento se observa en las tablas 4.2 y 4.3.

Si el análisis queremos hacerlo “más justo”, recurriríamos al segundo escenario, en donde los resultados son menos alentadores, ya que en los años 2007 y 2008, por ejemplo; el importe negociado fuera de México, fue más del doble que el negociado en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV); mientras que en 2006, el mercado local presentó un décimo del importe negociado para esas mismas acciones en el exterior, según se muestra en las tablas 4.4 y 4.5.

El efecto de esta integración del mercado mexicano no es reciente, como puede comprobarse si se toma en consideración un periodo más amplio que el que hasta ahora

⁷⁸ El Nafrac, como replicador del principal indicador del mercado accionario mexicano, el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), que es negociado en BMV a efectos de que los inversionistas al comprar dicho certificado puedan obtener los mismos rendimientos que si invirtieran en la canasta de acciones que conforman a dicho indicador en la misma proporción que pondera cada una de ellas; ante el crecimiento derivado del éxito que ha tenido y el cual se puede confirmar a través del valor de los activos netos que administra (al cierre de septiembre de 2012 ubicado en 85.2 miles de millones de pesos) ha ocasionado la generación de mayor operatividad en las acciones que lo componen; y por tanto, en la suma del importe negociado en BMV.

hemos analizado. Para ello, Existen algunos modelos para conocer la integración entre los mercados; por ejemplo, Karolyi (2002) propone hacerlo a través de la varianza de los rendimientos de los ADRs de un mercado determinado, con respecto de las cotizaciones de todas las acciones del mercado origen, siendo un indicador más efectivo que el de la correlación. En su estudio encuentra para el caso de México que la integración es prácticamente perfecta desde 1994 y se mantenía así hasta fines del año, ver tabla A-IA del Apéndice. En ese mismo análisis considera otros aspectos relacionados con la integración de los mercados, como lo es el importe negociado y el valor de capitalización, los cuales muestran una relación directa desde fines de 1991, ver tablas A-IB, A-IC y A-ID del Apéndice.

Tabla 4.2



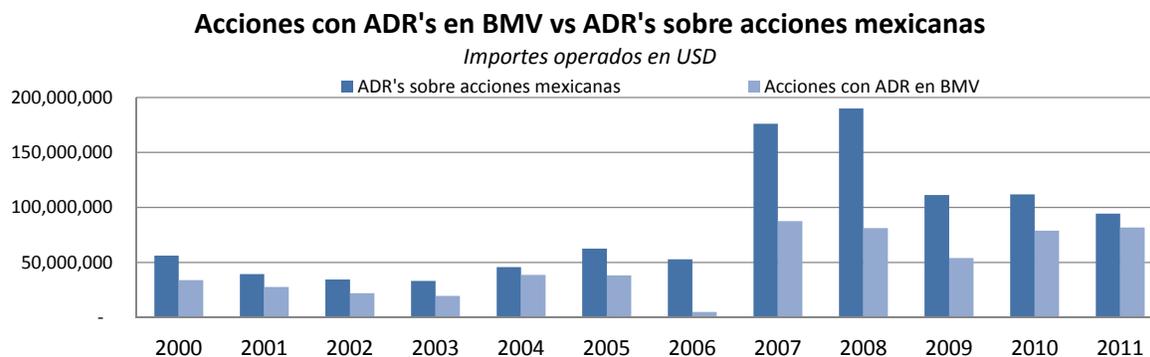
Fuente: Cuadro propio con datos de Bolsa Mexicana de Valores.

Tabla 4.3



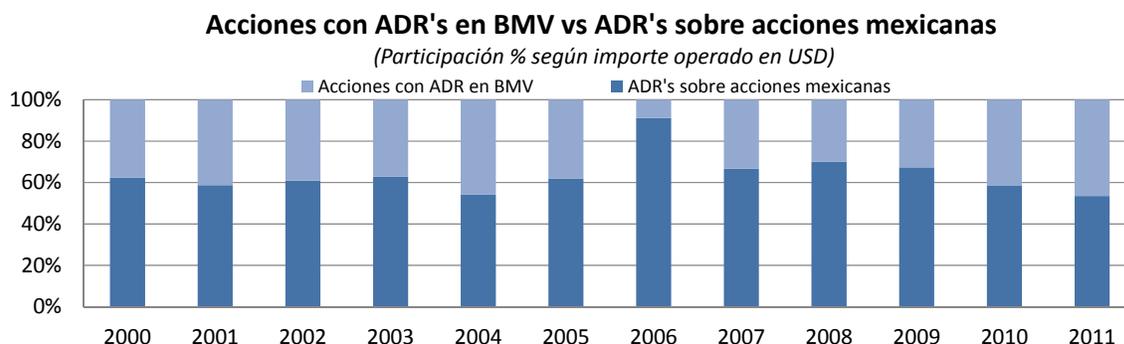
Fuente: Cuadro propio con datos de Bolsa Mexicana de Valores.

Tabla 4.4



Fuente: Cuadro propio con datos de Bolsa Mexicana de Valores.

Tabla 4.5



Fuente: Cuadro propio con datos de Bolsa Mexicana de Valores.

Según Claessens, Klingebiel y Schumkler (2002), un elemento de la globalización es la tendencia a la migración de actividades fuera del territorio nacional, en particular en el caso de los países en desarrollo y emergentes. En este sentido, el mercado bursátil estaría siguiendo esta tendencia al integrarse al mercado bursátil de los EEUU; aunque dicha integración es dependiente, y resulta difícil sostener que la misma pueda revertirse. Este carácter dependiente es el resultado de la integración entre mercados bursátiles cuyo desarrollo presentan fuertes asimetrías, como lo es el mexicano y el estadounidense.

4.2 Fragmentación y dependencia del mercado de valores en el exterior

Originalmente, las operaciones con ADRs sólo podían hacerse en las bolsas más grandes y reconocidas de los EEUU; actualmente, se pueden realizar a través de distintas bolsas incluyendo aquellas de reciente creación o en el mercado OTC, como sucede con cualquier valor que opere en ese país. De acuerdo con un estudio realizado con datos de Fidessa y un servicio que provee para conocer la fragmentación del mercado de un valor determinado, denominado “Fragulator[®]”, se obtuvieron los siguientes datos para algunas de las acciones mexicanas más representativas.

En el ADR sobre la acción de América Móvil L (AMX L), cuyo registro en el NYSE fue en 2005, y actualmente se opera en una gran cantidad de plataformas; se observa que en 2011, el 30.31% se negoció en esa bolsa, y el 19.51% se intercambiaba en una de las plataformas OTC. Si sumamos el porcentaje de negociación en todo el mercado OTC, aquél porcentaje se eleva a 21.5%; ubicando en la segunda alternativa en este mercado debido a que fue el ADR con mayor negociación (ver tabla 4.6). Como se observa, la diversificación no sólo se ha dado en plataformas de mercados organizados, sino también en aquellas que están en el segmento extrabursátil.

En las tablas 4.7 y 4.8 se muestra el comportamiento histórico y la participación porcentual por tipo de plataforma, respectivamente, para el ADR de América Móvil L. En la tabla 4.7, se muestra la información presentada en la tabla 4.6, esto es, la participación de mercado (*market share*), pero de forma histórica; mientras que en la tabla 4.8 se presenta la evolución en función del importe operado.

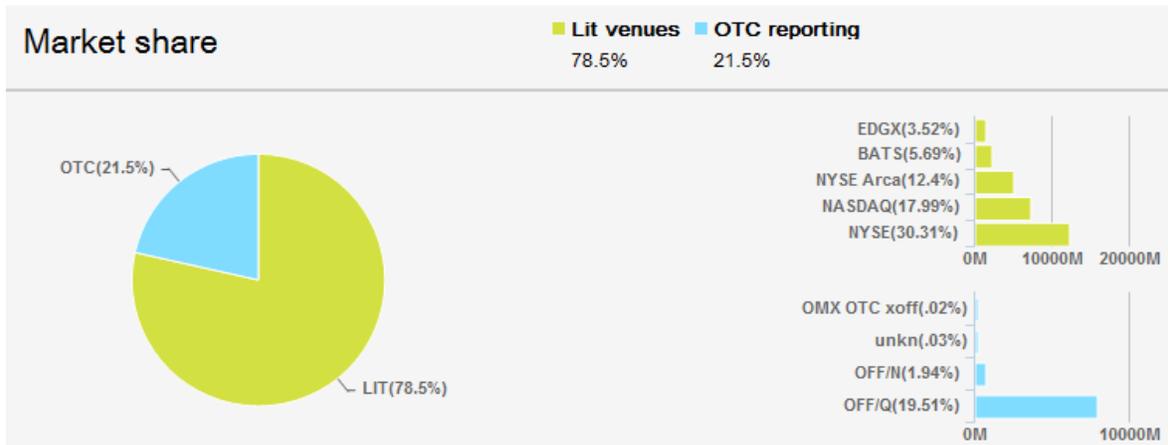
En la tabla 4.9 se presenta con detalle el importe, volumen, número de operaciones, valor promedio por transacción, volumen promedio, porcentaje de participación y precio promedio ponderado para cada una de las plataformas de negociación, en donde fue negociado el ADR sobre la acción de América Móvil L.

Tabla 4.6

**Negociación del ADR de América Móvil L
por tipo de mercado y plataforma**

AMERICA MOVIL SAB DE CV SPON ADR L SHS

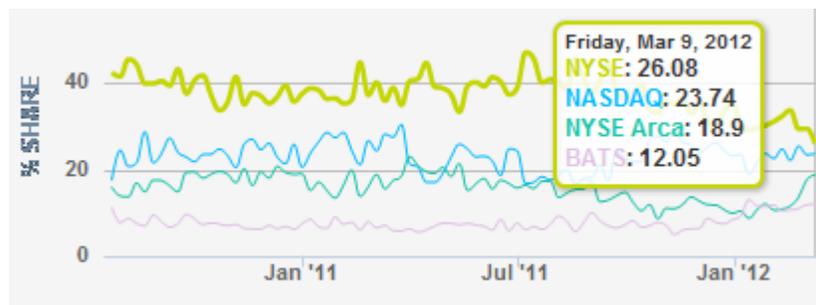
Monday, 2011 January 03 to Friday, 2011 December 30



Fuente: Fragulator® de Fidessa.

Tabla 4.7

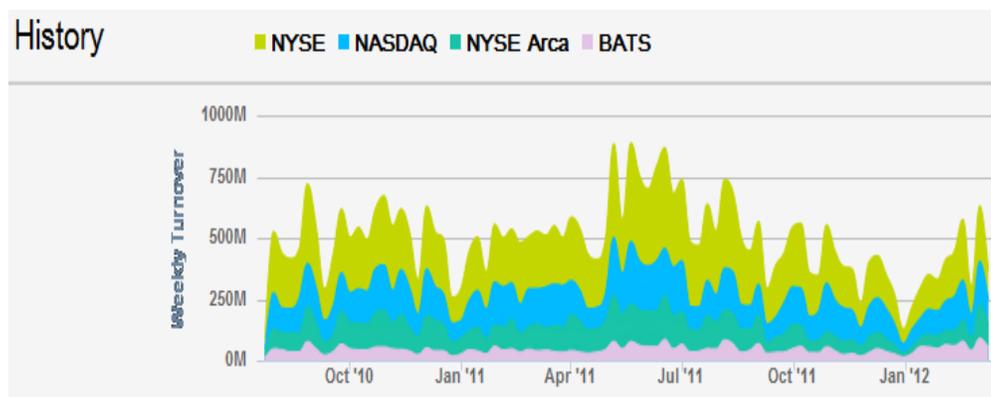
**Participación de mercado histórico del ADR de América Móvil L
por plataforma**



Fuente: Fragulator® de Fidessa.

Tabla 4.8

**Importe negociado histórico del ADR de América Móvil L
por tipo de plataforma**



Fuente: Fragulator® de Fidessa.

El importe negociado en el ADR de AMX L en mercados organizados del exterior es 2% superior al registrado en BMV en el 2011, el cual ascendió a 31.2 miles de millones de dólares. Si sumamos a esta cifra los 8.7 miles de millones de dólares negociados en el mercado OTC, el importe intercambiado en los ADRs de AMX L en el exterior es un 3% superior al importe operado en BMV.

Obsérvese la diferencia en el precio promedio ponderado (PPP) entre las distintas plataformas; ello se traduce en oportunidades para los inversionistas. Estos datos deben tomarse con reserva, porque el PPP es un promedio de todas las transacciones realizadas, para este caso, a lo largo del 2011. Si el PPP corresponde a plataformas que muestran el mayor número de operaciones, entonces, será correcto compararlos entre sí. En cambio, si el PPP corresponde a plataformas donde hubo pocas transacciones, es incorrecto compararlos entre sí, porque dicho promedio es el resultado de operación de unos cuantos días; además de que el precio fluctúa a diario, incluso intra-día.

Tabla 4.9

Detalle de negociación por plataforma del ADR América Móvil L en 2011

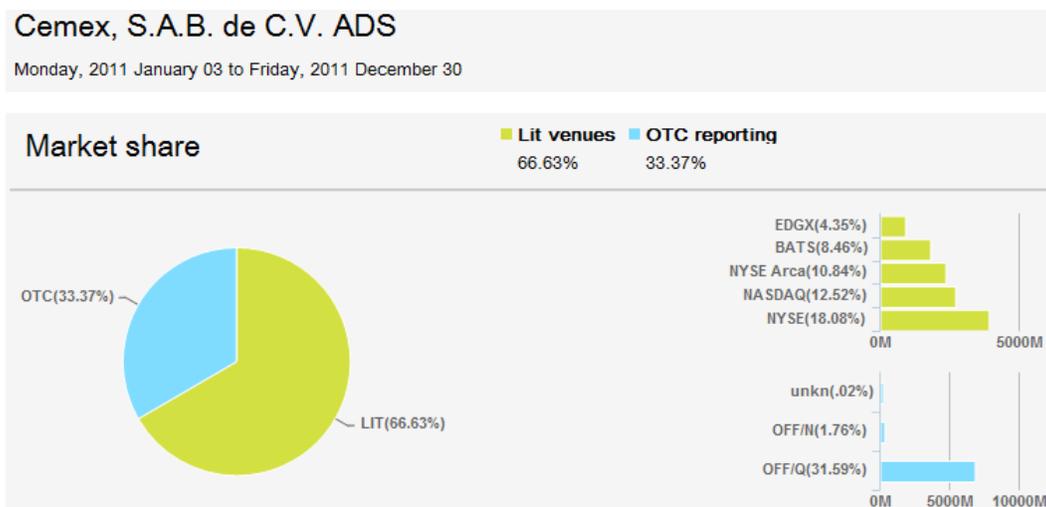
Category	Venue	Trade Type	Turnover (,000 USD)	Volume	#Trades	Av. Value	Av. Size	Share	VWAP
<input checked="" type="checkbox"/> Lit			31,853,495	924,354,733	5,118,456	6,223	181	78.5%	34.4602
	<input checked="" type="checkbox"/> NYSE		12,297,896	355,380,859	1,140,158	10,786	312	30.31%	34.6048
	<input checked="" type="checkbox"/> NASDAQ		7,298,457	208,272,558	1,510,124	4,833	138	17.99%	35.0428
	<input checked="" type="checkbox"/> NYSE Arca		5,032,489	138,576,598	849,045	5,927	163	12.4%	36.3156
	<input checked="" type="checkbox"/> BATS		2,308,192	67,724,736	475,983	4,849	142	5.69%	34.0820
	<input checked="" type="checkbox"/> EDGX		1,427,862	45,125,022	296,538	4,815	152	3.52%	31.6423
	<input checked="" type="checkbox"/> EDGA		1,122,557	35,381,779	261,988	4,285	135	2.77%	31.7270
	<input checked="" type="checkbox"/> NASDAQ BX		929,473	30,341,164	267,564	3,474	113	2.29%	30.6341
	<input checked="" type="checkbox"/> BATS Y		851,297	28,515,156	229,664	3,707	124	2.1%	29.8542
	<input checked="" type="checkbox"/> NASDAQ PSX		381,263	9,211,867	60,116	6,342	153	.94%	41.3882
	<input checked="" type="checkbox"/> NSX		161,354	4,694,110	26,981	5,980	174	.4%	34.3736
	<input checked="" type="checkbox"/> Chicago Stock Exchange		40,706	1,073,762	85	478,891	12,632	.1%	37.9094
	<input checked="" type="checkbox"/> Frankfurt		931	25,516	87	10,699	293	.0%	36.4783
	<input checked="" type="checkbox"/> CBOE		825	26,780	96	8,596	279	.0%	30.8129
	<input checked="" type="checkbox"/> Munich		124	2,969	20	6,206	148	.0%	41.8060
	<input checked="" type="checkbox"/> Dusseldorf		32	1,200	3	10,748	400	.0%	26.8703
	<input checked="" type="checkbox"/> Berlin		29	490	1	28,514	490	.0%	58.1917
	<input checked="" type="checkbox"/> Deutsche Börse		9	167	3	3,135	56	.0%	56.3223
<input checked="" type="checkbox"/> OTC			8,723,965	260,026,593	917,533	9,508	283	21.5%	33.5503
	<input checked="" type="checkbox"/> OFF/Q		7,916,819	236,068,857	792,142	9,994	298	19.51%	33.5361
	<input checked="" type="checkbox"/> OFF/N		787,306	23,568,861	125,357	6,281	188	1.94%	33.4045
	<input checked="" type="checkbox"/> unkn		10,224	187,075	2	5,111,958	93,538	.03%	54.6514
	<input checked="" type="checkbox"/> OMX OTC xoff		9,616	201,800	32	300,491	6,306	.02%	47.6496
Total			40,577,460	1,184,381,326	6,035,989	6,723	196		

Fuente: Fragulator® de Fidessa.

En la tabla 4.10 se presenta el comportamiento del ADR de Cemex CPO en 2011, alcanzando un valor negociado en el mercado OTC de 7.25 miles de millones de USD; valor que sólo fue un 17% superior al importe negociado sobre esta en la BMV, el cual ascendió a 6.17 miles de millones de dólares. Este comportamiento es relevante si consideramos que este es el segundo ADR mexicano más negociado en el mercado de los EEUU. Además, el importe registrado en el mercado OTC del exterior para este ADR, representa la mitad de lo negociado en el mercado organizado fuera de México.

Tabla 4.10

**Negociación del ADR de Cemex CPO
por tipo de mercado y plataforma**

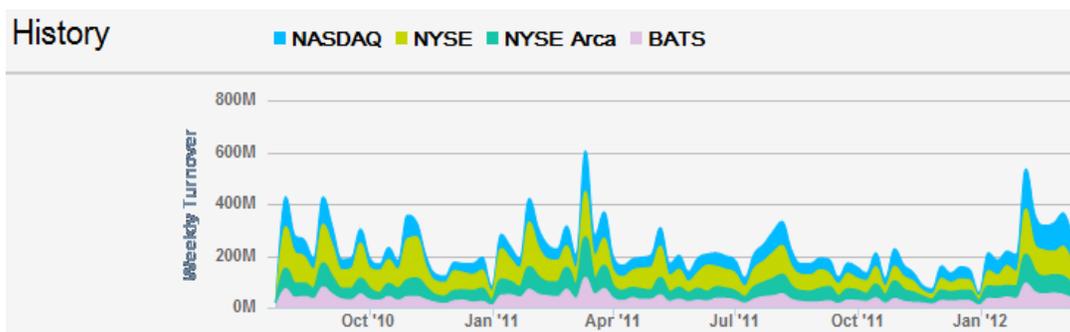


Fuente: Fragulator® de Fidessa.

También es posible apreciar una pulverización más significativa en este caso al compararlo con el ADR de AMX L. La suma del volumen intercambiado en NYSE y NASDAQ es 7.7% superior al negociado en la BMV que ascendió a 31.2 miles de millones de dólares. En la tablas 4.11, 4.12 y 4.13 se presenta el comportamiento del ADR de Cemex CPO bajo los mismos cortes de información que hemos analizado para el caso del ADR de AMXL, obteniendo estas consultas del sistema Fragulator®.

Tabla 4.11

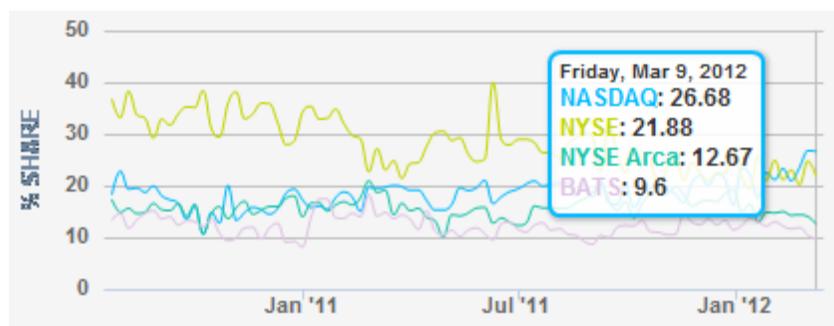
**Importe negociado histórico del ADR de Cemex CPO
por tipo de plataforma**



Fuente: Fragulator® de Fidessa.

Tabla 4.12

**Participación de mercado histórico del ADR de Cemex CPO
por plataforma**



Fuente: Fragulator® de Fidessa

Tabla 4.13

Detalle ADR Cemex CPO

Category	Venue	Trade Type	Turnover (,000 USD)	Volume	#Trades	Av. Value	Av. Size	Share	VWAP
Lit			14,478,196	2,183,893,997	6,870,056	2,107	318	66.63%	6.6295
	NYSE		3,928,839	579,296,278	775,930	5,063	747	18.08%	6.7821
	NASDAQ		2,720,290	413,200,214	1,339,499	2,031	308	12.52%	6.5835
	NYSE Arca		2,355,866	359,426,379	1,168,205	2,017	308	10.84%	6.5545
	BATS		1,838,870	270,949,495	1,144,404	1,607	237	8.46%	6.7868
	EDGX		945,202	150,560,430	520,895	1,815	289	4.35%	6.2779
	EDGA		873,549	130,740,799	672,337	1,299	194	4.02%	6.6815
	BATS Y		706,846	107,280,886	539,285	1,311	199	3.25%	6.5887
	NASDAQ BX		642,468	104,680,623	531,308	1,209	197	2.96%	6.1374
	NASDAQ PSX		341,838	50,164,656	148,622	2,300	338	1.57%	6.8143
	NSX		66,015	9,358,439	26,933	2,451	347	.3%	7.0541
	Chicago Stock Exchange		54,874	7,579,493	301	182,304	25,181	.25%	7.2397
	CBOE		2,096	390,848	1,939	1,081	202	.01%	5.3627
	Frankfurt		1,332	244,846	360	3,699	680	.01%	5.4391
	Munich		64	13,431	26	2,453	517	.0%	4.7485
	Deutsche Börse		32	3,390	8	3,944	424	.0%	9.3073
	Berlin		17	3,790	4	4,361	948	.0%	4.6024
OTC			7,250,966	1,090,811,206	2,047,208	3,542	533	33.37%	6.6473
	OFF/Q		6,864,606	1,032,324,615	1,829,734	3,752	564	31.59%	6.6497
	OFF/N		382,938	57,807,680	217,471	1,761	266	1.76%	6.6243
	unkn		3,422	678,911	3	1,140,578	226,304	.02%	5.0400
Total			21,729,161	3,274,705,203	8,917,264	2,437	367		

Fuente: Fragulator® de Fidessa.

Al analizar los 36 ADRs sobre acciones mexicanas cotizados en mercados del exterior, se observa que durante en el 2011, sólo 3 de ellos; Mexichem, Grupo Hérdez y Grupo Gigante, fueron operados en su totalidad en mercados organizados, mientras que el resto presentaron operatividad simultánea en el mercado extrabursátil. De ese mismo universo de ADRs sobre acciones mexicanas y mismo periodo analizado, 4 de ellos tuvieron una operatividad mayor en los mercados OTC comparada con la de los mercados organizados. Estos ADRs fueron las de Transportación Marítima Mexicana, Grupo Carso, Inmuebles Carso y Organización Soriana⁷⁹ (ver tabla 4.14).

Con la información anterior es difícil obtener una conclusión específica del porqué cierto tipo de ADRs se negocian en mayor o menor medida en mercados organizados o extrabursátiles; análisis que se puede complementar con la liquidez que observa cada uno de ellos al tomar en consideración su importe negociado y que se analiza en la tabla 4.15. Ahí podremos apreciar que estos ADRs se encuentran entre los que menor operatividad tuvieron. Por tanto, una primera conclusión a la que podríamos llegar con esta información, es que los ADRs mexicanos en el 2011 que observaron una menor demanda e interés por parte de los inversionistas fueron negociados mayoritariamente en el mercado extrabursátil.

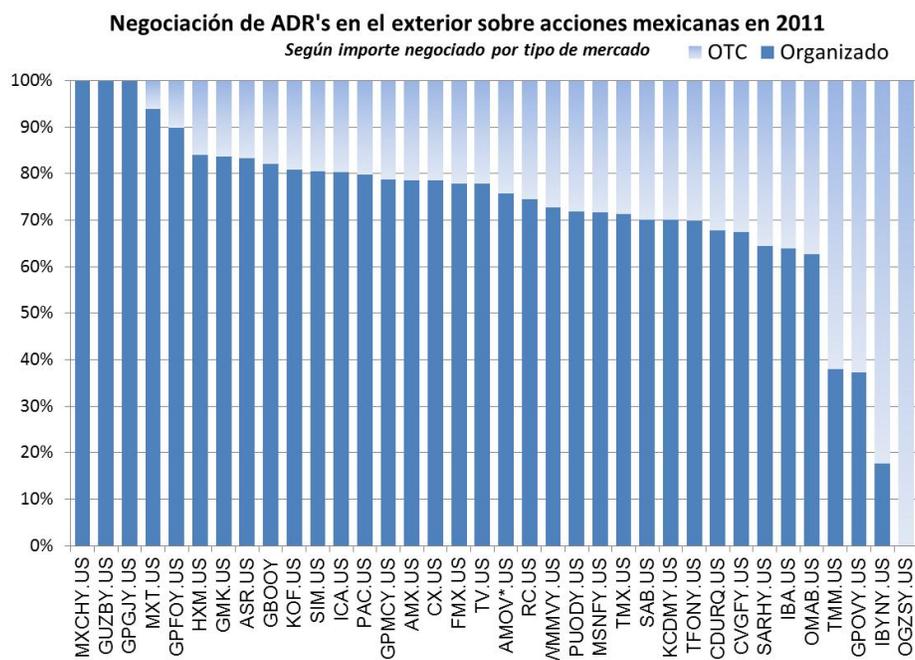
Al igual que en el caso de lo que ocurre en el mercado local⁸⁰, en el exterior destaca la elevada concentración del importe operado en un pequeño grupo de valores, al acumular 4 ADRs sobre acciones mexicanas el 87.8% del importe operado; América Móvil L el 43.8%, Cemex CPO el 23.3%, Televisa CPO el 11.30% y Femsa UBD el 9.35% (ver tabla 4.15)⁸¹.

⁷⁹ Para ver la homologación de claves entre las de BMV y las de los ADRs, así como la interpretación de las mismas, véase la tabla A-III del Apéndice.

⁸⁰ Del importe total negociado en 2011, el 74% fue concentrado en 9 valores, 2 de ellos, Nafrac y Amx L, representaron el 47%. Para mayor información al respecto, ver la tabla A-III del Apéndice.

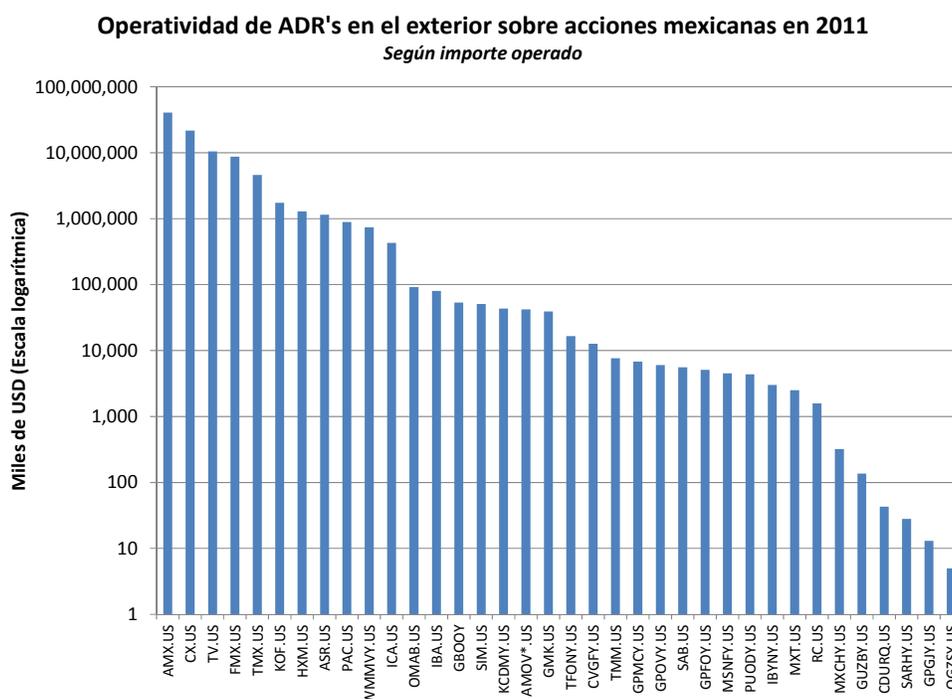
⁸¹ Las Tablas 4.15 y 4.16 se presentan en escala logarítmica por la diferencia en los órdenes de magnitud. Por tanto una diferencia visualmente pequeña debe de interpretarse con el debido cuidado.

Tabla 4.14



Fuente: Cuadro propio con información de DR Directory de BNY Mellon y Fragulator de Fidessa.

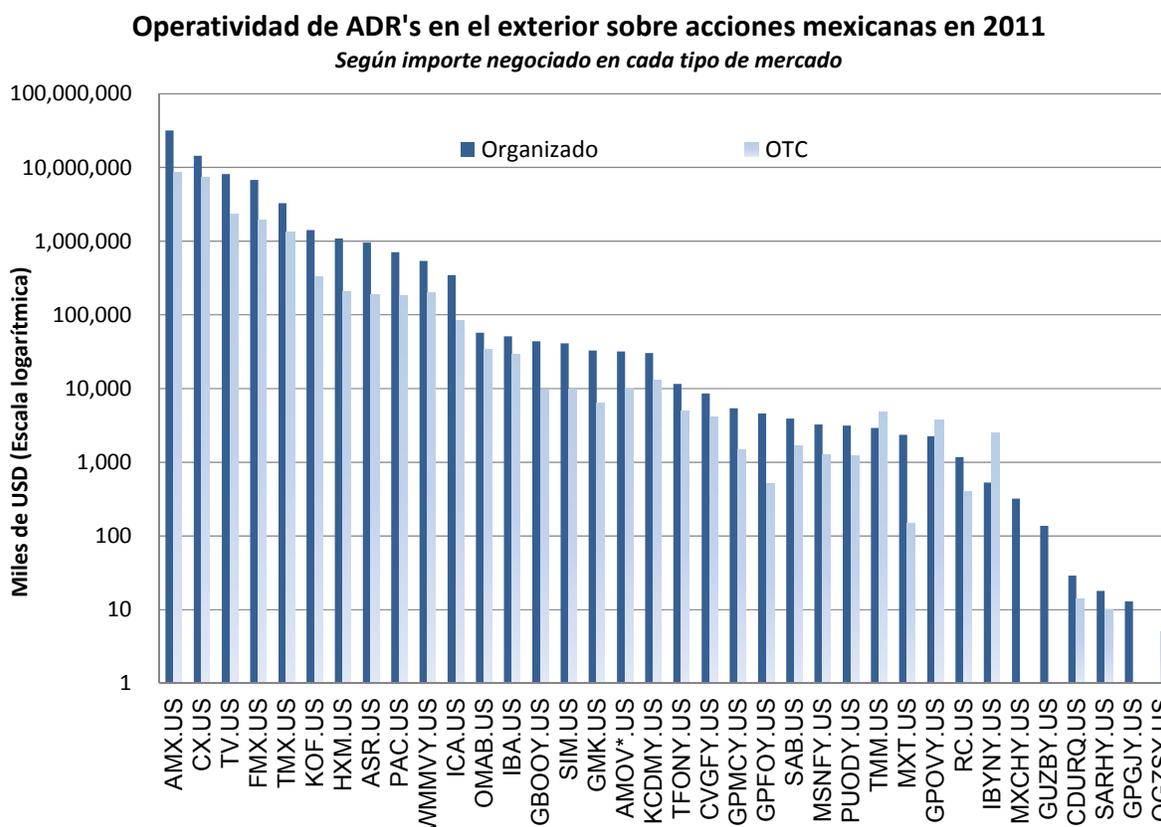
Tabla 4.15



Fuente: Cuadro propio con información de DR Directory de BNY Mellon y Fragulator de Fidessa.

Si abrimos la información presentada en la tabla 4.15 para mostrar el valor negociado en el mercado organizado y en el mercado OTC, ayudará a su vez a interpretar mejor la tabla 4.14 ya que en ella no se considera la magnitud operada, y aquí puede apreciarse por ejemplo que: el ADR de AMX L es el que más importe negociado representa, sea en el mercado organizado o en el mercado OTC. Obsérvese en la tabla 4.16, como se explicaba unas líneas arriba, que en los ADRs con mayor liquidez e importe operado en el periodo analizado, efectivamente se negocian en mayor medida en mercados organizados, expresado en las barras oscuras, mientras que las barras claras muestran el importe operado en el mercado OTC.

Tabla 4.16

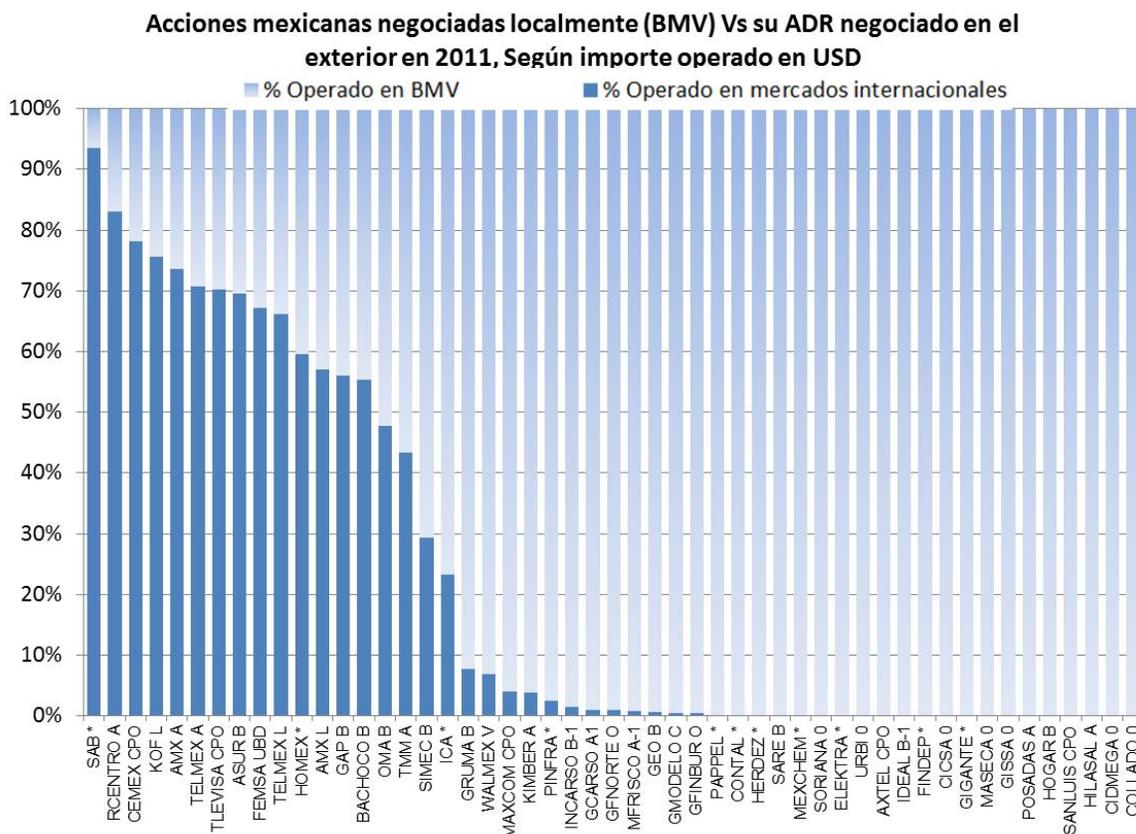


Fuente: Cuadro propio con información de DR Directory de BNY Mellon y Fragulator de Fidessa.

En la tabla 4.17 se muestra un comparativo para cada empresa mexicana que cotiza en BMV y cuenta con un ADR en el exterior, para ello los importes están homologados a dólares de los EEUU. Como puede apreciarse, el primer conjunto de empresas agrupadas del lado izquierdo de la gráfica muestra una operatividad mayor en el exterior, como lo es el caso de: SAB *, RCENTRO A, CEMEX CPO, KOF L, AMX A,

TELMEX A, TLEVISA CPO, ASUR B, FEMSA UBD, TELMEX L, HOMEX *, AMX L, GAP B y BACHOCO B); mientras que el segundo grupo, que de hecho es la mayoría, muestra que en 2011 en la BMV se tuvo mayor operatividad que en los mercados internacionales, tal es el caso de: OMA B, TMM A, SIMEC B, ICA *, GRUMA B, WALMEX V, GMODELO C, entre otras. No obstante es importante tomar en consideración la diferencia en los órdenes de magnitud operados para cada uno de estos casos como se observa en el caso de las tablas 4.15 y 4.16.

Tabla 4.17



Fuente: Cuadro propio con información de la Bolsa Mexicana de Valores.

4.3 El Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC)

El mercado de valores en nuestro país aún enfrenta grandes retos como lo es el tener un mayor nivel de penetración, lo que puede ser abordado desde tres perspectivas distintas: mayor número de emisores, inversionistas e intermediarios, como se verá al final de este capítulo.

Las deficiencias de ahorro interno pueden equilibrarse a través de la inversión extranjera⁸²; sin embargo, para atraer fondos del exterior es necesario que existan modelos competitivos de apertura, un marco legal que garantice a los inversionistas confianza, así como estabilidad política y social en el país.

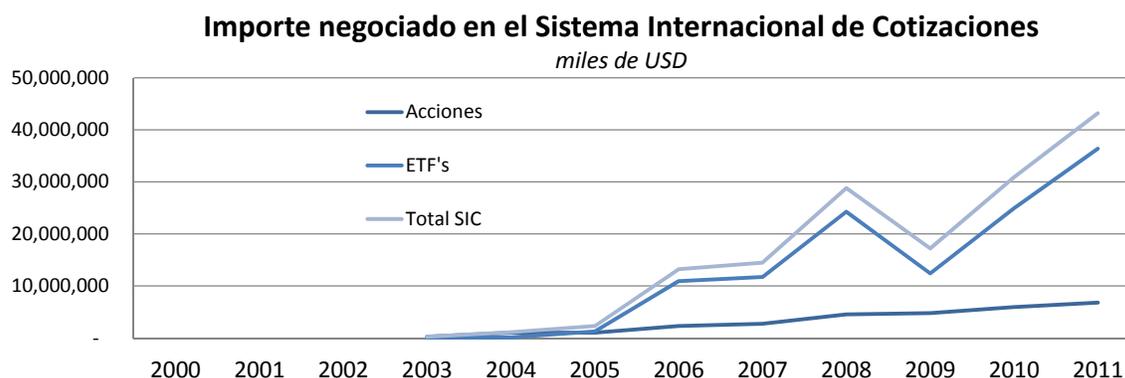
Como parte de esta búsqueda, en abril de 1997 la Bolsa Mexicana de Valores dio a conocer un nuevo segmento denominado “Sistema Internacional de Cotizaciones” (SIC); abriéndose la posibilidad de listar y operar en la BMV valores colocados en mercados extranjeros, ya sean instrumentos de deuda o de renta variable (acciones). Por realizarse en México estas operaciones, se les aplican las mismas reglas operativas y se sujetan a la misma regulación que el resto de las operaciones efectuadas en BMV. Por tanto, se liquidan en S.D. Indeval. En una primera etapa que se inicia en ese año, se registraron en la BMV 4 emisoras argentinas: Yacimientos Petrolíferos, S.A. (YPF), Inversiones y Representaciones, S.A. (IRSA), Telefónica de Argentina, S.A. (TEAR2), y Telecom Argentina, S.A. (TECO2). La estrategia inicial consistió en incorporar acciones sobre empresas latinoamericanas, misma que fue poco exitosa. El 26 de noviembre de 2003, bajo la modalidad denominada “mercado global”⁸³ la BMV listó 64 acciones de mercados desarrollados cotizadas en mercados organizados, e incluso en el OTC. El 4 de mayo de 2004, la BMV puso a disposición del público inversionista el primer ETF⁸⁴, sobre los *Powershares* del QQQ NASDAQ 100. A ello le siguió una oleada de listados de ambos tipos de valor. A pesar de estos esfuerzos, el importe negociado en el SIC muestra un crecimiento hasta 2006, que se explica principalmente por el dinamismo de las operaciones en ETF's (tabla 4.18).

⁸² Recordemos que en el mercado de capitales, la inversión extranjera no sólo se da en el mercado secundario, también en el mercado primario donde se inscriben las ofertas públicas iniciales y es donde fluyen los recursos directamente a la emisora para financiar su crecimiento. Asimismo, en el mercado secundario, la entrada de flujo del exterior facilita la movilidad de recursos al interior de una economía, ya que la desinversión en activos puede canalizarse a otro tipo de inversiones productivas, lo cual no se capta en las estadísticas tradicionales. Tampoco es muy fiable el analizar los flujos netos de entrada y salida de capitales, ya que estos pueden estar “inflacionados” o “desinflacionados” por el crecimiento de los precios en el mercado. Es decir, si el flujo inicial del exterior fueron 100 unidades monetarias y con el crecimiento en los precios del mercado subió a 150 y se da la salida del inversionista, el neto reflejaría que salieron 50 unidades monetarias más de las que entraron. Idóneamente este ejercicio tendría que hacerse a precios constantes sobre el valor de un activo financiero, lo que resulta un análisis en extremo complejo y para el cual no se cuenta con información en el mercado, ya que implica tener registro a nivel inversionista.

⁸³ La BMV dio a conocer el Mercado Global, siendo es un mecanismo diseñado para el listado y negociación de valores que no son objeto de oferta pública en México, por lo cual no están inscritos en el Registro Nacional de Valores, pero son valores que se encuentran listados en mercados reconocidos por la CNBV.

⁸⁴ Un *Exchange Traded Fund* (ETF) es un fondo que se negocia en forma de acciones al replicar: una canasta de acciones, un índice, un bono, una mercancía (*commodity*) u otro tipo de activo.

Tabla 4.18



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

Las acciones listadas en el SIC, tienen algunas restricciones en su operación respecto de las acciones colocadas mediante oferta pública en nuestro mercado, ya que sólo pueden ser adquiridas por Inversionistas calificados⁸⁵, por lo que es un mercado secundario de acceso restringido. No obstante desde esta perspectiva, a partir de la fecha señalada anteriormente se abrió paso a mexicanos a invertir en valores extranjeros para ser operados desde la Bolsa Mexicana de Valores con la ventaja fiscal⁸⁶ y de consolidación de su posición en un mismo estado de cuenta.

Desde el punto de vista del inversionista local, a través del Sistema Internacional de Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, puede tenerse acceso a 776⁸⁷ activos del exterior, entre los que se incluyen 353 acciones de otros mercados⁸⁸ y 423 ETF's (Exchange Traded Funds) entre los que se encuentran replicadores⁸⁹ de mercancías

⁸⁵ La CNBV, define en las "Disposiciones de Carácter General aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores" que un inversionista calificado es aquel que mantenga en promedio, durante el último año, inversiones en valores por un monto igual o mayor a 1'500,000 unidades de inversión o que haya obtenido en cada uno de los dos últimos años, ingresos brutos anuales iguales o mayores a 500,000 unidades de inversión. Para el caso del Sistema Internacional de Cotizaciones, las "Disposiciones de Carácter General aplicables al Sistema Internacional de Cotizaciones".

⁸⁶ Para personas físicas residentes en México, siéndole aplicable el mismo régimen que para acciones locales.

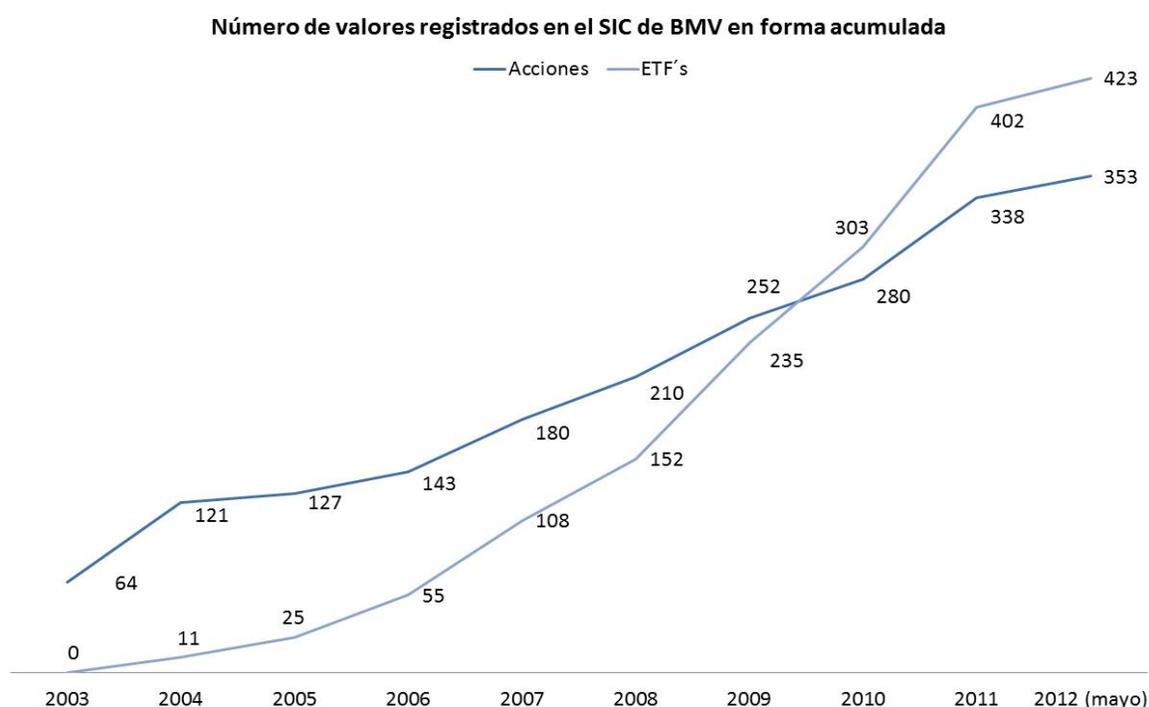
⁸⁷ Cifra a mayo de 2012, consultada en el sitio web de la Bolsa Mexicana de Valores www.bmv.com.mx.

⁸⁸ De las más líquidas del mundo, muchas de ellas forman parte de distintos índices, algunos ejemplos son: Apple Computer, Microsoft, Dell, Starbucks, Amazon, Yahoo, Google, Boeing, General Electric, 3M, Exxon, Hewlett Packard, General Motors, Walt Disney, Coca Cola, Mcdonald's, Petro China, China Mobile, entre muchas otras.

⁸⁹ Se les conoce técnicamente como "trackers" o replicadores.

como el del oro y el petróleo⁹⁰ entre otros. En las tablas 4.19, 4.20 y 4.21 se presentan: el número de valores que en forma acumulada se encuentran disponibles para el inversionista, los mercados en donde cotizan y los países a los que estos pertenecen respectivamente. No obstante, como se ha dicho para participar en este segmento del mercado en México existen barreras de entrada, lo que orilla a inversionistas locales que no cumplan con ello, a acudir directamente al mercado origen; es decir, se les invita a que operen en forma directa en los mercados del exterior.

Tabla 4.19



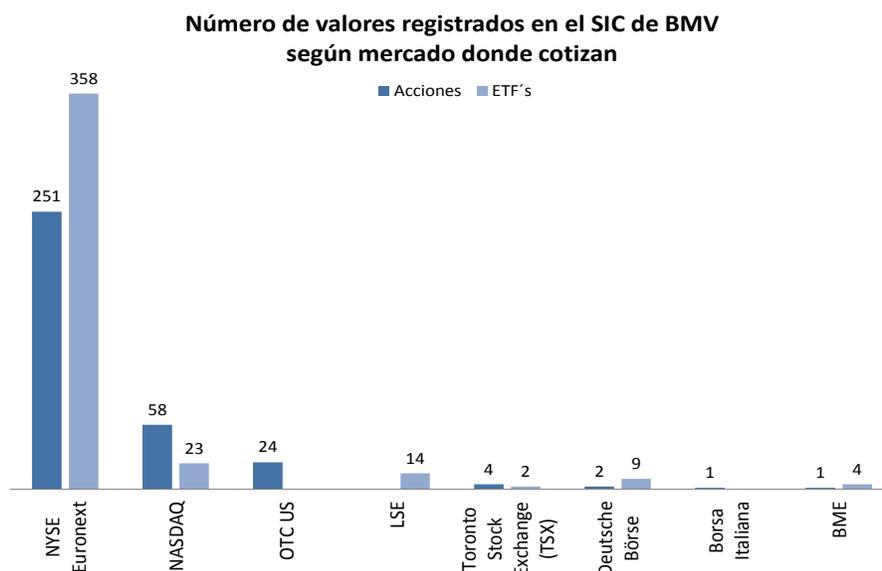
Fuente: Cuadro propio con datos de la BMV.

Se reconoce que existen otros motivos para que mexicanos participen directamente en el exterior como lo es la diversificación del riesgo, la confianza en otros mercados, la expatriación de capitales, y en algunos casos que no son menores, prácticas para evadir el pago de impuestos⁹¹.

⁹⁰ En BMV se encuentra disponibles los ETF's "iShares Gold Trust (IAU) y "Oil Brent Securities" (OILB) entre muchos otros.

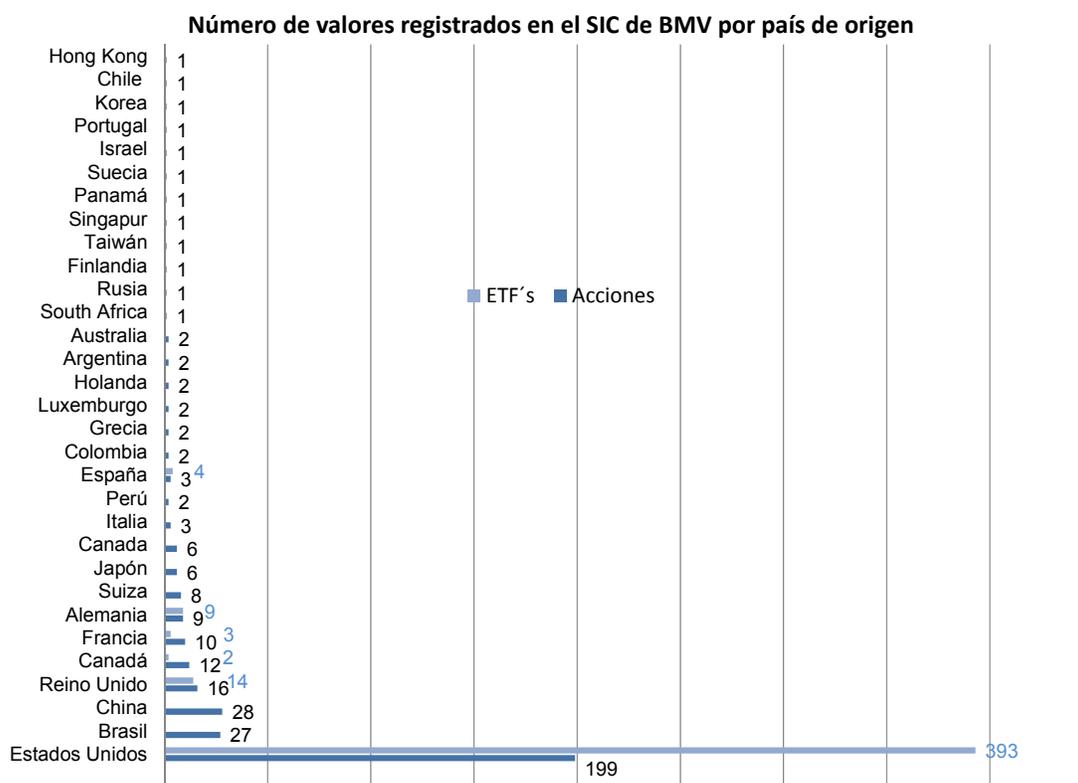
⁹¹ El obtener ganancias de capital, producto de participar en mercados del exterior, debe declararse.

Tabla 4.20



Fuente: Cuadro propio con datos de la BMV a marzo de 2012.

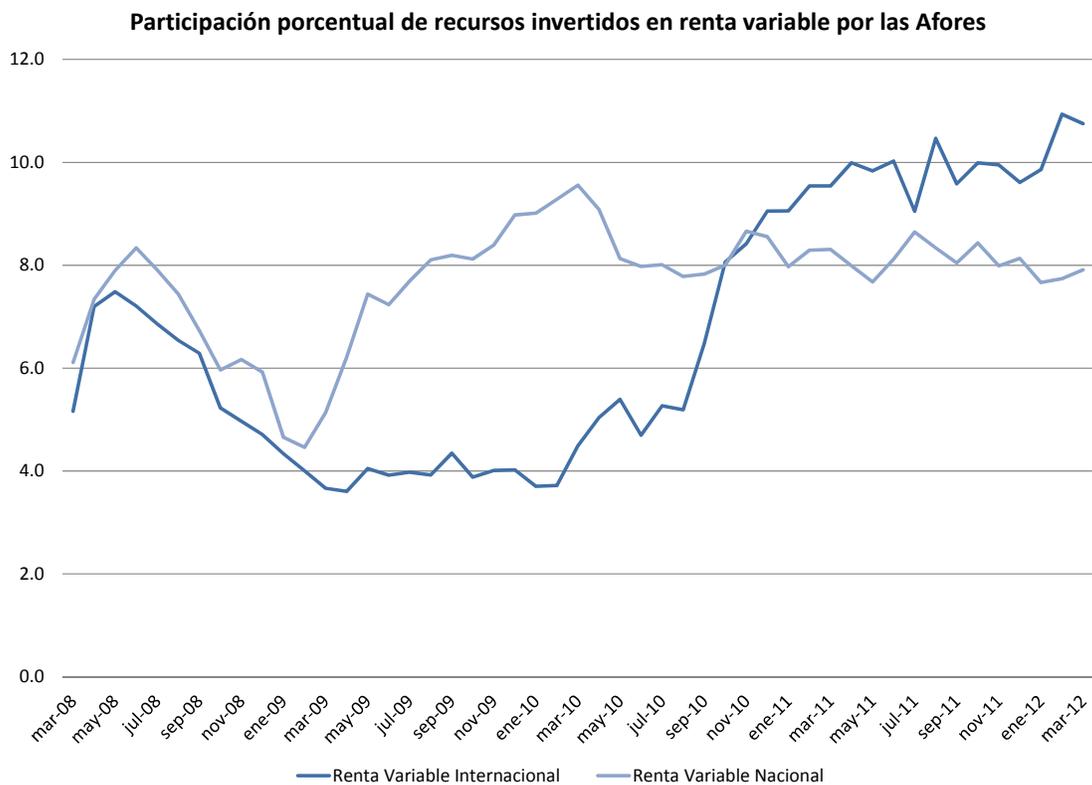
Tabla 4.21



Fuente: Cuadro propio con datos de la BMV a marzo de 2012.

En la BMV existen más de 600 activos que corresponden a instrumentos listados en NYSE Euronext, más de 80 al NASDAQ, 24 del OTC de los EEUU, entre otros. La flexibilidad del marco normativo para permitir que los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones (AFORES), inviertan en instrumentos listados en la BMV⁹², contribuyó al crecimiento del mercado bursátil en México. En la tabla 4.22 se observa que los recursos destinados a instrumentos de renta variable en el exterior superan a los del mercado local. Al respecto debe considerarse que las inversiones que se hacen en activos del exterior sobre renta variable no necesariamente son a través de la BMV.

Tabla 4.22



Fuente: Cuadro propio con datos de la CONSAR.

⁹² Con las modificaciones al Régimen de Inversión, el cual ha registrado constantes modificaciones para adecuarse a las condiciones del mercado, a partir de 2005 las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES) empezaron a invertir en valores de renta variable y derivados. Por su parte, desde noviembre de 2009, las SIEFORES pueden participar en colocaciones primarias de acciones en Bolsa, y en febrero de 2010 se les permitió invertir en acciones individuales.

En el 2011 se negociaron en el Sistema Internacional de Cotizaciones 43 mil millones de dólares, una cifra que ha sido claramente ascendente, como se mostró en la tabla 4.18, con una participación mayoritariamente marcada en los ETF's. Este importe tiene una equivalencia promedio a 2,114 millones de pesos diarios que fueron negociados a lo largo de ese año. Si comparamos dicha cifra con el EFT local, que es el Nafrac⁹³, el cual registró en el mismo periodo, 2,521 millones de pesos; cifra equivalente al 30% del valor negociado en la BMV en el periodo analizado.

En la tabla 4.23 se muestran los 10 valores latinoamericanos más negociados en 2011, en el Sistema Internacional de Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores. Es evidente la dominancia e interés por valores brasileños.

Tabla 4.23

Valores sudamericanos más negociados en el SIC de BMV en 2011

Emisora	Clave en BMV	Importe Operado 2011 (Millones USD)	Tipo	País / Región
iShares MSCI Brazil Index Fund	EWZ - *	4,056	Indice	Brasil
Vale S.A.	VALE - N	201	Acción	Brasil
Petroleo Brasileiro S.A.	PBR - N	143	Acción	Brasil
iShares S&P Latin America 40 Index Fund	ILF - *	78	Indice	LATAM
Banco Santander (Brasil) S.A.	BSBR - N	72	Acción	Brasil
	BRF - *	68	Acción	Brasil
Market Vectors Brasil Small-Cap ETF			Acción	Brasil
Companhia de Bebidas das America, (AMBEV)	ABV - N	68	Acción	Brasil
Itau Unibanco Banco Holding S.A.	ITUB - N	66	Acción	Brasil
Companhia Brasileira de Distribuicao	CBD - N	46	Acción	Brasil
Grupo Pao de Azucar			Acción	Brasil
Otros 31 valores		297	Acción	LATAM
	TOTAL	5,095		

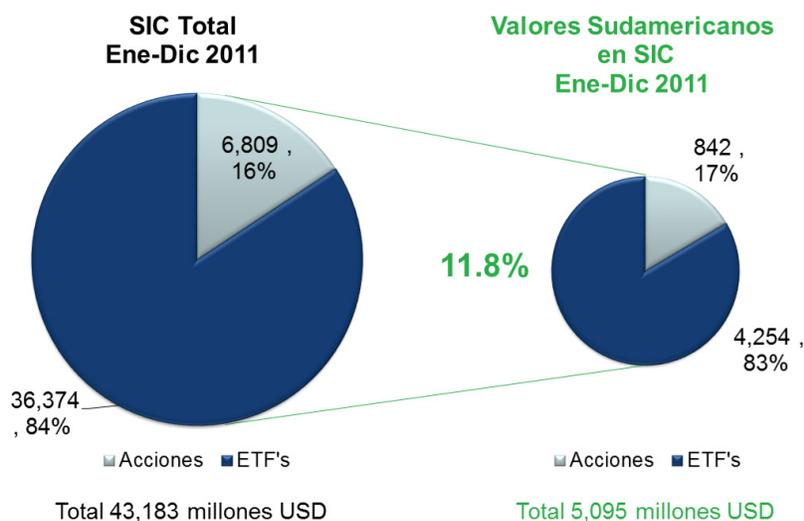
Fuente: Cuadro propio con datos de Bolsa Mexicana de Valores

⁹³ El Nafrac fue introducido en abril de 2002 por Nacional Financiera, en mayo de 2009 fue incorporado a la familia ETFs iShares que administra Black Rock, ubicándose en 2011 en el percentil 98 a nivel mundial según esta firma, lo que demuestra la bursatilidad que ha adquirido. Asimismo, globalmente ocupa el lugar 54 por activos bajo administración, sobre una base de más de 3,000 títulos referenciados en todo el mundo (Zepeda 2011).

Con respecto a la interacción entre la BMV y el MILA para poner en contexto lo que ese acuerdo podría representar, en 2011 se negociaron en el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) de la BMV 5,095 millones de dólares sobre acciones e índices latinoamericanos; destacando el EWZ (iShares MSCI Brazil Index Fund)⁹⁴. Dicha cifra representa 327 veces superior al compararlo con el importe negociado en el MILA entre mayo y diciembre de 2011, cuando acumuló 15.5 millones de dólares. Si desglosamos el importe negociado en el SIC de la BMV sobre los valores pertenecientes al mercado MILA, tenemos que en 2011, se negociaron 16 millones de dólares en 2 acciones peruanas listadas en la BMV sobre los tres países que conforman el MILA (Chile, Colombia y Perú), y las únicas que tuvieron operatividad fueron (Credicorp y Compañía de Minas Buenaventura). Asimismo, se negociaron 48 millones de USD sobre ETFs de Chile, Colombia y Perú; sumando acciones y ETFs, tenemos 64 millones de USD. Es decir, en la BMV se negoció en valores MILA, 4 veces lo operado en el acuerdo de ruteo MILA. Este importe representa el 1.26% del negociado en SIC sobre valores sudamericanos (ver tabla 4.24).

Tabla 4.24

Participación de valores Sudamericanos en SIC BMV



Fuente: Cuadro propio con datos de Bolsa Mexicana de Valores

⁹⁴ El EWZ es un Índice que busca replicar el comportamiento del mercado brasileño, al agrupar 82 acciones que cotizan en ese mercado.

Para entender las ventajas, características y diferencias entre los esquemas de ruteo de órdenes, como es el caso del mercado MILA, el de listado, que es el que aplica el SIC en BMV, y el listado dual, conocido como *full listing*, en la tabla 4.25 se muestra con detalle sus principales atributos, que sin ser los únicos tratan de mostrar que los intereses que se atienden cada uno de estos son totalmente opuestos; por lo que mucho dependerá de la posición desde la que se efectúe el análisis. Por ejemplo, el listado de los ADRs en el mercado de los EEUU fue una alternativa al listado dual. De acuerdo con (Coffee, 2002), los listados cruzados en el Mercado de los EEUU por parte de emisores extranjeros se aceleraron en la década de los noventa.

Tabla 4.25

Comparativa de atributos entre ruteo de órdenes a una bolsa y listado dual

Atributos	Ruteo	Listado tipo SIC (sólo mercado secundario)	Listado Dual (mercado primario y secundario: <i>Full listing</i>)
Requiere del patrocinio de la emisora	No	No, pero sí del patrocinador	Sí
Implica pagos a la emisora	No	No	Sí
Promueve el respeto entre los mercados	Sí	No	No
Promueve el desarrollo de los mercados origen	Sí	No	No
Unifica posición en un sólo estado de cuenta	Sí	Sí	No
Implica mayores costos para el inversionista	Sí	No	No
Promueve la centralización de liquidez en el mercado origen	Sí	No	No
Fragmenta al mercado	No	Sí	Sí

Fuente: Cuadro propio, algunos argumentos se toman de Moel, Rigobon y Karolyi (2001)

Si analizamos desde otro punto de vista el SIC, el importe negociado en 2011 fue equivalente al 45% del importe que ese mismo año se negoció en ADRs sobre acciones mexicanas, lo que habla de la importancia que ha adquirido este segmento, y como a

través de éste, se “recupera” con la operación de acciones extranjeras, lo que se negocia sobre ADRs mexicanos fuera de México. Es altamente factible que en el corto plazo pueda igualarse la operación entre ambos, ya que el SIC creció 40% en el 2011 y entre 2009 y 2011 el 150%. Esto por el apetito que están teniendo inversionistas institucionales.

Asimismo, es relevante señalar que las Siefors invierten 36% más en valores de renta variable del exterior que en valores de las mismas características del mercado local, lo que también es muestra del interés por este tipo de activos y con ello el potencial de crecimiento del SIC.

De lo anterior se desprenden varios cuestionamientos: Si hace dos décadas el mecanismo ofrecido hubiera sido el de ruteo de órdenes del mercado de los EEUU al mexicano, suponiendo que las barreras regulatorias y comerciales se hubieran superado previamente, ¿la derrama económica para nuestro país hubiera sido mayor?, ¿la adopción del esquema de ruteo habría favorecido a los participantes y contribuido al desarrollo de nuestro mercado? A la luz de los resultados actuales, es probable que ello hubiera contribuido al desarrollo del mercado de valores de México, siempre y cuando el gobierno hubiera establecido o mantenido mecanismos de regulación y control prudencial tendientes a velar por el desarrollo del mercado local en un entorno que ya se veía claramente con tendencia hacia la globalización de los mercados.

4.4 El mercado bursátil mexicano en el contexto global y regional

En 2011 México ocupó en la región de Latinoamérica la segunda posición, según el tamaño de su economía medida en función a su Producto Interno Bruto (PIB); siendo en un 114% mayor la economía brasileña. La diferencia existente entre México y el resto de las economías en la zona es sustancial; Argentina ocupa el tercer lugar, con un PIB inferior a la mitad del de México (39%), Colombia se ubica en el cuarto lugar, con un PIB inferior a la tercera parte de México (29%). Para continuar con este análisis comparativo, y con el propósito de aportar más elevemos que nos permiten entender la viabilidad de una posible integración entre México y los países que conforman el MILA, hemos considerado los datos al cierre de 2011, de algunas variables macroeconómicas fundamentales y algunos indicadores de mercado más recientes pertenecientes a 2012. En primer lugar, la tasas de crecimiento del PIB que existe entre los 5 países muestra, se

tiene que la tasa más elevada corresponde a Perú (6.9%), seguido por Chile (6%) y Colombia (5.9%), México (3.9%) y Brasil (2.7%). Demográficamente existen amplias diferencias entre estos países; Brasil tiene 197 millones de habitantes, cerca del doble que México (115 millones), y Chile tiene la séptima parte de habitantes que México. Por tanto, al obtener el PIB per-cápita, Chile se ubica en la primer posición (14,394 USD), le sigue Brasil (12,594 USD), posteriormente México (10,064 USD), Colombia (7,067 USD) y Perú (6,009 USD).

Con respecto al mercado accionario, el tamaño del mismo muestra grandes diferencias entre estos países. Uno de los indicadores que se utilizó para medirlos es el de "valor de capitalización" o "*market cap*", como se le conoce en inglés, el cual se obtiene al sumar el valor de mercado de todas las compañías listadas en una Bolsa. Considerando que compradores y vendedores están intercambiando acciones de una empresa en un momento determinado, el precio al que se efectúan esas transacciones (precio de mercado), multiplicado por el número de acciones, daría como resultado la valuación que el mercado está dando a una empresa. Si este ejercicio se hace simultáneamente para todas las empresas listadas en el mercado, obtenemos el valor de capitalización de todo el mercado. Tomando los datos al cierre del mes de julio de 2012, de cada uno de estos mercados; tenemos que el mercado mexicano de capitales tiene un valor de 468 miles de millones, el brasileño 1,145 millones de dólares, el chileno 302 miles de millones de dólares, el colombiano 232 miles de millones de dólares y el peruano 91 miles de millones de dólares.

Parte de la estrategia de mercadotecnia de los países integrantes de MILA ha consistido en argumentar que el valor de capitalización de ese "bloque" está por encima del valor de capitalización del mercado mexicano al sumar 625 miles de millones de dólares. Sin embargo, esta cifra en cierto modo es ficticia, por la forma de calcularla sería equiparable a que en el caso de México se cuantificara el valor de capitalización considerando también el valor de capitalización de las empresas del SIC en BMV. Este calculo no sólo colocaría al mercado bursátil de México en el primer lugar de la región (incluyendo Brasil), sino en las primeras posiciones a nivel mundial, ya que implicaría contabilizar el valor de las compañías más grandes del mundo que están listadas en el SIC. En el contexto global, y de acuerdo con las mediciones de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges-WFE), México se ubicó al cierre del 2011, en la posición número vigésima cuarta, según el valor de capitalización (ver tabla 4.27).

Otro indicador para medir el desarrollo del mercado bursátil es ponderar el mercado accionario respecto al PIB. Para el caso de México, el mercado de capitales local es equivalente al 40.5% de su PIB, Brasil 46.2%, Chile 121.6%, Colombia 69.9% y Perú 51.6%. De acuerdo con estas cifras, el mayor rezago lo tiene México; en este contexto, ¿Qué debe hacer México para reposicionarse, tanto para que el mercado de capitales se expanda como para que se dé el crecimiento económico? Con respecto al desarrollo del mercado de capitales, el valor de capitalización depende de tres variables: valor de la acción, número de acciones emitidas en el mercado y número de empresas listadas. La primera la define el mercado bajo la ley de la oferta y la demanda, la segunda se sustenta con valor emitido de la compañía, y sólo puede incrementarse si la compañía emite mayor capital en bolsa⁹⁵. En cuanto al incremento del número de empresas listadas en el mercado, depende en gran medida de las estrategias que asuman el sistema financiero en su conjunto, fundamentalmente intermediarios para este caso.

No obstante lo anterior, la operatividad sumada de los mercados integrantes de MILA si comparamos únicamente lo negociado en empresas locales registradas en cada una de las bolsas, no alcanzan lo negociado en México en ese mismo tramo, al sumar 78% y 81% si se integran las emisoras del exterior, al tiempo que éste último representa el 12% del mercado brasileño al contabilizar únicamente emisoras locales y 13% si se suman las emisoras extranjeras. Es decir, el mercado brasileño es 8.2 veces más profundo que el mexicano bajo esta perspectiva en emisoras sólo locales y 7.8 veces al integrar el tramo extranjero.

Si analizamos el número de empresas listadas entre los países muestra, encontramos que en lo que a empresas locales se refiere el rezago de México es muy evidente al ubicarnos en el penúltimo lugar, sólo por encima de Colombia. Bajo esta óptica es donde menos favorecido se ve México. En el contexto global según datos de la Federación Mundial de Bolsas (WFE), México se ubica en la posición vigésima quinta (ver tabla 4.28).

⁹⁵ En efecto también puede crecer o reducirse el número de acciones en función a un *split* o *reverse-split*, respectivamente; el cual es decretado por una empresa. Esto implica un ajuste en el precio de la acción y en donde ello no implica modificación alguna en el precio que tiene la compañía en el mercado.

Tabla 4.26

México en el contexto regional

Indicadores de interés



	México	Brasil	MILA	Chile	Colombia	Perú
PIB miles de millones USD (2011) ¹	1,155	2,477	757	249	332	176
% crecimiento (2011) ¹	3.9	2.7	6.3 prom.	6.0	5.9	6.9
Percápita PPP USD (2011) ¹	10,064	12,594	9,157 prom.	14,394	7,067	6,009
Market Cap miles de millones USD (Jul 2012) ²	468	1,145	625	302	232	91
Market Cap (julio 2012)/PIB (2011) veces	0.40	0.46	0.82 prom.	1.21	0.69	0.51
\$ Importe operado miles de millones USD (2011) ²	120.6	926.7	98.1	55	36.8	6.2
Locales	111.7	921.4	87.1	55	27.1	5
Extranjeras	8.9	4.3	10.9	0	9.7	1.2
Empresas listadas Total (Jul 2012) ²	486	370	616	272	85	259
Locales	130	359	516	229	79	208
Extranjeras	357	11	346	286	6	54
ETF's (Jul 2012) ²	448	14	114	110	-	4

Fuente: (1) The World Bank, <http://data.worldbank.org/>, consultado el 15 de agosto de 2012

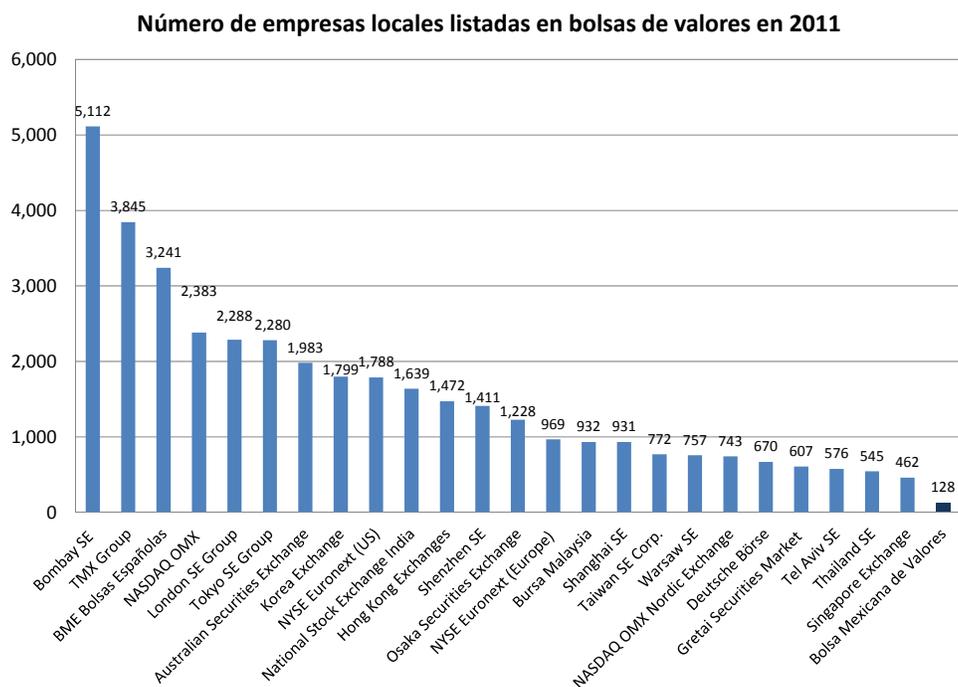
(2) WFE, Monthly Reports, <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, y <http://www.world-exchanges.org/statistics/total-value-share-trading> consultados el 15 de agosto de 2012

Tabla .4.27



Fuente: World Federation of Exchanges

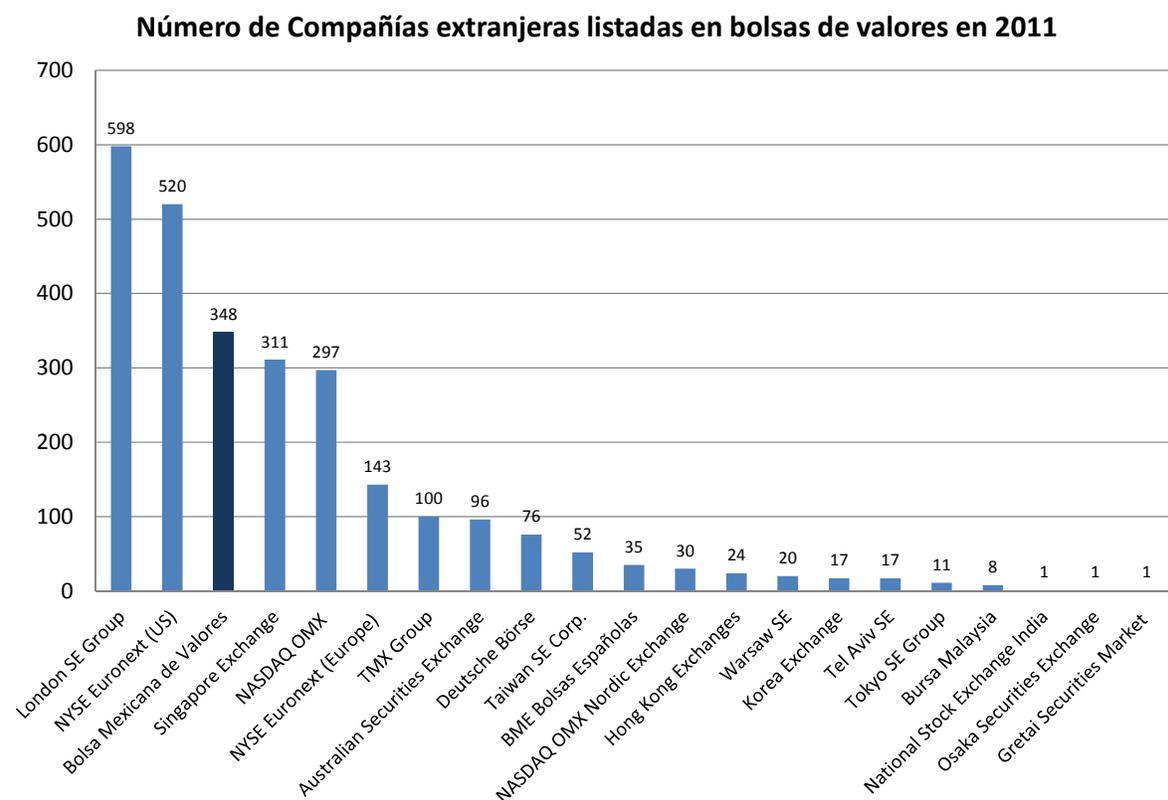
Tabla 4.28



Fuente: World Federation of Exchanges

Si en el análisis consideramos el número de empresas extranjeras, con toda claridad México destaca, de hecho la suma de MILA y Brasil, representan sólo el 32% de México, mismo efecto que ocurre en el caso de los ETF's con una proporción semejante (29%). Bajo esta misma perspectiva, en el contexto global, la BMV se posiciona como la tercer bolsa con más compañías extranjeras listadas, sólo por detrás de la bolsa de Londres y la bolsa de Nueva York (NYSE), lo que confirma que la estrategia de la BMV ha estado encaminada a ofrecer al público inversionista local, la mayor gama posible de alternativas de inversión (ver tabla 4.29).

Tabla 4.29

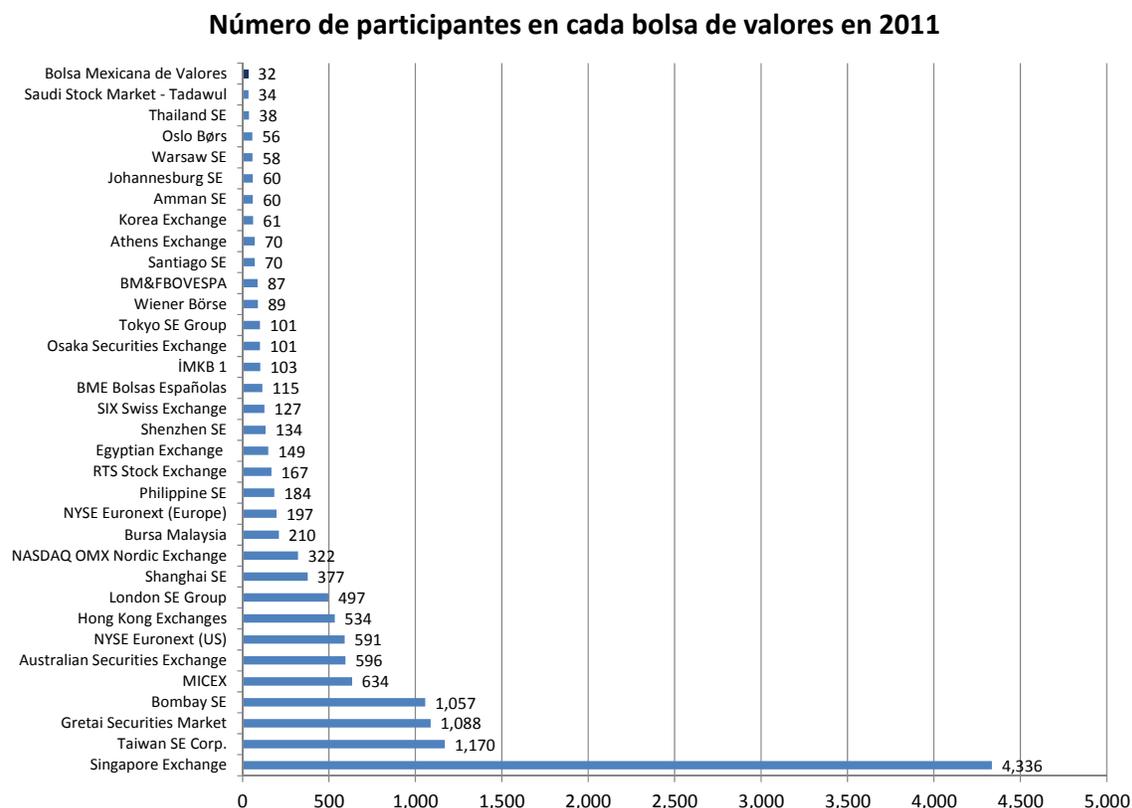


Fuente: World Federation of Exchanges

En lo que al número de miembros que participan directamente en el mercado accionario, encontramos una clara ventaja en el caso brasileño sobre el resto de los países al sumar 97 miembros, mientras que en México compara en condiciones muy semejantes con Chile, Colombia y Perú. Este indicador visto en el contexto global nos

coloca en la posición más baja, de ahí que claramente se visualicen como uno de los mayores retos del mercado mexicano (ver tabla 4.30).

Tabla 4.30



Fuente: World Federation of Exchanges

Finalmente vale la pena poner en contexto las cifras que representa a nivel global la industria bursátil en materia de acciones. Si sumamos el valor de capitalización de todas las empresas listadas en las bolsas que forman parte de la *World Federation of Exchanges*, encontramos que al cierre de diciembre sumaban 47.4 billones⁹⁶ de dólares, lo cual para ponerlo en contexto es equivalente al 68% del PIB mundial⁹⁷, mientras que si se analiza por valor negociado, en 2011 en las bolsas se registró un importe operado equivalente a 63 billones de dólares, lo cual representa el 90% del Producto Interno Bruto Mundial.

⁹⁶ 1x10¹²

⁹⁷ Considera la suma de los 192 países que reportan al Banco Mundial y una cifra 70 millones de millones de dólares.

4.5 Integración del mercado organizado de derivados en México

En lo correspondiente al mercado de derivados, en analogía con lo presentado para el caso del mercado de capitales mexicano, existen dos formas de analizarlo, desde el punto de vista del participante del exterior y del participante local. Los antecedentes para el primero de los casos, se encuentran en el año 1972, ya analizado en el capítulo I, cuando el Chicago Mercantile Exchange (CME) listó el contrato futuro del peso mexicano, el cual pudo estar disponible hasta el año de 1985 cuando se vio imposibilitado a ofrecer la liquidación en especie de dicho instrumento, lo que consecuentemente significó el desliste del mismo, ya que este tipo de contratos sólo tienen sentido en la medida en la que paridad cambiaria pueda fluctuar. Lo anterior se dio en el contexto de la prohibición impuesta por Banco de México para cambiar pesos con fines de transacciones puramente financieras, a la vez de definir un control de cambios al definir un tipo de conversión fija a fin de evitar la especulación del peso.

En septiembre de 1991 el CBOE listó los contratos de opción sobre ADRs de Telmex L. Es decir, 4 meses después del listado del ADR en el NYSE. Un año más tarde se caracterizaba por ser la segunda opción más negociada⁹⁸ en ese mercado después de la opción de IBM, la más líquida en ese momento, por lo que en noviembre de 1992 anunció la adición de más contratos de opción sobre ADRs mexicanos.

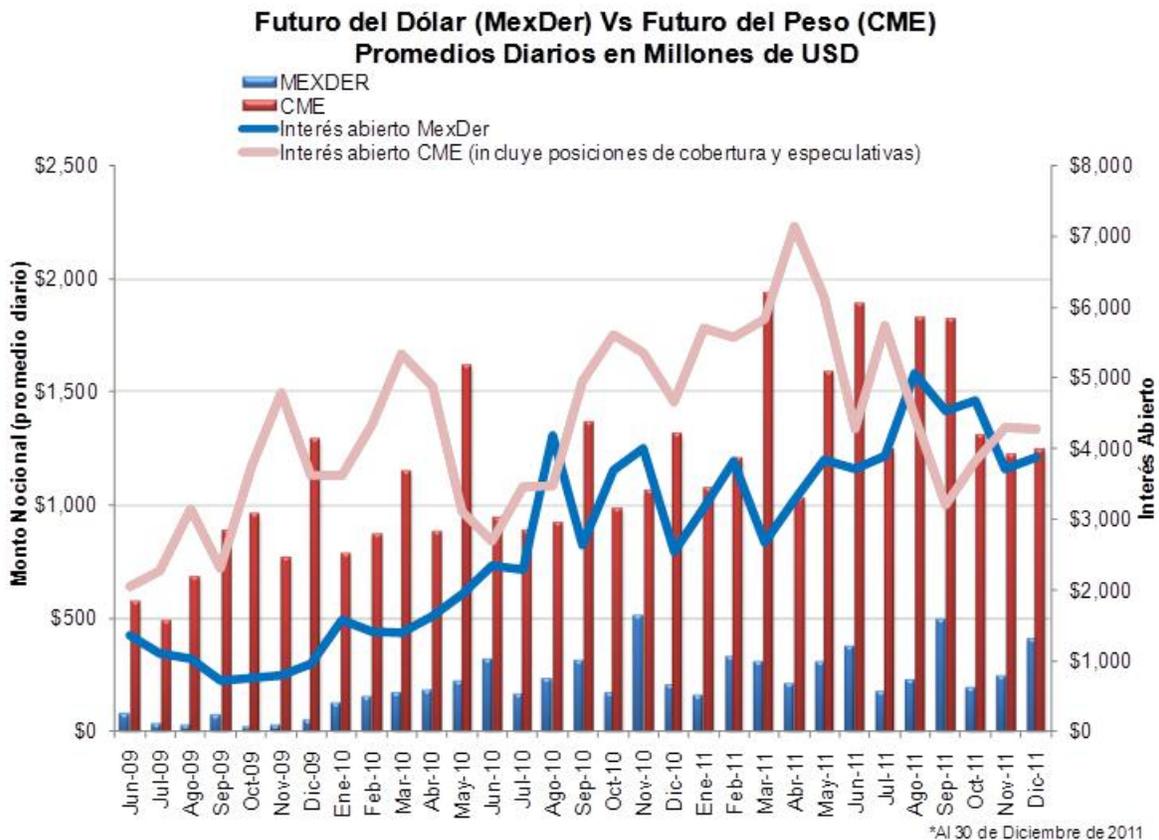
Fue hasta el 25 de abril de 1995 cuando el CME listó nuevamente el contrato de futuro del peso, a lo que siguió el interés por listar más productos sobre México. El 22 de febrero de 1996 la BMV, el CME y CBOE firmaron un acuerdo tripartita en el que la primera licenciaba el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) para ser utilizado en el listado el contrato de futuro del IPC en CME, y el contrato de opción sobre el IPC en el CBOE, ambos entraron en vigor a partir de abril de ese mismo año.

De acuerdo con un estudio comparativo que elabora MexDer, encontramos que el monto negociado en el futuro del peso en Chicago Vs el importe negociado en el futuro del peso en MexDer, en 2011 CME ofreció una profundidad muy superior al mercado local, siendo superada por más del doble del importe operado en MexDer No obstante, el interés abierto que se mantiene en el mercado local, se ha logrado colocar en un par de

⁹⁸ Esto hay que entenderlo en el contexto de la privatización del monopolio de las telecomunicaciones en México realizada en 1991.

meses por encima, lo que habla de que en México se le destina fundamentalmente con fines de cobertura, mientras que en Chicago se percibe que es más con fines especulativos al no mantenerse posiciones abiertas comparativamente más grandes en función al monto negociado.

Tabla 4.31



Fuente: MexDer

El 28 de abril de 2003⁹⁹, como parte de una estrategia de CME de ofrecer a sus clientes cobertura ante la exposición en activos financieros mexicanos, listó los contratos de futuro sobre los Certificados de la Tesorería de la Federación de México (CETES) de 91 días y puso a disposición del público inversionista el contrato de futuro de la Tasa de Interés interbancaria de Equilibrio (TIIE) siendo infructífero el resultado, al grado que

⁹⁹ www.riskcenter.com/story.php?id=6496

ambos fueron deslistados el 6 de noviembre de 2006¹⁰⁰ ya que no operaban desde 2003 y 2004 respectivamente.

Posteriormente, en diciembre de 2005 el CBOE listó el “Mexico Index Options” identificado como “MEX”, el cual es un índice que se compone de 10 ADRs¹⁰¹ sobre acciones mexicanas con igual peso. Así es como una vez más se hace patente el interés de inversionistas del exterior en activos mexicanos.

Por el lado de México, es en enero de 2005 cuando MexDer realizó los primeros intentos por añadir a su gama de productos, contratos de futuros sobre activos del exterior, al listar el contrato del NASDAQ 100 (QQQQ) y los *iShares S&P 100 Index*, identificados como “OEF”, aunque estos últimos por su nula operatividad fueron deslistados en junio de ese mismo año y sustituidos por *los iShares S&P500 Index*, identificados como “IVV”, los cuales igualmente sólo registraron operaciones al inicio de su listado.

El 17 de octubre de 2005 MexDer dio a conocer que había celebrado un contrato con el New York Mercantile Exchange (NYMEX) para realizar el listado del contrato de futuro del gas natural que se utiliza como referencia en ese mercado y se le conoce como “Henry Hub”. No obstante el esfuerzo anterior, de sumar otro tipo de activos como el del gas natural, los resultados fueron infructíferos a pesar del interés de las autoridades (Comisión Reguladora de Energía, Secretaría de Energía) y PEMEX, ya que el precio del gas natural en México se encuentra fijado por decreto presidencial y se revisa de manera mensual, lo que hace inviable su instrumentación ante tal situación; ya que el hecho de tener un producto listado en bolsa, implica que fluctúa a diario como ocurre en los mercados internacionales, contra la alternativa ofrecida directamente por el gobierno y en donde modificar o quitar este esquema que impera actualmente, tiene costos políticos para el partido gobernante.

Lo anterior tiene gran semejanza con el intento que han buscado las autoridades desde hace algunos años para listar el futuro del maíz, ante los movimientos abruptos en

¹⁰⁰ <http://www.cftc.gov/files/submissions/rules/selfcertifications/2006/rul102506cme001.pdf>

¹⁰¹ Amx L, Asur, Cemex, Femsa, Homex, Coca Cola Femsa, Fondo México, SIMEC, Telmex y Televisa.
<http://www.cboe.com/products/IndexComponents.aspx?DIR=OPIndexComp&FILE=c-mex.doc>

los mercados desde 2007 cuando alcanzó el precio histórico más alto de los últimos 12 años. Este producto fue listado en MexDer el 24 de octubre de 2012, lo que se visualiza como el primer paso, ya que el producto más líquido será eventualmente la opción sobre el futuro de maíz. Este paso que está dando MexDer ha sido posible en virtud del punto que a continuación se menciona.

El 8 de marzo de 2010 la Bolsa Mexicana de Valores anunció en un comunicado la firma de un acuerdo recíproco de ruteo de órdenes entre MexDer, Mercado Mexicano de Derivados y el *Chicago Mercantile Exchange (CME)*, y es entonces cuando se cristaliza la integración entre el mercado de derivados mexicano y el mercado de derivados más grande del mundo, y donde aquél recíprocamente suma al mexicano.

Según se menciona, el acuerdo permite entre otros, el conectar las redes de distribución de ambos mercados para canalizar mutuamente las órdenes electrónicas de productos derivados de ambas bolsas. En el caso de la BMV, los productos derivados se operan a través de su subsidiaria MexDer. El acuerdo de ruteo de órdenes originadas en México hacia el exterior es exclusivo para el CME, sin incluir a Latinoamérica, y en donde es recíproca la exclusividad para MexDer para el de ruteo de órdenes de derivados del CME a México.

La instrumentación del mencionado acuerdo, según lo dio a conocer MexDer, se dividió en dos fases, la primera de ellas para habilitar los sistemas de ruteo de órdenes de MexDer con productos del CME (Sur-Norte) y una segunda para habilitar el ruteo de órdenes de CME a MexDer (Norte-Sur). La primera de estas etapas, tuvo lugar el 4 de abril de 2011 y la segunda el 1 de agosto de ese mismo año. Como resultado del acuerdo mencionado, en la página web del CME Group¹⁰² es posible consultar un documento que habla de las ventajas del mercado de derivados de México para los participantes del exterior entre las que se encuentran:

- Que no es necesaria tener presencia local en México
- Que se puede obtener una “membresía remota” al mercado mexicano (MexDer)
- Que MexDer cuenta con productos que han sido ya previamente aprobados por la CFTC (Commodity Futures Trading Commission)

¹⁰² <http://www.cmegroup.com/international/partnership-resources/MexDer.html>

- Que se cuenta con co-location
- Que el mercado mexicano acepta dólares como colateral
- Que permite cuentas ómnibus de acuerdo a la regla 30.7 de la CFTC
- Que se pueden realizar operaciones de *Give Up* de acuerdo a los estándares de la *Futures Industry Association*.

Como se aprecia, para que ello se diera, tuvo que darse una extensa gestión con las autoridades financieras de los EEUU para contar con su reconocimiento en diversos ámbitos y con ello hacer más atractivo el mercado mexicano, incluso previo a la firma del mencionado acuerdo.

De esta manera, ahora ambas bolsas y mercados aprovechan su red de distribución y ofrecen atractivas oportunidades a sus clientes e intermediarios de participar en una gama más amplia de productos¹⁰³, pudiendo a su vez gozar, desde inicio, de la liquidez que se tiene en cada uno de los productos, permitir administrar el riesgo de una forma más eficiente, generar oportunidades entre ambos mercados y sus valores o activos de referencia, así como diversificar inversiones.

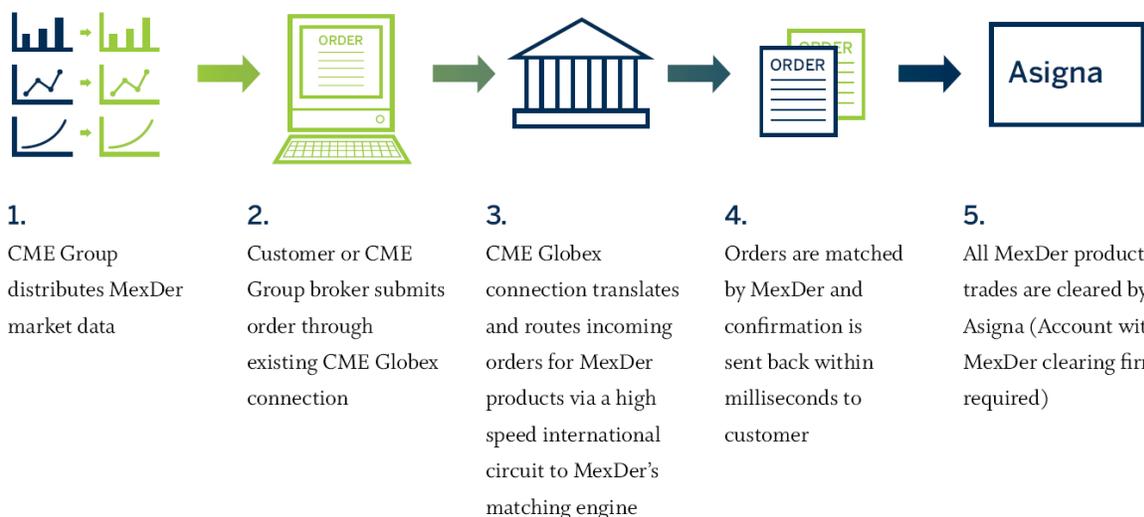
Entre los detonadores que esto representa a los agentes económicos locales tiene que ver las ventajas fiscales, así como de facilidad administrativa para integrar en un estado de cuenta local activos locales y extranjeros.

El flujo que se da en este esquema de ruteo consiste en que el CME distribuye precios de mercado de MexDer, lo que permite a los usuarios de la plataforma de CME enviar una ordena MexDer a través de una red privada de alta velocidad para que puedan ser ejecutadas en milisegundos en el sistema central de negociación de MexDer y posteriormente liquidados y compensados en Asigna. El mismo flujo exactamente ocurre de MexDer a CME, donde los productos de aquella bolsa son liquidados y compensados en *CME Clearing*, la cámara de compensación del CME.

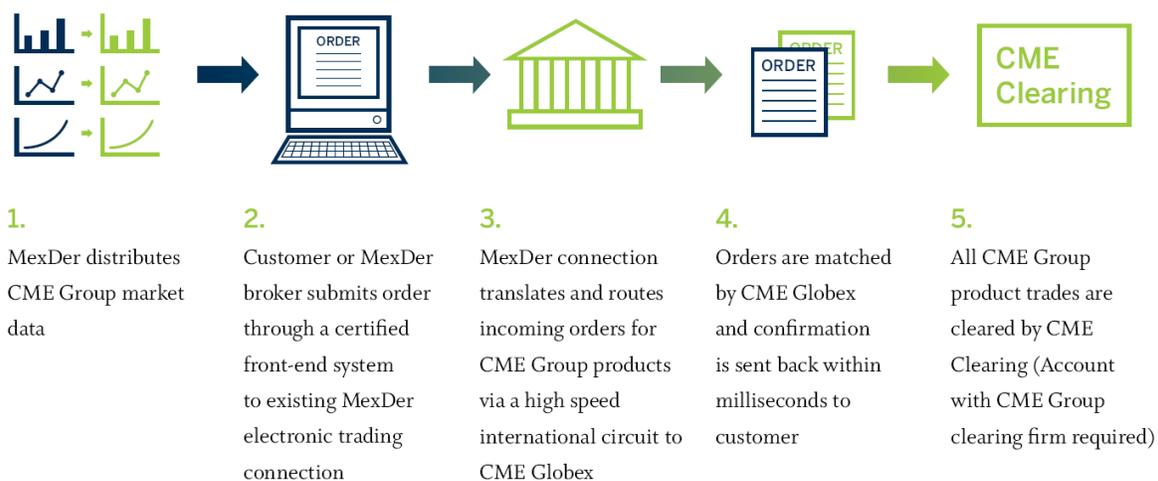
¹⁰³ La red de distribución de CME se conoce como "Globex®", que es el sistema de negociación de CME y cuenta con más de 130,000 terminales conectadas en todo el mundo.

Tabla 4.32

Flujo de órdenes en el ruteo que promueven MexDer y CME entre sus mercados
When a CME Globex user sends an order for a MexDer product:



When a MexDer user sends an order for a CME Group product:



Fuente: MexDer y CME.

A menos de un año de haberse instrumentado la fase 1 de la integración MexDer-CME, la bolsa ha reportado que aún es pronto para evaluar el resultado de dicho acuerdo, que lo que busca es una apuesta al crecimiento potencial que tienen estos mercados. Tómese en consideración que el acuerdo está surtiendo efectos entre las dos bolsas de derivados, pero para que ello funcione se requiere que toda la cadena de distribución esté

completamente alineada. Es decir, para que los productos estén disponibles para el público inversionista, es necesario que socios liquidadores, miembros operadores y promotores hagan una labor en sincronía; y aunque ello estuviera previsto desde el plan de lanzamiento, para que estos pasos ocurran idóneamente antes de salir al mercado, la realidad es que es necesario alinear prioridades.

Como ya se analizó con anterioridad en el capítulo I, el CME cuenta con una basta gama de productos que ahora están disponibles para el mercado mexicano. De inicio MexDer y CME han segmentado esta gama, que se acota a 26 instrumentos en el ruteo Norte-Sur y 22 en el ruteo Sur-Norte (ver tabla A-VII del Apéndice).

CAPÍTULO V

EL MERCADO BURSÁTIL EN MÉXICO EN PERSPECTIVA.

CAMBIOS RECIENTES, RETOS Y ALTERNATIVAS

Entre septiembre de 2010¹⁰⁴ y enero de 2012¹⁰⁵, la Bolsa Mexicana de Valores publicó diversas modificaciones en su Reglamento Interior, producto de las adecuaciones en materia operativa que entraron en vigor, derivadas del proyecto de “Revisión Integral de la Norma Operativa”, conocido como “RINO”. El objetivo de este proyecto es la revisión y adecuación del marco operativo del mercado de capitales, tendiente a homologar las prácticas del mismo con los estándares vigentes en los mercados internacionales en materia de administración de órdenes, segmentación de clientes y accesos, así como de otros aspectos normativos. El grupo de trabajo que integra este proyecto es permanente, y está integrado por la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB), la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

5.1. Cambios al marco normativo e innovaciones en el mercado de capitales en México

Los cambios que entraron en vigor desde 2010, incluyen el que un enlace de una casa de bolsa pueda permitir la operación de varios accesos directos al mercado, de acuerdo a las prácticas internacionales denominados “*Direct Market Access*” (DMA), y otros generadores de órdenes, así como contemplar y reglamentar en forma independiente, esquemas para el envío de órdenes en mecanismos alternos al sistema de negociación provisto por la BMV, conocido como SENTRA Capitales (AMIB, 2010). Ello permite que los inversionistas institucionales y otros inversionistas sofisticados puedan canalizar órdenes al mercado utilizando sus propios sistemas de ruteo. La BMV en su comunicado de prensa de fecha 15 de abril de 2010, en donde presenta RINO a la comunidad bursátil en forma conjunta con AMIB y autoridades, señala: “Estos cambios permitirán atender instrucciones más sofisticadas y son consistentes con el uso de esquemas de operación de algoritmos que promueven alta frecuencia”.

¹⁰⁴ RINO: http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/reformas_13sep10

¹⁰⁵ RINO II: http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/reformas_23ene12

En materia de administración de órdenes, los cambios promovidos en el mercado eliminan la prelación de acuerdo al tamaño de una orden, imperando ahora la instrucción que hace el cliente si es para ser enviado “a la mesa” de operación de la Casa de Bolsa en donde tiene la cuenta el cliente, para ser administrada la orden; o si se envía directamente “al libro”. Asimismo, permite diferenciar el flujo de las mismas, identificando si provienen de órdenes administradas por el intermediario, o si el flujo electrónico es directo. Esto permite dar mayor celeridad a este último tipo de órdenes altamente demandadas por clientes sofisticados, pero disponible para cualquier participante en el mercado.

En lo que toca a la segmentación de clientes y accesos, prioriza en forma independiente entre tipo de enlace y folio asignado para cada orden; además de permitir múltiples enlaces por Casa de Bolsa, lo que a su vez impide que las órdenes compitan entre sí, o se encolen en el intermediario, ya que la competencia se da en el libro central de la bolsa. De esta forma, se facilita la asignación de enlaces por tipo de cliente o servicio prestado, siendo de gran utilidad para la operación con la intervención de algoritmos. El acceso directo al mercado (*Direct Market Access*) faculta a los clientes a registrar, modificar o cancelar sus posturas en forma directa en el libro de la bolsa, sin la intervención del intermediario. Esta forma de canalización de órdenes producto de esta nueva modalidad de acceso al mercado, lo cual viene aparejado del co-location descrita en el capítulo anterior.

En los aspectos normativos se añadió la figura de “oficial de cumplimiento” en las mesas de operación de mercado de capitales en cada Casa de Bolsa, que tiene el carácter de auto-regulatorio, de acuerdo a los manuales de operación que imperen para cada intermediario, pero que a su vez pueden ser sujetas de validación y apego por un tercero.

En la segunda revisión “RINO II” que entró en vigor este año, se adicionaron nuevas funcionalidades y modalidades de operación, entre las cuales se encuentran las siguientes:

a) Libro oculto a precio medio

Es un libro completamente oculto en donde las posturas que en él se registran se ejecutan al precio medio entre la mejor postura de compra y la mejor postura de venta

disponibles en ese momento en el libro principal de la BMV. La existencia de esta modalidad incentiva indirectamente a los participantes en el mercado a ingresar sus mejores posturas en el libro público, a la vez de permitir a quienes participan en el libro oculto, el que las operaciones se realicen en forma ágil y a un precio competitivo.

b) Simplificación de operaciones de cruce

Esta modalidad de operación, que anteriormente implica la compra-venta simultánea que realiza una Casa de Bolsa por cuenta de sus clientes al traer las dos partes de la operación; ahora se realiza de manera inmediata en el mercado sin el riesgo de participación de un tercero, siempre y cuando se ejecute a un precio competitivo en el mercado; lo que significa que deberán estar entre el mejor precio de compra y el mejor precio de venta. Indirectamente esta modalidad de operación promueve entre el resto de los participantes, la reducción de diferenciales (*spreads*) entre compra y venta, así como mayor liquidez en el mercado.

c) Libro de operaciones a precio promedio ponderado (PPP) del día¹⁰⁶

Esta nueva modalidad permite que las posturas que se ingresen en este libro sean ejecutadas al final de la sesión de remate al precio promedio ponderado por volumen que se haya registrado en el día, para esa misma acción o valor.

d) Incorporación de picos en el libro de lotes

Esta modificación permite que los “lotes” de acciones conformados por paquetes de 100 acciones, puedan ser negociados en el mismo libro que el de fracciones del lote, conocida como “picos”. Ello permite fijar los últimos precios de mercado cuando su volumen acumulado sea igual o superior a un lote de acciones.

En el marco de las modificaciones a las normas de operación del mercado de capitales realizadas durante los últimos dos años, el mercado bursátil mexicano ha desarrollado alternativas de financiamiento e inversión, entre los que se encuentran los Certificados de Capital de Desarrollo (CCDes o “CKDes”) y los Fideicomisos de Infraestructura de Bienes Raíces (FIBRAS). En ambos casos se trata de vehículos para financiar proyectos de inversión de tamaño medio. En el primer caso, se

¹⁰⁶ Se le conoce comúnmente como “VWAP” (Volume Weighted Average Price)

trata de proyectos para los sectores de infraestructura, inmobiliarios, minería y tecnología, con un alto potencial de desarrollo que por sí mismos no podrían llegar a la bolsa debido que aún se encuentra en una fase temprana de desarrollo, pero cuentan con el potencial para consolidarse. En cuanto a las FIBRAS, se trata de proyectos de inversión para el sector de bienes raíces.

Los CKDes son valores listados en bolsa que bajo la figura de un fideicomiso captan recursos para destinarlos al financiamiento de uno o más proyectos de empresas promovidas. Los rendimientos que obtienen son variables y se dan en función del desempeño de cada proyecto por un periodo de tiempo determinado. Este tipo de inversiones genera rendimientos superiores a los de las empresas maduras AAA, debido a que captan el potencial de crecimiento de las empresas innovadoras. Generalmente, a dichas empresas se les inyectan los recursos como accionistas mayoritarios y en ocasiones, dependiendo del tipo de fondo de inversión que esté participando, compran la totalidad de las mismas. En ambos casos, se toman la administración para institucionalizarlas.

La función principal de los manejadores de estos fondos es añadir valor, mismo que podrá ser recuperado en el momento de la venta de la empresa. Es decir, la “desinversión” permite hacer líquidos los recursos invertidos, con lo que se hace efectivo el rendimiento de los inversionistas. Entre el mecanismo de desinversión o salida de estos fondos se contempla como una posibilidad la colocación de las empresas en bolsa, esto es, ya que han sido profesionalizadas e institucionalizadas al añadir prácticas de gobierno corporativo y han probado su potencial de negocio, una vez que han cumplido con el objetivo del rendimiento esperado por parte del fondo de inversión. Al estar aún en fase de crecimiento, resultan del apetito de los inversionistas.

Los CKDes tienen su origen en los fondos de capital privados listados (*Listed Private Equity Funds*), los cuales pueden estar listados en el mercado principal o en mercados de mediana capitalización en las bolsas de valores. De acuerdo con LPEQ¹⁰⁷, el rendimiento de este tipo de fondos, por lo menos doblan, en promedio, en periodos de 15

¹⁰⁷ LPEQ, “Sector Statistics”, <http://www.lpeq.com/SectorStatistics.aspx>, consultado el 11 de julio de 2012 con cifras al cierre de diciembre de 2011.

y 20 años, el rendimiento obtenido en el Índice *FTSE All Share*, que incluye 630 compañías listadas en la bolsa de Londres, en el *MSCI World Index* que agrupa más de 1,600 acciones de 24 países desarrollados, y el del Índice *S&P500*, ó el *NASDAQ 100*. El retorno total de este tipo de fondos puede fluctuar entre 7 y 9 veces del monto invertido en 20 años, mientras que en los índices anteriormente referidos se llega en el mejor de los casos a triplicar el valor inicialmente invertido. Según Demaria (2010), estas cifras pueden ser mayores dependiendo de la fase en la que se entre al financiamiento de la empresa; obteniendo beneficios más altos si acceden en una etapa muy temprana.

Empresas de reconocido prestigio han sido adquiridas por fondos de capital privado extranjero¹⁰⁸; generalmente se desconoce que dicha adquisición se ha realizado a través del financiamiento de estos vehículos, debido a que se efectúan como transacciones entre particulares; este es el caso de Volaris, Cinemex y Sports World; ésta última, posteriormente fue colocada en la BMV. En este sentido, podemos decir que los CKDes son instrumentos bursátiles que amplían las oportunidades para los inversionistas institucionales, como las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores). De octubre de 2009, que se hizo la primera colocación de un CKDes, a julio de 2012, se han registrado 22 emisiones por un monto de 48 mil millones de pesos, de los cuales 7 pertenecen a capital privado por un monto de 13.2 miles de millones de pesos, 7 de bienes raíces por 18.1 miles de millones de pesos, 4 de infraestructura por 12.7 miles de millones de pesos y uno de energía por 4 mil millones de pesos (ver tabla 5.1).

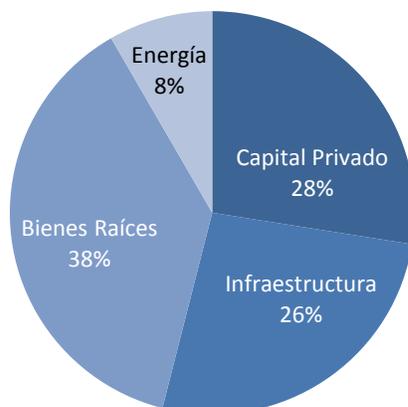
Otro instrumento de reciente creación son los Fideicomisos de Infraestructura de Bienes Raíces (FIBRAS), al igual que los CKDes, son vehículos encaminados a financiar proyectos de inversión, en este caso en el sector inmobiliario. Estos instrumentos son colocados en la BMV a través de la compra de certificados, que generan dos beneficios a los inversionistas; el primer se deriva del hecho de que el rendimiento va ligado a la plusvalía que adquieren los inmuebles que forman parte de ese Fideicomiso; y el segundo beneficio se desprende de las rentas periódicas que devenga el uso de esos inmuebles. Estos vehículos están inspirados en los *Real Estate Investment Trust* (REITS) que datan de los años 70's. El rendimiento que este tipo de inversiones alcanza, de acuerdo con *The*

¹⁰⁸ En este punto nos referimos particularmente al segmento conocido como "Private Equity" en su sentido más amplio de este tipo de fondos en los que entra el capital de riesgo y está aún en una fase incipiente de desarrollo en México.

National Association of the Real Estate Investment Trusts (NAREIT), indica que en un periodo de 20 años puede multiplicarse por 6 el valor de la inversión inicialmente desembolsada.¹⁰⁹

Tabla 5.1

Financiamiento por tipo de CKDes



Fuente: Cuadro propio con datos de la BMV.

5.2. Retos y desafíos para el mercado bursátil: Bajo desarrollo, deficiente cultura financiera y bursátil en el ámbito empresarial, y los obstáculos institucionales

Una de las principales críticas y características del mercado de capitales mexicano es su baja profundidad comparada con los similares de otros países, ya sea medido como proporción del PIB o por el número de emisoras listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Generalmente, las críticas se dirigen hacia la bolsa, argumentando que ésta es ineficiente para contribuir al fondeo de la inversión productiva debido al carácter especulativo de sus operaciones, a lo inaccesible para las pequeñas y medianas empresas, como consecuencia de los elevados requisitos que se establecen para poder ser listadas, etc. Más allá de que éstos argumentos sean o no validos, los mismos dejan de lado otros factores que influyen en el funcionamiento y desarrollo de mercado bursátil; por ejemplo, el comportamiento de los distintos agentes que intervienen en el mismo.

¹⁰⁹ NAREIT "Annual Index Values & Returns 1972-2011. Consultado en <http://www.reit.com/DataAndResearch/IndexData/FNUS-Historical-Data/Annual-Index-Data.aspx>, el 11 de julio de 2012.

En los segmentos de valores y derivados del mercado bursátil intervienen diversos actores, todos ellos importantes porque son partes complementarias entre sí, ya que están involucrados en la cadena de valor que provee y demanda los productos y servicios financieros disponibles en el mercado organizado. Entre estos agentes los intermediarios financieros, las emisoras, los inversionistas, oferentes y demandantes de recursos en el caso del mercado de valores, y de intercambio de perfil de riesgo, en el caso de derivados, y las autoridades correspondientes.

5.2.1 Los intermediarios financieros y el desarrollo del mercado bursátil. La difusión, asesoría y promoción de entrada de empresas a la Bolsa

Los intermediarios financieros actúan en muy diversos ámbitos del mercado bursátil. Ellos son los únicos facultados para atender al público inversionista en forma directa. El resto de los actores dan soporte y servicio en forma indirecta al público inversionista. Entre las actividades que desempeñan se encuentran las siguientes:

- Proveer de servicios financieros: ofrecen los productos existentes en el mercado y llevan a la Bolsa las posturas de compra/venta de sus clientes; y, en ésta se perfeccionan las operaciones en apego a las normas y reglamentación existentes. La ganancia por concepto de intermediación generalmente, representa un porcentaje del monto transado.
- Promoción y/o venta, así como asesoría a su clientes. Estas actividades están directamente ligadas a las actividades de promoción, ya la difusión del mercado es fundamental para elevar el número de participantes en el mismo. De la diversidad de la oferta de producto y servicios depende la entrada de nuevos clientes al mercado organizado u OTC. En materia de derivados, es muy importante que el cliente considere que es más barato acudir al mercado organizado que al mercado OTC. Aunque las ganancias para los intermediarios son más elevadas en éste último, lo que los convierte en un mercado muy atractivo para éstos, pero más riesgoso para los clientes. Cabe señalar que el hecho de que las comisiones que paga el cliente en los mercados OTC estén implícitas en el precio, lo que implica que su monto no sea transparente y, por tanto, no quede asentado en el estado de cuenta del cliente o público inversionista, a diferencia de lo que ocurre en el mercado organizado, en donde dicha comisión sí se registra en el estado de cuenta del cliente, e induce a los inversionistas a creer que las comisiones por

concepto de intermediación son altas en los mercados organizados que en los mercados OTC. Siendo que en los mercados bursátiles organizados las comisiones son más bajas, y la operación es más segura.

- Estructuración de nuevos productos: Esta actividad es más sofisticada que las anteriores, ya que la integración de los mercados bursátiles a nivel mundial exige de una constante innovación en productos y servicios financieros que puedan competir con sus similares que se ofrecen en los mercados de capitales internacionales. Los intermediarios enfrentan el reto permanente de crear productos propios y/o similares a los de sus competidores, ya sea integrando distintos entre sí o generando derivaciones de los ya existentes con algunas ventajas competitivas sobre los previos, para atender necesidad específica de clientes sofisticados. Este fue el caso de los productos estructurados, que fueron llevados a la Bolsa.
- Banca de inversión/financiamiento corporativo: Las actividades y servicios que realiza la banca de inversión están directamente relacionadas con el financiamiento corporativo, y son complejas y sofisticadas. Además, dichas actividades no son ofrecidas por otros intermediarios financieros con el mismo nivel de alcance y escala, si consideramos todas las etapas implícitas en el proceso del financiamiento corporativo. Este inicia con la tarea de convencimiento y preparación de la alta dirección y los accionistas de la empresa o entidad pública (estado, municipio o entidad descentralizada) tendiente a desarrollar visión a favor de listarse en la Bolsa; continúa con el análisis técnico profundo y el acompañamiento para decidir si es susceptible de ser financiada en el mercado de valores, ya sea emitiendo deuda o capital. Cabe señalar que la labor de convencimiento lleva meses, e incluso, en ocasiones años, en particular cuando se emite capital; igualmente la preparación formal y técnica para llevarlos al mercado, esto es, para listarse en la Bolsa.

Como vemos, la entrada de nuevos emisores a la BMV requiere de un largo proceso, compuesto por estas entrelazados y dependientes procesos; donde las actividades de los intermediarios financieros en general y de la banca de inversión en particular, es fundamental, ya que de ésta última depende la estructuración de una operación y, por

tanto, del listado o no de una empresas u otras entidades. A lo sofisticado y complejo de este proceso, debe sumarse que las áreas de asesoría en los bancos de inversión y otros intermediarios financieros que han incursionado en esta materia, generalmente son reducidas; de tal forma que no pueden analizar muchos prospectos en forma simultánea. Por otro lado, debe considerarse que el pago a los intermediarios financieros por concepto de preparación, asesoría y gestión se concreta hasta que la empresa es colocada en la Bolsa. Ello obliga a que los intermediarios realicen una selección muy rigurosa de los prospectos para ser listados en la Bolsa, para no desperdiciar esfuerzos en casos que no tendrán éxito, así que podríamos decir que la apuesta es alta.

Un aspecto que generalmente se soslaya, pero que es importante en los resultados que se obtengan, es el referente a la competencia entre diferentes áreas al interior de un mismo intermediario, para ofrecerle o dejar de ofrecer un producto determinado a sus clientes. Por ejemplo, en el caso de que un área del intermediario le ofrezca financiamiento a una empresa; existe la posibilidad que otra área del mismo intermediario le ofrezca directamente un préstamo, el cual puede resulta más atractivo para el cliente y el intermediario, porque su trámite es más rápido y sencillo. Ello, como dijimos, compite y desestimula esquemas de financiamiento alternativo, como es el listado de una empresa en la Bolsa, ya sea emitiendo deuda o capital.

Para las Casas de Bolsa que pertenecen a un grupo financiero grande, es evidente que su principal actividad no es el mercado bursátil, debido a que en muchos casos las actividades de estas Casas de Bolsa se encuentra altamente diluidas en actividades tradicionales, como las bancaria, fiduciaria, cambiaria, de seguros, pensiones (Afore), entre otras. Ello explica que sus esfuerzos y recursos dedicados a la promoción y difusión de nuevos productos y servicios tendientes a listar empresas en la Bolsa sean muy acotados. En el caso de los países industrializados, la participación de los intermediarios financieros en esta materia ha sido fundamental en el desarrollo y profundización del mercado bursátil. Ello marca la diferencia con México, si consideramos que los intermediarios financieros no han realizado sus mayores esfuerzos en materia de difusión, asesoría y promoción para que las empresas que financiera, económica y técnicamente tengan potencial para ser listadas en la Bolsa, lo logren. Con respecto a los operadores de derivados miembros de MexDer, la actividades de promoción y difusión aún es menor que la realizada por los intermediarios financieros en el mercado de valores. Debilidad

que se agrava si consideramos que la mayoría de los grupos financieros grandes actúan por cuenta propia, es decir, no ofrecen de forma directa los productos del mercado organizado.

Con base en lo anterior, podemos sostener que la entrada de nuevos emisores, desde el punto de vista de la cadena de valor en el medio financiero, depende principalmente de la actividad de difusión, promoción y asesoría de los intermediarios financieros tanto en el mercado de valores como en el mercado de derivados. Bajo esta óptica, se despenden los siguientes interrogantes: ¿Qué papel están jugando los intermediarios para desarrollar el mercado bursátil de valores y derivados en México?, ¿qué esfuerzos han realizado los intermediarios financieros para revertir el rezago existente en la cultura bursátil en México?, ¿esta tarea es responsabilidad únicamente de los intermediarios financieros? En el apartado correspondiente de este capítulo daremos respuestas a estas interrogantes.

5.2.2 Los emisores y la cultura empresarial. Transparencia, información y capitalización de la empresa

Para que una empresa se vuelva pública, esto es, se liste en la Bolsa, o incluso decida informarse sobre la posibilidad de emitir deuda en la Bolsa, debe cumplir con una serie de requisitos de gobierno corporativo, que implica transparentar íntegramente la operación del negocio con a objetivo de obtener una calificación crediticia favorable. En México, este requisito genera una fuerte resistencia y oposición para institucionalizar a las empresas; las razones son diversas, y van desde desconocimiento del funcionamiento de la Bolsa, como de las alternativas de financiamiento que ésta ofrece, hasta factores relacionados con cuestiones fiscales¹¹⁰ y la inseguridad que se ha venido registrando en los últimos años en el país¹¹¹. Otro obstáculo es la cultura en pro del beneficio que puedan obtener los propietarios o administradores de la empresa en el corto plazo; dejando en segundo plano el desarrollo y permanencia de la empresa en el largo plazo. Finalmente, ello conducirá a la descapitalización de la empresa, resultado del “ordeñamiento” de ésta

¹¹⁰ Al respecto, deben mencionarse las prácticas empresariales de registro de gastos personales y familiares de los accionistas en las empresas, para dejar sus estados financieros en ceros o en pérdidas fiscales; y de esta forma evitar o minimizar el pago de impuestos.

¹¹¹ En este punto se hace referencia en particular, al temor de los empresarios de que sean secuestrados, debido a que la información financiera y económica de sus empresas; y por ende, de su patrimonio, sea del conocimiento público.

por parte del propietario y/o administradores de la misma. Una empresa “ordeñada” y con una capitalización basada únicamente en la reinversión de utilidades difícilmente podrá consolidarse en el mercado cada vez más competido. En el actual contexto marcado por la integración de los mercados a nivel mundial y la fuerte competencia entre los mismos, el reto de consolidación y competitividad de las empresas mexicanas para posicionarse en los mercados internacionales se complica, si consideramos que las innovaciones tecnológicas tanto en los procesos productivos como en la diversificación de nuevos productos y servicios, obliga a las empresas a realizar fuertes inversiones en tecnología.

El cambio de la cultura empresarial basada en una visión familiar de los negocios, que implica una planeación de corto plazo, a un enfoque corporativo y de largo plazo es un proceso largo y difícil, porque implica un cambio de idiosincrasia, valores y prejuicios transmitidos de generación en generación de empresarios. A ello se agregan las resistencias para hacerse públicos al revelar con detalle información sobre la participación de los principales accionistas en el capital de empresa, ingresos, gastos, utilidades, por decir lo menos, dado el clima de inseguridad que ha generado la violencia en el país. Todo indica que ante esta situación, el empresariado mexicano ha buscado mantenerse en la medida de lo posible, en una posición de bajo perfil.

El cotizar en Bolsa implica compromisos, responsabilidad y obligación por parte de las empresas, en lo referente a reportar trimestralmente su información financiera, así como revelar o informar en forma oportuna, a efectos de que no implique el uso de información privilegiada por parte de funcionarios de la empresa o accionistas de la misma. Cualquier evento relevante que pueda afectar el precio de la acción, ya que de no ser así, tendrá implicaciones legales y económicas para la empresa, sus accionistas, consejeros y principales funcionarios.

El empresario tiene la autoridad y capacidad de exigir a los intermediarios financieros que dejen a un lado sus conflictos de interés para que antepongan los intereses de sus clientes. Ello solo será posible cuando los empresarios conozcan el funcionamiento, estructura y opciones de financiamiento que ofrece la Bolsa Mexicana de Valores. Asimismo, de los empresarios depende dejar atrás prejuicios para aceptar cambios en la forma de conducir y organizar sus empresas, si quieren insertarse a los mercados internacionales en condiciones menos desiguales. Al igual que el

empresariado, los inversionistas deben demandar un mayor compromiso de los intermediarios financieros para que prioricen los intereses de sus clientes, dejen a un lado sus cuotas de ventas de productos con la finalidad de obtener altas ganancias en detrimento de los intereses de sus clientes.

5.2.3 Los inversionistas y el perfil riesgo-rendimiento

Los inversionistas toman sus decisiones en función al perfil riesgo-rendimiento de los activos. Los inversionistas de los países desarrollados prefieren invertir en economías emergentes, debido a los altos rendimientos que ofrecen sus mercados bursátiles, en comparación con los que devengan los mercados de sus países de origen. En cambio, los inversionistas de los países en desarrollo o emergentes, como México, sus decisiones de inversión son guiadas por la seguridad y certeza jurídica que ofrecen los mercados financieros de países desarrollados. En el caso de los grandes inversionistas mexicanos, sus decisiones de invertir en dólares y/o en el extranjero como parte de su estrategia para diversificar su portafolio de inversiones y, por tanto, también el riesgo, estuvieron determinadas principalmente por la continua depreciación del peso frente al dólar, en particular durante la década de los ochenta y noventa (ver tabla 5.2 y 5.3). A ello se sumó el riesgo de nacionalización de empresas, la evasión de impuestos y el riesgo de certeza jurídica, que en caso de verse afectada una empresa en su propiedad, los juicios jurídicos son largos y deficientes. Todos estos elementos han estado y están presentes en la toma de decisiones de los hombres de negocios ricos y poderosos de este país.

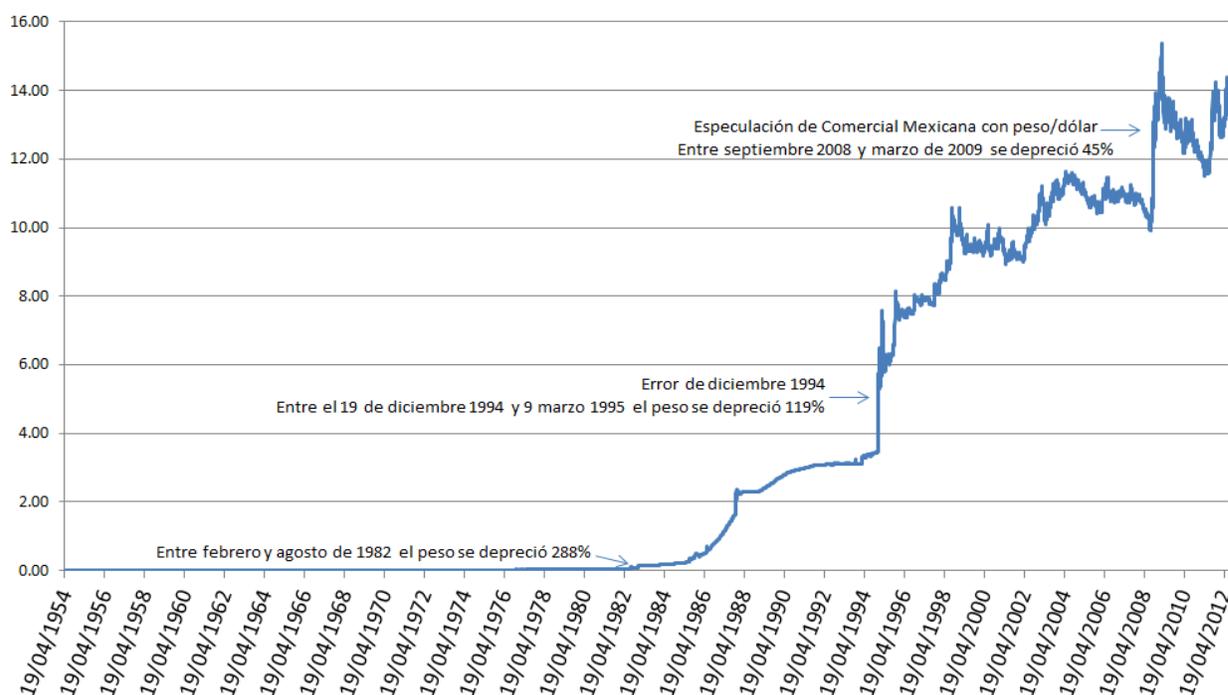
Tabla 5.2

Principales depreciaciones del peso mexicano con respecto del dólar observadas en un día en los últimos 58 años

Fecha	Tipo de cambio peso/dólar	Var %
20/12/1982	0.14925	113.2
19/08/1982	0.11478	65.2
01/09/1976	0.02050	64.0
06/08/1982	0.07533	54.4
18/02/1982	0.03755	40.1
11/07/1985	0.33950	37.2
19/11/1987	2.25800	32.8
27/10/1976	0.02592	30.7
22/12/1994	4.88750	22.3
21/01/1977	0.02350	16.6

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

Tabla 5.3
Cotización histórica Peso MXN / Dólar EEUU
Abril 1954 - Jul 2012



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

5.2.4 La responsabilidad de la autoridad correspondiente en materia de regulación y supervisión del mercado bursátil

Los productos y servicios bursátiles ofrecidos en México, generalmente son una réplica de los existentes en otros mercados del exterior, con adecuaciones y particularidades que muchas veces responden a las prácticas operativas y marco regulatorio vigente en nuestro país. En este sentido, la “mexicanización” de los productos o servicios bursátiles, que incluye tanto al mercado de valores (mercado de capitales y de dinero) y el mercado de derivados obedece en gran medida a la necesidad de adaptarlos a las normas existentes, porque impulsar un cambio en dicho marco es un proceso lento y tortuoso, lo que impide muchas veces avanzar al mismo ritmo del dinamismo internacional.

La ausencia de adecuaciones en forma oportuna y clara por parte de las autoridades correspondientes, como la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), y el Banco de México (Banxico), ha

obstaculizado la oferta de nuevos productos y servicios que respondan a las características de la demanda, en particular de inversionistas importantes y sofisticados, como los inversionistas institucionales. Provocando la migración de éstos inversionistas hacia los mercados externos o a los mercados OTC internos y/o externos para el caso de los instrumentos derivados. Al respecto, baste mencionar el caso de la regulación emitida en los EEUU y la UE en materia de derivados OTC; que en el primer caso, su Ley fue publicada en julio de 2010, a dos años de distancia, en México no se ha presentado un proyecto regulatorio sobre esta materia para su discusión y observaciones del gremio financiero. En materia de derivados en el mercado organizado, la regulación existente no está sustentada a nivel ley; la misma se encuentra a nivel de ordenamientos de carácter secundario. De tal forma que, un cambio debe ser sometido a tres distintas instancias, SHCP, escuchando la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y Banxico. En consecuencia, la responsabilidad en esta materia es compartida, porque no existe un área *ad hoc* en cada una de estas instancias para atender particularmente este mercado, aunque la CNBV creó recientemente una dirección que tiene como función atender esta tarea.

La reglamentación existente en materia de regulación y supervisión es parcial, ambigua en sus definiciones y conceptos, además de que las autoridades no cuentan con herramientas sofisticadas para su análisis y medición. Ello ha inhibido la participación de más inversionistas en el mercado bursátil; asimismo, las adecuaciones, cuando se han realizado, son tardías y complejas, lo que retrasa la introducción de nuevos productos y servicios que permitan mantener a los inversionistas locales y atraer a los extranjeros. La lentitud en los cambios regulatorios provoca que las inversiones busquen otros mercados ya sea fuera del país o a los mercados extrabursátiles que por su laxitud, baja supervisión y regulación es flexible ante las demandas del mercado.

En términos estrictos, la regulación y supervisión del mercado bursátil, como en otras áreas, es una responsabilidad de las autoridades correspondientes, como la SHCP, la CNBV y Banxico en lo que toca a instrumentos derivados. Aunque es evidente que la BMV, las Casas de Bolsa, las emisoras y los inversionistas son corresponsables en la medida que cumplan con la reglamentación vigente. Sin embargo, si la autoridad no responde con oportunidad y eficacia a la adecuación y actualización que exigen los cambios de los mercados bursátiles internacionales, no solo impide el desarrollo del

mercado bursátil mexicano, sino también propicia la migración de los inversionistas al exterior y deja lagunas jurídicas que son aprovechadas por los inversionistas. Por otro lado, la existencia de un marco regulatorio claro y concreto, con obligaciones y derechos bien definidos y delimitados, y sanciones claramente estipuladas otorga certidumbre jurídica a los participantes del mercado bursátil.

5.2.5 La Bolsa Mexicana de Valores y la corresponsabilidad en materia de regulación

Con base en lo anterior, resulta pertinente hacerse las siguientes preguntas: ¿Es responsabilidad solamente de la BMV promover el mercado?, ¿le corresponde a la BMV realizar las funciones de banca de inversión para incrementar el número de empresas listadas?, con este propósito, ¿la BMV debería flexibilizar los requisitos de revelación de información, sabiendo que en otros mercados son incluso más rígidos?, ¿depende de la BMV que un instrumento sea líquido o no?, ¿es solo responsabilidad de la BMV que haya pocos inversionistas?, ¿tiene la BMV la autoridad para adecuar el marco regulatorio, para hacerlo más eficiente y adaptarlo a la a la prácticas internacionales?

Como dijimos en párrafos anteriores, en el mercado bursátil intervienen además de la BMV, los intermediarios financieros, los inversionistas, las emisoras y las autoridades correspondientes. En consecuencia, todos estos participantes tienen la obligación de asegurarse que el mercado opere con los estándares más altos de transparencia y eficiencia económica y financiera. Sin embargo, es evidente que por su estatus constitucional, que implica el aspecto jurídico y legal, le corresponde a las autoridades correspondiente proporcionar el marco regulatorio que asegure el cumplimiento del mismo por parte de los participantes en el mercado bursátil, así como la adecuación del mismo a los largo del tiempo. Esto último, acorde con los cambios en los mercados bursátiles internacionales, que permita enfrentar a la BMV a la competencia en dichos mercados, mediante la introducción de nuevos productos y servicios.

Desde sus inicios, a fines del siglo XIX, la BMV ha estado bajo el control de los intermediarios; actualmente, éstos siguen ejerciendo un fuerte control a pesar de la desmutualización de la Bolsa, a través de su representación en el Consejo de Administración para imponer sus intereses. No obstante, en la medida que se incremente la participación de accionistas desligados de la operación de la BMV, y con la inclusión

que se ha hecho desde 2008 de una mayoría de consejeros independientes, el control y poder de los intermediarios se irá diluyendo. Sin embargo, la menor participación accionaria de los intermediarios después de la colocación de la BMV en la bolsa, no obstante el corto tiempo que ello lleva, se han gestado pugnas entre los directivos de la BMV y el gremio de intermediarios, que dejan ver una clara posición de anteponer sus intereses personales en detrimento del desarrollar del mercado bursátil. Ello manifiesta los cerrados cotos de poder que se han enquistado para proteger sus intereses particulares.

En conclusión, la elaboración de un marco regulatorio, así como su actualización oportuna, es uno de los principales retos de las autoridades correspondientes. La BMV tiene la responsabilidad de hacer propuestas, porque ella cuenta con el conocimiento de las necesidades del mercado, pero en última instancia, corresponde a las autoridades respectivas gestionar su revisión y aprobación ante los órganos legislativos, las mismas.

Otro reto es promover, difundir y desarrollar por parte de todos los participantes del mercado bursátil una cultura empresarial pro-listado en la BMV. El desarrollo y profundización del mercado bursátil requiere más emisoras, más inversionistas y de intermediarios comprometidos con el verdadero desarrollo del mercado.

5.3. El mercado bursátil y la economía real

Un mercado bursátil sólido y profundo debe contribuir al crecimiento económico a través del financiamiento y fondeo de las empresas. En este sentido, los agentes económicos que participan en el mismo deben asegurar la eficiencia macroeconómica, medida ésta por el crecimiento del producto y el empleo. Si bien en materia de fondeo falta mucho por hacer, debe reconocerse que el segmento de financiamiento a través de deuda en el mercado bursátil ha incorporando más empresas participantes y entidades públicas descentralizadas. En este segmento el número de empresas es mayor a las empresas listadas en la Bolsa.

Según datos del Banco de México, el financiamiento neto¹¹² de la banca comercial al sector privado del país no bancario (empresas y personas físicas) durante 2011, fue de 294 mil millones de pesos, de los cuales 27 mil millones provienen de financiamiento externo y 267 mil millones corresponden al financiamiento interno. De éste último, 156 mil millones de pesos corresponden a financiamiento a empresas y personas físicas con actividad empresarial; ésta cifra representa un crecimiento del 97%, con respecto a 2010. Cabe reiterar que el financiamiento neto refleja el monto real que otorgó la banca comercial a lo largo de un año, porque dicho financiamiento es el resultado de restar el valor de los créditos amortizados a lo largo del mismo año.

Con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores, y siguiendo la misma metodología que para el caso del financiamiento neto de la banca comercial al sector privado no bancario, el financiamiento neto¹¹³ que se registró vía la Bolsa a ese sector mediante Certificados Bursátiles de largo plazo ascendió a 109 mil millones de pesos; de éstos 57 mil millones corresponden a entidades del gobierno federal¹¹⁴, 5.8 miles de millones a estados y municipios, 28.1 miles de millones a instituciones financieras y 24.7 miles de millones a empresas. Mediante Certificados Bursátiles de corto plazo, el financiamiento neto fue de 11.1 miles de millones de pesos, de los cuales 10.9 miles de millones se destinaron a empresas y 0.2 miles de millones a estados y municipios (ver tabla 5.4).

El financiamiento de la BMV a empresas a través de deuda, representa el 22.8% del otorgado por la banca comercial a ese mismo segmento en el año 2011. Si a esta cifra se le suma el financiamiento otorgado mediante emisiones primarias de acciones, que representó 10 mil millones, los 3.6 miles de millones por FIBRAS, 6.5 miles de millones por CKDes, 2.90 miles de millones mediante Certificados de Depósito, el financiamiento

¹¹² Este dato se obtuvo mediante el cálculo de la diferencia existente entre el saldo del financiamiento al cierre de 2011 y el de 2010. Es evidente que el financiamiento total otorgado durante todo un año (financiamiento bruto) es mayor que el financiamiento neto; la diferencia se debe a que éste incluye las amortizaciones que se hicieron a lo largo del mismo año en cuestión. <http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF129§or=19&locale=es>. Fuente consultada el 11 de julio de 2012.

¹¹³ Este dato se obtiene del diferencial de los montos en circulación del 2011, menos el monto de 2010.

¹¹⁴ Como lo es el caso de PEMEX y CFE, quienes obtuvieron financiamiento mediante estos instrumentos, entre otras entidades.

total vía la BMV representó en 37.6% del financiamiento de la banca a empresas en 2011 (ver tabla 5.5).

Tabla 5.4

Financiamiento Neto en BMV a empresas			
(miles de millones de pesos)			
	<u>Saldo al fin del periodo</u>		Financiamiento Neto en 2011
	2010	2011	
Certificados Bursátiles			
Largo plazo			
Gobiernos locales y municipales mexicanos	57.2	63	5.8
Entidades del gobierno federal mexicano	238.6	295.2	56.6
Empresas del sector privado	326.1	350.8	24.7
Instituciones financieras	89.4	117.5	28.1
Respaldados por hipotecas	47.6	42.7	-4.9
Certificados segregables	26.8	25.9	-0.9
Subtotal	785.7	895.1	109.4
Corto Plazo			
Estados y municipios	0	0.3	0.3
Empresas	31.4	42.4	10.9
Subtotal	31.4	42.7	11.2
Certificados de Cepósito (CEDES)	1.0	3.9	2.9
Bonos Bancarios	3.9	6.5	2.6
Obligaciones subordinadas	34.6	35.2	0.6
Total	861.6	988.4	126.7

Fuente: Elaboración propia con datos de la BMV

El financiamiento de corto plazo en la BMV se caracteriza por su alto grado de revolvencia, si consideramos que el monto emitido mediante Certificados Bursátiles en 2011, ascendió 315 mil millones de pesos en 746 emisiones registradas en el mismo año; en el caso de los Certificados Bursátiles de largo plazo el financiamiento ascendió a 222 mil millones de pesos en 144 emisiones; y para los Certificados de Capital de Desarrollo el valor del financiamiento fue de 6 mil millones de pesos en 6 emisiones. Por su parte, a través de la emisión de acciones se otorgó financiamiento por 10 mil millones de pesos en 4 emisiones, y una FIBRA con un importe de 3.6 miles de millones de pesos (ver tabla 5.6).

Tabla 5.5

Financiamiento Neto a empresas por BMV y banca comercial	
(miles de millones de pesos)	
En BMV	2011
Certificados Bursátiles largo plazo	24.7
Certificados Bursátiles corto plazo	10.9
Acciones	10
FIBRAS	3.6
CKDes	6.5
Certificados de Depósito (CEDES)	2.9
	58.6
Banca Comercial	
Empresas y personas físicas con actividad empresarial	156
Proporción BMV / Banca Comercial	37.6%

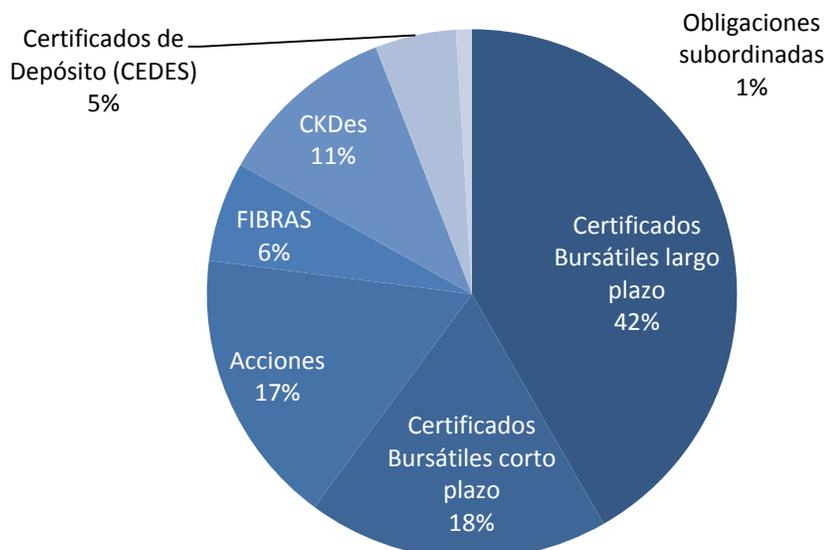
Fuente: Elaboración propia con datos de BMV y Banco de México

Las tasas de interés a las que se financian en la BMV las empresas, estados municipios y entidades descentralizadas del gobierno son bajas comparadas con otras tasas de referencia, como la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) y la tasa de los CETES a 28 y 91 días. Durante 2011, la tasa, promedio anual, a la que se financiaron las empresas a un periodo menor a un año, fue de alrededor del 4.73%¹¹⁵; en tanto que la tasa de rendimiento de CETES a 28 días en diciembre fue equivalente a 4.64%, y la de 91 días fue del 4.66%. Comparando estas tasas con la TIIE de 28 y 91 días, cuyo promedio para ese año fue del 4.82% y 4.85%, respectivamente. Así, mediante Certificados Bursátiles las empresas se pueden fondear con una tasa de interés por debajo de la TIIE, y ligeramente por encima de la tasa de los CETES, las cuales se ubicaron en 4.24% a 28 días y 4.35% a 91 días, en promedio anual, respectivamente.

¹¹⁵ Este dato tomado de la BMV, es un promedio aritmético de las tasas que se observaron en dicho año.

Tabla 5.6

Financiamiento Neto en BMV en 2011



Fuente: Elaboración propia con datos de BMV y Banco de México

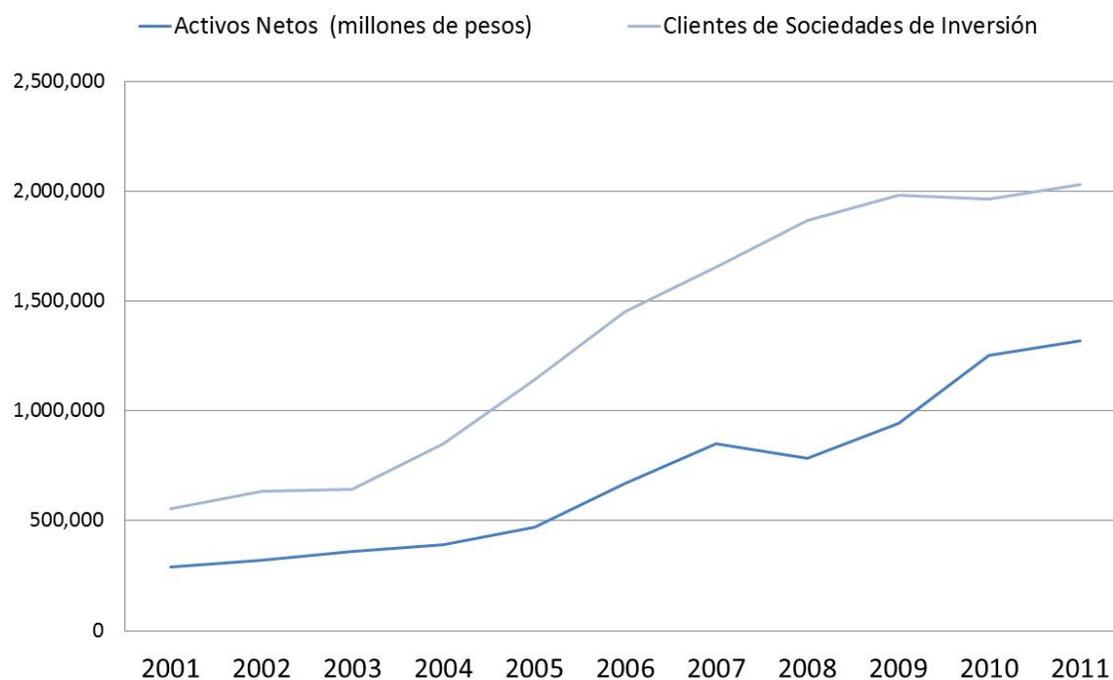
Los datos anteriores muestran que el financiamiento bursátil es una fuente de financiamiento alternativa y accesible para las empresas, estados, municipios y entidades descentralizadas del gobierno. Existe una concepción generalizada que asume que en la BMV las empresas solo pueden obtener recursos mediante la emisión de capital. Esta visión alejada de la operación, ha contribuido en gran medida a que se avance en una cultura financiera acorde con la necesidad de desarrollar el mercado bursátil tanto en el segmento de fondeo como de financiamiento de mediano y largo plazos. La visión distorsionada que se tiene sobre la operación de la BMV, ha impedido que, por ejemplo, se desarrolle el financiamiento mediante la emisión de deuda, que es una modalidad muy semejante al financiamiento tradicional, y la cual demanda menores requisitos a las empresas que en el caso de colocación de capital.

En los últimos años, el mercado de valores ha registrado un crecimiento muy dinámico que se refleja en un mayor nivel de penetración, mediante el vehículo de las Sociedades de Inversión. Estas sociedades, mediante fondos de renta fija y variable, acumularon al cierre del 2011, 1.32 billones de pesos, distribuidos en poco más de 2.03 millones de

cuentahabientes (ver tabla 5.7). En cuanto a los recursos invertidos por las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos de Ahorro para el Retiro (SIEFORES), las cuales son administradas por las Afores; al cierre de 2011, los activos bajo su administración sumaban 1.56 billones de pesos, distribuidos en 42.5 millones de cuentahabientes (ver tabla 5.8). De manera indirecta, éstos han invertido sus ahorros en instrumentos de renta variable (acciones e índices accionarios) y derivados.

Tabla 5.7

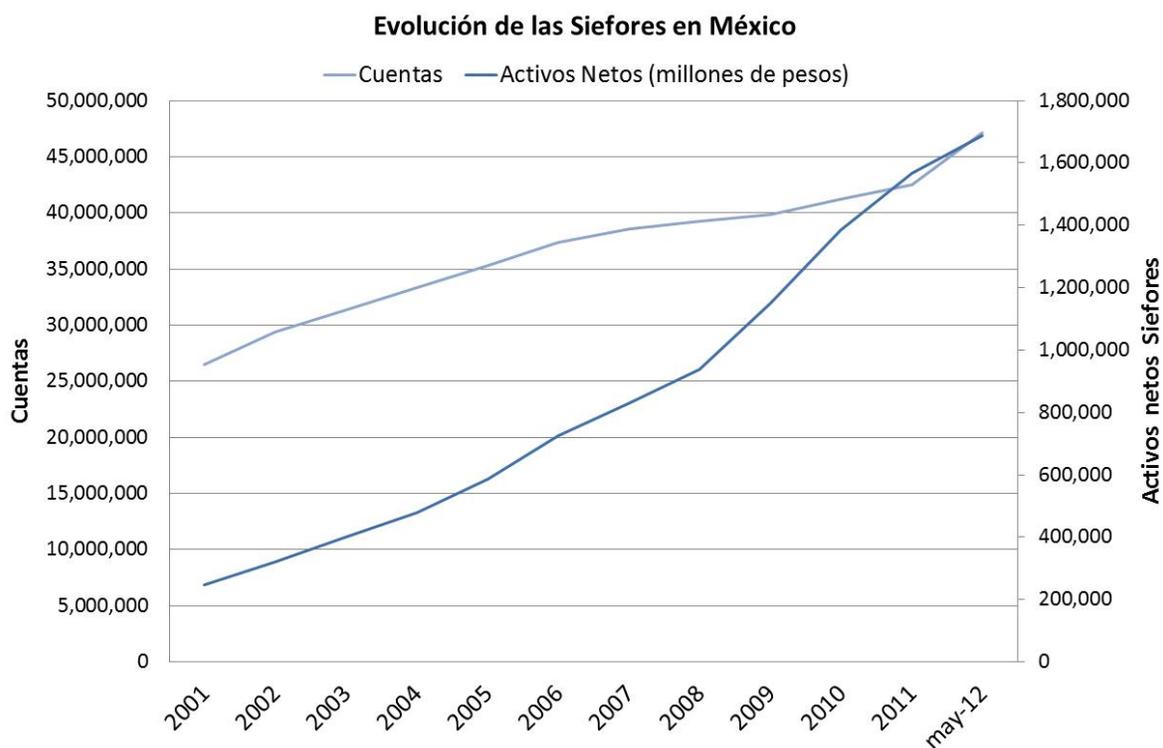
Evolución de las Sociedades de Inversión en México



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB).

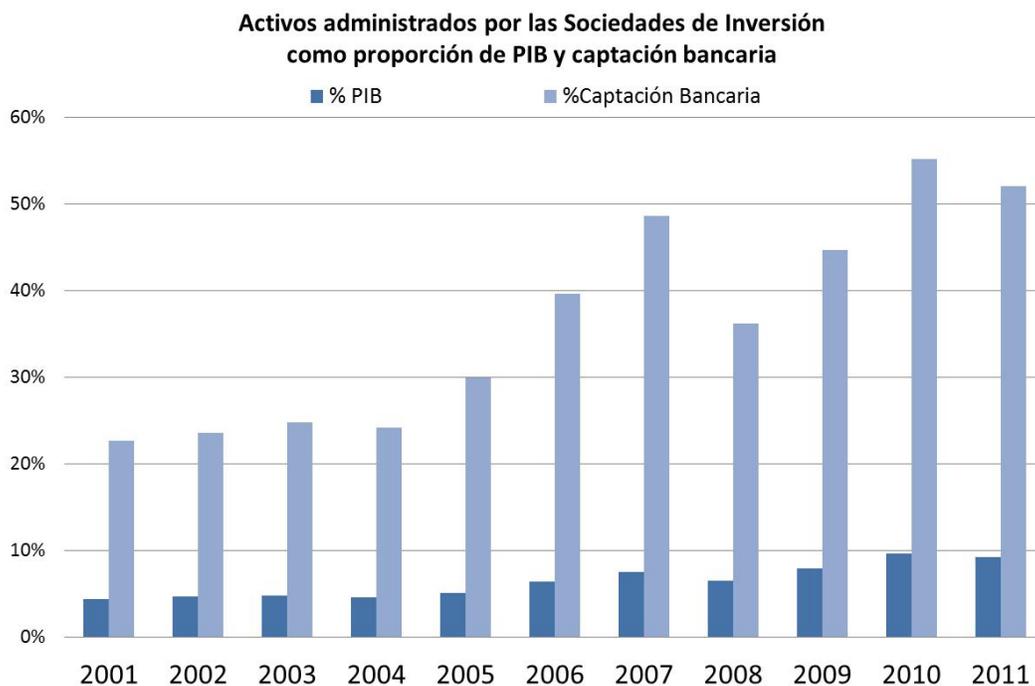
Comparando las cifras anteriores con el PIB de México, tenemos que para 2011, los recursos invertidos en las Sociedades de Inversión representan el 10% del PIB, y el 52% de la captación bancaria (ver tabla 5.9). Para el caso de los recursos administrados por las Siefiores; éstos representan el 11% del PIB, y el 62% de la captación bancaria (ver tabla 5.10).

Tabla 5.8



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB)

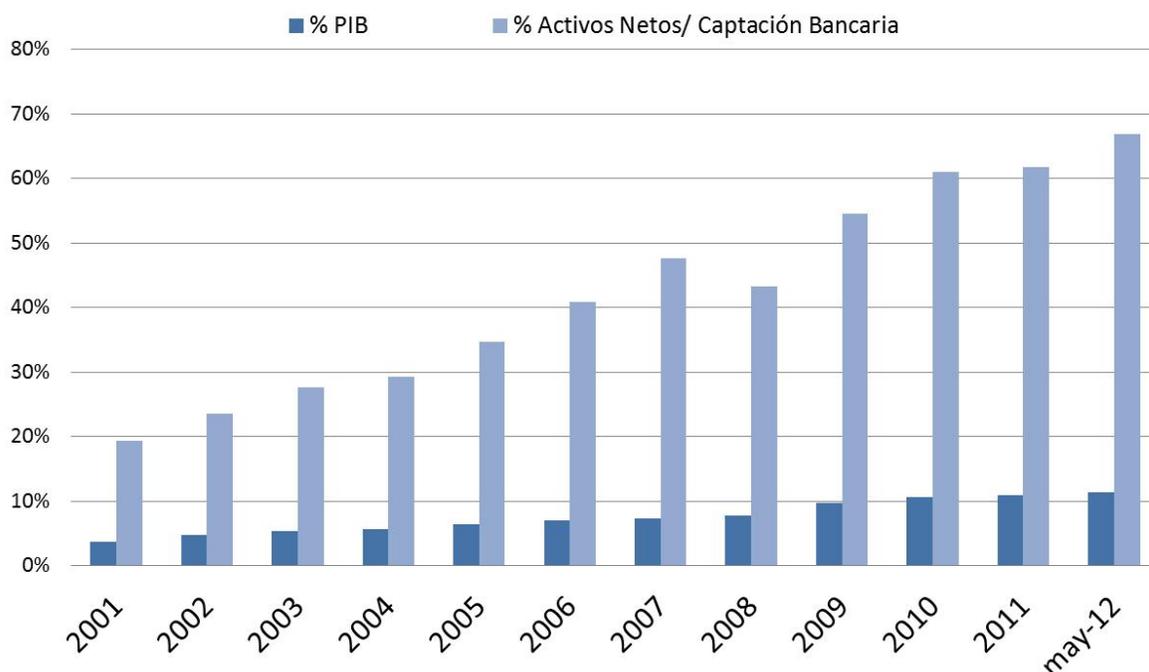
Tabla 5.9



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB).

Tabla 5.10

**Activos administrados por las Siefores
como proporción de PIB y captación bancaria**



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB)

5.4. El reto de consolidación del mercado bursátil en México. Algunos factores políticos y económicos que deben considerarse

Cualquier proyecto realista y viable que tenga como objetivo consolidar el mercado bursátil mexicano debe partir de la realidad de la integración y globalización de los mercados financieros. Asimismo, se debe aceptar que estos dos fenómenos son parte del desarrollo de las economías a nivel internacional, que este proceso es dinámico y en cierta forma contradictorio ya que por un lado se habla de apertura, fragmentación de los mercados y de la libertad de los mismos para encontrar un equilibrio, y por el otro se argumenta la necesidad de controlarlos con regulación más rígida y una supervisión más estrecha ante las irregularidades ocurridas como consecuencia de la laxitud de las últimas décadas.

Asimismo, debe entenderse que detrás del dinamismo de la globalización económica se encuentra la férrea competencia por el control de los mercados locales en primera instancia, a la que a su vez estimula la permanente incorporación de innovaciones tecnológicas que se reflejan en la constante introducción de nuevos

productos. Sin embargo, estos procesos no han sido homogéneos para todas las economías, y en ausencia de marcos regulatorios apropiados, las libres fuerzas del mercado han profundizado los desequilibrios estructurales de las economías en desarrollo, y reactivado desequilibrios económicos, sociales y financieros que los países industrializados superaron durante el largo periodo de crecimiento sostenido, que abarcó de 1945-1970. Un par de ejemplos de este carácter contradictorio de la globalización económica es la crisis del sector hipotecario *subprime* de los EEUU, y la crisis económico-financiera de la zona euro, que ha impactado a la economía mundial, la cual no logra recuperarse.

Bajo esta perspectiva, es necesario reconsiderar el establecimiento de medidas regulatorias y de supervisión mucho más estrechas, con el propósito de prevenir crisis financieras que conduzcan a la paralización de la actividad económica. Dichas medidas deben ser realistas y viables, porque no solo deben tener un carácter preventivo y prudencial, sino que, al mismo tiempo deben promover la integración de la economía mexicana a los mercados internacionales en condiciones favorables.

En el caso del mercado bursátil, la autoridad correspondiente es la principal responsable de proveer de un marco regulatorio que tenga como objetivo la consolidación de éste, tendiente a promover una mayor competencia en condiciones equitativas. Ello implica reducir las barreras de entrada e incentivar la introducción de nuevos participantes tanto de intermediarios como emisores e inversionistas. Si bien todos estos agentes económicos son responsables de la operación y prácticas en el mercado bursátil, sólo el Estado, a través de las autoridades correspondientes, puede y debe asegurar que el funcionamiento del mercado bursátil responda a las necesidades de financiamiento y fondeo del crecimiento económico. Ello no debe entrar en conflicto con la obtención de rendimientos atractivos para todos los agentes que intervienen en el mercado bursátil; pero esta rentabilidad no puede estar por encima del objetivo macroeconómico de mantener una tasa de crecimiento estable y sostenida del producto y el empleo.

Los datos que se han presentaron arriba demuestran que el mercado bursátil tiene la capacidad y el potencial para convertirse no solo en una fuente de fondo de largo plazo, sino sobre todo en un fuente de financiamiento de corto plazo. Ello requiere de un grupo de especialistas con una visión plural y responsable, altamente capacitados con

herramientas técnicas que elaboren un proyecto de marco regulatorio viable, el cual será sometido a las instancias legislativas correspondientes para su aprobación. Este proyecto debe partir del contexto de la integración de los mercados bursátiles y la globalización de los sistemas financieros y, en consecuencia, de la permanente y oportuna actualización de dicho marco, para establecer los mecanismos que permitan salvaguardar las sanas prácticas bursátiles. Los hechos han demostrado que el marco regulatorio existente ha sido rebasado; al grado de que se ha tenido que “remolcar” a la autoridad para que diseñe medidas tendientes a resolver problemas generados tanto por los participante internos del mercado bursátil, como de factores externos. Uno de estos factores son las innovaciones en productos y servicios financieros en los mercados bursátiles externos, pues generan la migración de importantes inversionistas, como los institucionales.

Un tema que suscita fuertes controversias es la entrada de Petróleos Mexicanos (PEMEX) a la Bolsa. La polémica generalmente se centra en la pérdida de soberanía del Estado para decidir sobre el uso de un recurso energético estratégico, tanto en términos políticos como económicos. Este argumento tiene parte de verdad; sin embargo, también es muy común que en las fuertes discusiones que el tema suscita se deje de lado los enormes recursos que el gobierno federal extrae de la paraestatal, sin que exista transparencia sobre el destino y uso de dichos recursos. Al respecto, se supone que dichos recursos sirven para financiar la expansión del gasto público del gobierno federal e incrementar las transferencias a los estados y municipios, para promover el crecimiento económico; pero ante la ausencia de transparencia sobre la magnitud, uso final, ejercicio real y resultado de estos recursos, es difícil sostener que los recursos que el gobierno federal extrae de PEMEX estén apuntalando el crecimiento económico y la distribución del ingreso en el país. Al respecto, podemos decir que la frase de “PEMEX para los mexicanos” carece de sentido.

Por otro lado, es común escuchar que los elevados montos de recursos que PEMEX entrega al gobierno federal, ya sea por concepto de impuestos, divisas por exportaciones, o recursos extraordinarios provenientes de incrementos en los precios internacionales del petróleo, le han provocado a la paraestatal perdida de competitividad en los mercados internacionales al no poder ser reinvertidos en el apuntalamiento de su infraestructura y renovación tecnológica. Asimismo, se reconoce que esta situación ha descapitalizado a PEMEX, elevado los costos de extracción de petróleo, que las

exportaciones sean fundamentalmente de crudo, y que estemos importando fuertes volúmenes de derivados, como gas natural y gasolinas. No obstante este reconocimiento, no se han presentado propuestas viables y realistas para capitalizar a PEMEX, con el propósito de revertir esta situación.

El caso de Brasil y Colombia, que por mucho tiempo mantuvieron una postura política como la asumida por México sobre la entrada de PEMEX a la BMV, han listado a sus respectivas empresas petroleras, PETROBRAS y ECOPETROL, en sus Bolsas; y estas son sujetas de negociación en el SIC de la BMV, al igual que PetroChina. El valor de capitalización de ECOPETROL, como empresa pública listada en bolsa, ascendió a los 115 mil millones de dólares, a mediados de julio de 2012; en tanto que el valor de PETROBRAS fue de 126 mil millones de dólares, para la misma fecha.

Considerando los valores de estas dos empresas, y tomando como referencia otros factores que incluyen en el precio, como el volumen de producción, medida en millones de barriles producidos al día, que en el caso de México son 2.9, Brasil 2.3 y Colombia 0.8¹¹⁶. Si tomamos las reservas probadas, medidas en miles de millones de barriles, tenemos que para México, estas ascienden a 10.4; para Brasil, serían de 12.9; y para Colombia, las mismas corresponden a 1.9.¹¹⁷ Con estos datos, sin realizar un análisis más profundo y sin considerar otros aspectos, podríamos inferir que el valor de PEMEX, en caso de que se listara en la BMV, estaría muy cercano al valor de bolsa de PETROBRAS, y por encima del valor de ECOPETROL. Con el listado del PEMEX en la Bolsa podría aumentarse el valor de capitalización del mercado mexicano, con base en las cifras al cierre de julio de 2012, aproximadamente un 30%.

El listado de PEMEX en la BMV requiere de una cuidadosa estructura financiera, que contemple un esquema que proteja y salvaguarde los intereses del Estado mexicano y las actividades que para él están reservadas en la Constitución, las cuales no tendrían por qué verse afectadas con su entrada al mercado bursátil. Ello le permitiría a PEMEX obtener recursos frescos para financiarse en su la modernización tecnológica, de sus procesos de extracción, procesamiento del crudo y la producción de energéticos básicos

¹¹⁶<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2173rank.html>. Consultado el 17 de julio de 2012.

¹¹⁷<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2178rank.html>. Consultado el 17 de julio de 2012.

derivados del petróleo para el mercado interno, como gasolinas, gas LP y natural. Contribuyendo, en primera instancia, a reducción de los precios de adquisición, por parte de PEMEX, de los energéticos para cubrir la demanda del mercado interno, y la dependencia de las importaciones de gasolinas y gas natural; y en segundo lugar, diversificar las exportaciones de petróleo, que hasta hoy en día están compuestas principalmente por crudo.

El financiamiento de PEMEX, si ésta entrara a la BMV, podría provenir de los cuantiosos ahorros de los mexicanos administrados por las Afores, recursos de inversionistas individuales de mexicanos, y recursos provenientes de la formación de esquemas alternativos y novedosos para fines específicos que se quisieran apoyar este tipo de proyectos de inversión, tales con la constitución de un fideicomiso, por ejemplo, para financiar las exploraciones en aguas profundas. Por otro lado, la participación de la inversión extranjera deberá ser acotada, para lo cual deberá diseñarse un marco regulatorio claro, específico y con una observancia obligatoria para todos los inversionistas locales y extranjeros, funcionarios gubernamentales, los intermediarios y de otras entidades estatales que intervengan en la toma de decisiones. Al respecto, cabe recordar que al listarse una empresa en la Bolsa no se coloca todo el capital; en el caso de PEMEX, la mayoría del capital se la reservaría el Estado mexicano, así como el control de su consejo de administración. Respecto, a esto último, el gobierno decidiría si es pertinente la participación en determinada proporción, de los accionistas particulares.

La entrada de PEMEX a la Bolsa generaría un impulso al desarrollo y profundización del mercado bursátil en México; pero lo más importante es que por dos vías contribuiría al crecimiento económico del país. Por un lado, la modernización tecnológica de PEMEX contribuiría a detonar un efecto multiplicador sobre el mercado interno, y por el otro, el mercado bursátil podría acercarse más a la población, la que observaría directamente de los beneficios que el mercado de valores provee.

Atender este tema no sólo generaría un impulso al mercado de valores para ayudar a profundizarlo, contribuiría con la economía real al poder inyectar más dinamismo a esta industria en lo que particularmente se refiere a exploración y refinación. Es importante no aletargarnos, despertar y ser sensibles a la realidad que envuelve a nuestro país en muy diversos aspectos, que requieren de cambios estructurales en los distintos

órdenes de gobierno con una clase política a la altura de las demandas de la ciudadanía, que sean capaces y no rapaces, que verdaderamente vean por el bien y los intereses del bien común. Evidentemente de llevarlo al mercado tiene que ir acompañado de políticas públicas que ayuden a encaminar en forma clara y precisa el financiamiento obtenido, que desde el punto de vista fiscal los recursos también sean invertidos y no gastados, primariamente en la fuente de ingresos (PEMEX) y luego en infraestructura no necesariamente relacionada que apuntale crecimiento, desarrollo económico y empleo. Un ejemplo es la inversión que hicieron los Emiratos Arabes para convertir a Dubai en un centro turístico y capital financiera del medio oriente le generará una derrama económica que les redituará por décadas le han apostado al futuro y no al presente. Lo que hay ahí es un efecto multiplicador en la economía real, existe inversión en infraestructura y que sin duda les redituará por muchas décadas por la derrama que ello mismo ha generado.

Sabemos que estamos lejos de hacer algo así y poder compararnos por muy diversas razones, lo que hace falta es cambiar la mirada, atreverse y darnos cuenta que si no generamos un cambio de fondo México, no podrá sacar a una extensa población de la pobreza. Lo que parecía increíble hace unos años en materia de ahorro en el país se está convirtiendo en realidad a través de las Afores, hay suficientes recursos locales y crecientes para poder financiar el crecimiento; aquí lo hemos expuesto, al grado de que están buscando invertir en activos foráneos por el perfil de inversión que tienen de largo plazo, y por las pocas alternativas que realmente existen.

Los retos que tuvieron que superar Brasil (2000) y Colombia (2007) no son muy distintos a los que tendría que enfrentar México, en el caso de que se listara PEMEX en la BMV. En ambos casos, sus respectivos gobiernos tuvieron que enfrentar la oposición de actores políticos, sustentada en la pérdida de la soberanía del país y la entrega de un recurso nacional a los inversionistas privados locales y extranjeros. Una vez superado este conflicto, que evidentemente no es menor, la estrategia para listar a sus respectivas empresas se sostuvo en el principio de la “pulverización y democratización del capital”, de dichas empresas. Ello significaba dar cabida al mayor número posible de inversionistas individuales locales, que en la práctica significaba que personas físicas pudieran adquirir acciones, con lo que pasaban a ser dueñas de forma efectiva, de un activo estratégico de su país, al mismo tiempo que dotaban de recursos financieros frescos a la empresa

encargada de administrar y explotar el recurso energético que asegura su crecimiento sostenido en el largo plazo.

El proceso de listado de PETROBRAS y ECOPETROL en las respectivas Bolsas de sus países, requirió de cambios en sus marcos regulatorios, que pasaron por la aprobación de sus Congresos; cambios necesarios para a estas empresas de un marco jurídico que les permitiera competir de forma eficiente. Asimismo, se definió la participación máxima que podría ser sujeta de colocarse entre el público, que para el caso de Brasil fue del 45%, y para Colombia del 20%. Entre los cambios más importantes y necesarios destaca el hecho de que el presupuesto de las petroleras ya no es aprobado por los respectivos Congresos de sus países. Ello permite monetizar activos del gobierno sin tener que privatizar a estas empresas petroleras, ni perder el control administrativo y económico-financiero. En ambos casos, no se temió a la participación de los inversionistas extranjera, ya que paralelamente que colocaron a las empresas en sus Bolsas, se procedió a listarlas en la Bolsa de Nueva York. Ello fue fundamental en el proceso de maximización de la valuación de estas empresas.

Para que el proceso de pulverización del capital fuera exitoso, en ambos casos, se diseñaron incentivos para atraer al mayor número de inversionistas individuales. Entre estos incentivos, estaban la venta a plazos, descuento en precio, amplia campaña por parte del gobierno, la participación de todos los intermediarios financieros en un sindicato colocador. En el caso de Colombia, se amplió la red de distribución, con la incorporación de los supermercados como puntos de adquisición de las acciones; sumando así más de 2,000 puntos de venta. El éxito fue tal, que las ofertas fueron rebasadas por la demanda local; el Brasil se registró una asignación inicial de 310 mil inversionistas, en tanto que en el caso de Colombia, la asignación inicial fue de 483 mil inversionistas.

Los grandes volúmenes de ahorro de los trabajadores, administrados por la Afores, constituyen una fuente importante de financiamiento para proyectos que sean detonadores del crecimiento económico, generación de empleos y con ello la distribución del ingreso en nuestro país, como puede ser el listado de PEMEX. Actualmente, estos recursos son invertidos en opciones que solo benefician a inversionistas e intermediarios financieros.

El desarrollo del capital privado en México en todos sus segmentos, que van desde el capital semilla hasta por el capital emprendedor, el capital de riesgo y los fondos de capital privado, es una tarea prioritaria porque de ello depende en gran medida la expansión del mercado de valores en el mediano y largo plazos y, por tanto, el impulso de este mercado al crecimiento económico. Al respecto, es importante comentar la información difundida por *Infomine*, un servicio de información minera que proporciona datos sobre la industria minera establecidas en México. Según dicha información, existen más de 140 compañías mineras en el país, que están en la fase de exploración, y son financiadas por la sección de capital de riesgo en la bolsa de Toronto (TSXV); dichas acciones han sido adquiridas en parte, por grandes conglomerados extranjeros. Además, en el principal mercado de la bolsa de Toronto (TSX) existen cerca de 60 empresas mineras mexicanas que forman parte de los grupos mineros más grandes a nivel global. En suma, existen 392 propiedades (minas) radicadas en México que cotizan en TSXV, y 216 propiedades (minas) que cotizan en TSX. Estos datos resultan paradójicas y controversiales si consideramos lo establecido en nuestra carta magna, la Constitución de los Estados Unidos Mexicanos que su artículo 27, que a la letra señala:

"La propiedad de las tierras y aguas comprendidas dentro de los límites del territorio nacional, corresponde originariamente a la Nación, la cual ha tenido y tiene el derecho de transmitir el dominio de ellas a los particulares, constituyendo la propiedad privada..."

...La nación tendrá en todo tiempo el derecho de imponer a la propiedad privada las modalidades que dicte el interés público, así como el de regular, en beneficio social, el aprovechamiento de los elementos naturales susceptibles de apropiación, con objeto de hacer una distribución equitativa de la riqueza pública, cuidar de su conservación, lograr el desarrollo equilibrado del país y el mejoramiento de las condiciones de vida de la población rural y urbana.

Corresponde a la Nación el dominio directo de todos los recursos naturales de la plataforma continental y los zócalos submarinos de las islas; de todos los minerales o substancias que en vetas, mantos, masas o yacimientos, constituyan depósitos cuya naturaleza sea distinta de los componentes de los terrenos, tales como los minerales de los que se extraigan metales y metaloides utilizados en la industria; los yacimientos de piedras preciosas, de sal de gema y las salinas formadas directamente por las aguas marinas; los productos derivados de la descomposición de las rocas, cuando su explotación necesite trabajos subterráneos; los yacimientos minerales u orgánicos de materias susceptibles de ser utilizadas como fertilizantes; los combustibles minerales sólidos; el petróleo y todos los carburos de hidrógeno sólidos, líquidos o gaseosos; y el espacio situado sobre el territorio nacional, en la extensión y términos que fije el Derecho Internacional...

...Tratándose del petróleo y de los carburos de hidrógeno sólidos, líquidos o gaseosos o de minerales radioactivos, no se otorgarán concesiones ni contratos, ni subsistirán los que en

su caso se hayan otorgado y la Nación llevará a cabo la explotación de esos productos, en los términos que señale la Ley Reglamentaria respectiva.¹¹⁸

Por tanto, ¿qué diferencia existe entre las minas y el petróleo? Las minas desde siempre han estado en manos de particulares para la extracción de recursos naturales del subsuelo mexicano, que constituyen insumos para la industria, que son de alto valor, al igual que demandados internacionalmente, no sólo en forma local, y que ante ello muestran un incremento constante en los precios y son cotizados en dólares. La respuesta parece sencilla, una bandera política con mayúsculo tono populista y de un falso nacionalismo que hace ver que se atentaría contra la soberanía del Estado mexicano y que defiende el extraerle lo que a ella le pertenece. ¿Dónde está la congruencia con lo que ocurre con el caso minero?

Las minas en México en su inmensa mayoría se operan total e íntegramente por particulares bajo una concesión del Estado. Sin embargo, el usufructo producto de la explotación de las mismas corresponde igualmente a los particulares, muchas de ellas indirectamente en manos de extranjeros como ya se ha expuesto. Pensar en que otro fuera el esquema sería ineficiente, ya que nuestro territorio es muy rico y basto en gran diversidad de recursos naturales que por sí mismo haría incapaz al Estado el explotarlos. El esquema que se propone para PEMEX, no es ese, busca ser aún muy conservador, ya que no significa poner en manos de la iniciativa privada su administración, esa se la seguiría reservando el Estado, así como las actividades de operación de la empresa, en la que fundamentalmente debería seguir permaneciendo el control de la extracción, no así actividades derivadas como lo es la refinación y la exploración misma.

Ante esta situación, es necesario plantear la entrada de las industrias mineras en la BMV, para promover la entrada de inversionistas mexicanos en este sector. Cabe mencionar que en la Bolsa de Valores de Lima están listadas 42 empresas mineras, mientras que en la BMV solo 5 empresas mineras se han listado.

¹¹⁸ <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/1.pdf>, consultada el 10 de octubre de 2012.

En el desarrollo de la industria de capital privado un papel muy relevante lo juega la banca de desarrollo, particularmente a través de NAFIN así como de la Secretaría de Economía. Al respecto, hay avances con recursos aún muy limitados. Justamente a mediados de julio de este año conjuntamente lanzaron “Venture Partners”, el primer fondo de capital semilla en México. Iniciativas de este tipo hacen mucha falta. Es de destacar también la labor que al respecto está desempeñando en Fondo de Capitalización e Inversión del Sector Rural (FOCIR) como un agente de cambio en la red de valor de la cadena de agro-negocios en México, actuando como un fondo de inversión de capital privado especializado en agro-negocios.

Los fondos de capital privado son una excelente alternativa para apalancar el desarrollo, financian empresas con gran potencial que han probado ser exitosas en pequeña escala o que son altamente innovadoras aunque su trayectoria en el mercado sea menor, lo cual implica que tengan un riesgo implícito alto; por lo que no son fácilmente sujetos de crédito en la magnitud requerida, por lo que se convierten en claros objetivos de este tipo de fondos. Es claro que de inicio esta alternativa pudiera resultar de interés para muchos empresarios, aunque hay que tener en cuenta que el análisis lo hacen a veces en varias decenas o un centenar de proyectos que ya de por sí han sido pre-filtrados y que hacen un estudio en extremo minucioso para que inviertan recursos finalmente en una empresa.

La participación de este tipo de fondos no sólo se limita a otorgar recursos financieros a una empresa o proyecto, usualmente toman participaciones mayoritarias y el control administrativo de las mismas, ya que uno de sus activos más valiosos además de los recursos financieros, es el talento humano que integra a esos fondos y hace que con relativa facilidad puedan levantar capital por su trayectoria y reconocimiento en el mercado. Esto de tomar el control de las empresas financiadas quizá suene lógico para algunos, pero en muchas veces no es fácil entender esto por parte de los empresarios originales, pues llegan a mostrarse reacios a ceder parte importante de su empresa, perder el control y hasta la administración de la misma. Hay un dicho en esa industria que dice, “Qué prefieres ser cabeza de ratón o cola de león”, refiriéndose a los empresarios originales en donde si el potencial de la empresa se hace realidad, quizá efectivamente tengan una participación minoritaria y aparentemente suene menos atractivo que tener el 100% de la compañía o la mayoría simple, pero al paso de un corto periodo, una minoría

pudiera representar un valor económico de mercado varias veces mayor al 100% o la mayoría en las condiciones originales.

Tengamos en cuenta que el periodo de inversión de este tipo de fondos es temporal, muchas veces los dueños originales no salen del negocio, ya que conocen el *know how* del mismo y eso es un activo valioso para el socio capitalista y muchas veces son los emprendedores y autores intelectuales, lo que tiene gran valía para los accionistas este tipo de fondos, y que al salir al cabo de su periodo de inversión, será igualmente de interés para los nuevos inversionistas. En EEUU son famosos los fondos de capital en la zona de *Silicon Valley* en donde se gesta la mayor parte de las empresas de tecnología en ese país y ha sido un mecanismo promotor del desarrollo en este segmento.

En materia de derivados también está en manos de la autoridad el poder fijar condiciones más equitativas entre el mercado organizado y el extrabursátil, ya que las reglas de capitalización que se le exige a la banca y casas de bolsa no toma en cuenta o contabiliza el riesgo que están asumiendo los intermediarios por participar en derivados OTC en el consumo de capital que reportan a Banco de México. Las condiciones también son distintas y las canchas no están parejas en materia de certificación de conocimientos para operadores, promotores y administradores de ese mercado, mientras que para operar en MexDer sí se requiere y debe ser renovada cada tres años. Es decir para participar en el mercado OTC queda a discreción de cada institución los conocimientos técnicos que debe de tener su personal y puede estar poniendo en riesgo el capital social de un intermediario y orientando a los clientes la gente de promoción sin el debido conocimiento del mercado.

Por todo lo anterior, a mi parecer es claro que el Estado ha sido incapaz de atender todas las distintas vertientes que se requiere para fortalecer el mercado bursátil y en la medida de que esto ocurra podrán destrabarse otros aspectos que por supuesto corresponde a otros actores atender.

Es necesario promover y flexibilizar la entrada de más intermediarios, en apego a prácticas de otros mercados que han probado ser muy eficientes, mayor competencia en la oferta de valores en forma escalonada que va desde Sociedades de Inversión hasta inversiones de renta variable y derivados con montos más accesibles, con apertura de

cuentas vía internet, así como la compra/venta de valores en una forma más amigable y al alcance de una masa mayor de inversionistas que hoy continúan viendo lejano el mercado de valores y de derivados.

En materia de integración habrá que superar los retos regulatorios para que el acuerdo entre México y los países integrantes de MILA pueda hacerse realidad. Los mayores retos no son tecnológicos ni operativos, son eminentemente regulatorios. México debe entrar en el acuerdo de MILA y eventualmente liderarlo por el tamaño relativo del mercado mexicano, al tiempo de reposicionarse de mejor manera en la región y en el entorno global. La oportunidad puede irse fácilmente y no regresar ya que a otros mercados desarrollados podrían fijarse en MILA por lo atractivo de posicionarse en la región y con ello dejar fuera a México.

La competencia es lo más sano que hay en una economía. Quizá para muchos no suene deseable, pero la fragmentación del mercado mexicano sería uno de los mejores elementos para impulsar el desarrollo, en donde existan nuevos actores en todos los ámbitos; más plataformas de negociación, más intermediarios compitiendo por más empresas emisoras y más inversionistas con esquemas más flexibles para captarlos e innovación en productos y servicios. Desde la bolsa y la autoridad, el promover el desarrollo de un mercado alterno enfocado a empresas de tamaño medio con incentivos en distintos ámbitos para superar obstáculos que se han presentado en el pasado y dar salida de una manera más fácil a empresas que ya han sido institucionalizadas al pasar por la administración de un CKDe, pero que aún no tiene el tamaño suficiente como para llevarlo al mercado tradicional de la bolsa.

Conclusiones

La integración de los mercados bursátiles encuentra su origen en las políticas de liberalización y desregulación de los sistemas financieros de principios de la década de los setenta en los EEUU, las cuales se extendieron a la mayoría de los países industrializados y en vías de desarrollo. En este sentido, la desmutualización y los esquemas de asociación entre las bolsas para formar bloques regionales y multi-regionales, son parte del proceso de globalización e integración de los mercados a nivel mundial, y en donde las innovaciones tecnológicas en materia de comunicación y procesamiento de información desempeñaron un papel clave en el ritmo y expansión de este proceso, así como las innovaciones para diseñar e introducir nuevos productos y servicios financieros.

La desmutualización de las bolsas de los principales países industrializados donde sobresale el caso de la bolsa de Estocolmo, por ser la primer bolsa en haber pasado por ese proceso en 1993, fue un requisito necesario para la integración de las mismas, ya que ello permitió la participación de otros inversionistas en el capital de este tipo de entidades; lo que dio pie al listado de las bolsas en la bolsa misma. La disolución y fragmentación de la propiedad de las bolsas, promovida con la desmutualización, implicó un proceso de adaptación y transformación de la estructura corporativa de estas entidades que significó la separación de los derechos corporativos de los derechos operativos. Cumplida esta primera etapa, los mercados de valores y derivados organizados entraron a una segunda fase, que consistió en la firma de acuerdos de colaboración, asociaciones estratégicas, fusiones y adquisiciones, que dieron origen a la formación de grandes conglomerados en busca de presencia global. La estructura oligopólica en la que operan estos grupos o conglomerados bursátiles, se refuerza a través de esas asociaciones con la introducción y oferta de una amplia gama de activos y servicios financieros muy sofisticados, así como del aprovechamiento de economías de escala y de alcance.

Bajo el modelo de propiedad mutualista, las bolsas no tenían fines de lucro, porque su objetivo era servir a sus miembros (casas de bolsa o empresas de corretaje), de tal suerte que sus precios, en un origen, se encaminaban a cubrir sus costos de operación; lo que con el paso del tiempo, al desarrollarse el mercado, y obtener un mayor volumen intercambiado, les significó obtener crecientes ganancias. Con ello, la lógica original de

ser entidades no lucrativas, se diluyó. Con la desmutualización de las bolsas, el objetivo de obtener ganancias se hizo explícito, dado que las bolsas antes que nada son empresas que deben de responder a los intereses de sus accionistas, y por tanto, deben de estar en la continua búsqueda por ofrecer el mejor retorno a su inversión. Es aquí donde se promueve la necesidad de ampliar la gama de alternativas de inversión y administración de riesgos por parte de las bolsas, para con ello acaparar más mercado en un entorno eminentemente globalizado, haciéndolo a través de crecimiento orgánico o inorgánico; esta última alternativa, mediante la adquisición de otras bolsas.

La ola de fusiones y adquisiciones entre bolsas que se empezó a generalizar desde el año 2000 parece no haber terminado ni con los intentos fallidos de dos megafusiones de febrero de 2011, en donde *Deutsche Börse* pretendía adquirir a *NYSE Euronext*, y la *London Stock Exchange Group* a *Toronto Stock Exchange Group* (TSX), pues hay otros que de menor magnitud se han seguido concretado en el presente año.

Los cambios regulatorios en los EEUU con la Ley Dodd Frank, y en la Unión Europea con la EMIR, emitidas por la autoridad en julio y septiembre de 2010 respectivamente, indirectamente refuerzan la tendencia de integración de los mercados bursátiles, para buscar la asociación de las bolsas y plataformas de negociación, con las cámaras de compensación ante la necesidad de que las operaciones derivadas estandarizables sean llevadas a una contraparte central.

Paralelamente, los cambios implementados en el 2007 a los marcos regulatorios de los EEUU y la Unión Europea, conocidos como NMS y MiFiD, respectivamente, han venido a transformar la arquitectura del mercado bursátil, al fragmentar los mercados y con ello fomentar la aparición de nuevas plataformas alternativas de negociación que en un periodo de tiempo muy corto han arrebatado el posicionamiento de liderazgo de bolsas centenarias, y ante su alto volumen de operatividad e institucionalización de procesos, han ganado el estatus de bolsas en un periodo de tiempo igualmente corto al haber sido reconocidas así por la autoridad, tales son los casos de *BATS* y *Direct Edge*, por mencionar dos ejemplos. Este efecto de la fragmentación ha venido a afectar, incluso, lo que ocurre con la negociación de valores referenciados a activos mexicanos cotizados en el exterior, como lo es el caso de los ADRs.

Los ADRs sobre acciones mexicanas marcan el inicio del proceso de integración y globalización del mercado accionario local con el del mercado más grande del mundo, el de los EEUU, con el listado del ADR de Telmex L en 1991 en la bolsa de Nueva York (NYSE), y a lo que siguió una oleada de muchas de las empresas mexicanas más grandes por su valor de capitalización. Aunque la brecha se ha cerrado entre el importe negociado en los ADRs de empresas mexicanas y el monto operado sobre esas mismas empresas en la BMV, al cierre de 2011 es claro que aún sigue observándose una dominancia del mercado del exterior, lo que explica por sí misma la dependencia e interrelación existente con ese mercado de nuestro principal socio comercial.

Como se ha argumentado, el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) de la BMV es una respuesta del mercado local en materia de la internacionalización del mercado local al ofrecer activos del exterior que puedan ser negociados directamente en México; y aunque fue puesto en operación en 1997 realmente empieza su despegue hasta el 2006, para lograr ocupar al cierre de 2011 una importante representatividad, al negociarse a través de este segmento el 25% del importe operado en la BMV. No obstante lo exitoso que ha sido, se considera que existe una masa importante de inversionistas locales que prefieren los mercados bursátiles externos por diversas razones que pueden ir desde el desconocimiento, por un esquema de diversificación de riesgos, entre lo que se incluye la certeza jurídica, así como barreras de entrada que acotan su participación sólo a inversionistas calificados, y prácticas de evasión fiscal.

En la región de Latinoamérica se han dado básicamente 3 tipos de asociación extraterritorial, la celebrada entre *BM&F Bovespa* y *CME* (2008), la realizada entre *MexDer* y *CME* (2010), así como la de MILA en 2011, en la que están involucradas las bolsas de valores Colombia, Chile y Perú. Los tres casos mencionados implican un acuerdo de ruteo, no obstante en los dos primeros hay de por medio un acuerdo con el mercado de derivados más grande del mundo; en donde adicionalmente el CME, tiene una participación accionaria en las bolsas de Brasil y México, respectivamente. En el caso de MILA, el alcance se acota a una integración regional de mercados individualmente pequeños, y en donde a poco más de un año de operación no se dio intercambio o participación accionaria entre alguna de las bolsas integrantes de MILA.

Las perspectivas para México, dada la importancia de su economía y desarrollo de su sistema financiero en la región latinoamericana, se vislumbran positivas, que pudieran cristalizarse en el mediano plazo a través de la celebración de acuerdos de ruteo o asociaciones estratégicas que permitan una integración más armonizada de la región. El ofrecer una gama más amplia de valores y derivados a los inversionistas locales, así como aumentar el *pool* de liquidez con la participación de inversionistas del exterior interesados en productos de México, se vuelve una alternativa cada vez más viable ante el actual interés y apetito de los inversionistas del exterior, ya que México está en cierta forma de “moda”. Esta es una oportunidad del que deberíamos buscar sacar el mejor provecho, tanto en el ámbito bursátil como en muchos otros más.

Se estima que en adición a una alianza con otro mercado que podrá ser un empuje para el desarrollo del mercado, será necesario acompañarlo de una serie de medidas por parte de la autoridad, como parte de la política económica, que involucren a los diferentes actores que participan en el mercado bursátil, así como de estrategias de los intermediarios y la bolsa, que permitan conjuntamente impulsar el desarrollo del mercado bursátil.

Se ha argumentado que la bolsa por sí misma no es capaz de cambiar las condiciones del mercado como a veces se llega a creer, o al menos a argumentar sin conocer de facto el rol que cada uno de los participantes del mercado tiene para contribuir a su desarrollo. Es una labor de toda la cadena de participantes y en donde la autoridad tiene un papel fundamental por hacer. La regulación recientemente expedida en los países desarrollados demuestra esta necesidad, más aún en el caso del mercado mexicano en donde aún falta un largo camino por recorrer.

La rapidez de adaptación de los mercados organizados es acotada, dado que dependen en gran medida de la aprobación de modificaciones por parte de la autoridad. Por tanto, el entendimiento de las necesidades de los participantes locales y del exterior por parte de la autoridad es una labor fundamental en este proceso que debe ser coordinado, así como de una labor activa y una reacción oportuna que hoy demandan los inversionistas. Los esquemas tradicionales han cambiado, hoy existen mecanismos de conexión a las bolsas y/o mercados, puramente tecnológicos que privilegian abiertamente la diferenciación entre los participantes para agilizar el envío y procesamiento de órdenes al ofrecer servicios acordes a cada tipo de participante, lo que se traduce en barreras de

entrada para clientes no sofisticados en detrimento de la igualdad de oportunidades, lo que pareciera impensable unos años atrás. La carrera tecnológica parece interminable y se hace acompañar de nuevos tipos de jugadores como los operadores de alta frecuencia (*High Frequency Trading*) y los operadores a través de algoritmos (*Algorithmic Trading*), así como de esquemas de *co-location* que buscan la mayor proximidad con los motores centrales de las bolsas, el acceso directo al mercado (*Direct Market Access*), nuevos tipos de órdenes, en libros alternos (*Dark pools*) accesibles para participantes con características específicas, así como sofisticados desarrollos de última generación que permitan bajar la capacidad de respuesta o latencia de los equipos de cómputo al más bajo nivel (*ultra low- latency*), y redes de comunicación de fibra óptica. Ante todos los puntos aquí expuestos, México cuenta con importantes avances que destacan en esta materia y lo colocan en una posición muy competitiva globalmente.

En materia de derivados el desarrollo del mercado podrá darse en forma segmentada para cierto tipo de activos que resultan de mayor interés para los distintos agentes económicos, como lo es el caso de los derivados sobre el índice de precios y cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores, así como en derivados sobre bonos del Gobierno Federal de México por la razón riesgo-rendimiento que presentan, así como el particular interés de inversionistas extranjeros en estas clases de activos. En la parte de mercancías a través del ruteo de *MexDer* a *CME*, está en una fase inicial y en donde se visualiza un gran potencial de crecimiento que permeará en la medida en que vaya teniéndose una mayor cultura por la administración de riesgos.

No obstante, en materia de derivados del mercado extrabursátil u OTC hay grandes retos regulatorios en México ante la necesidad de armonizar la regulación de estos mercados con lo que ocurre en las principales economías.

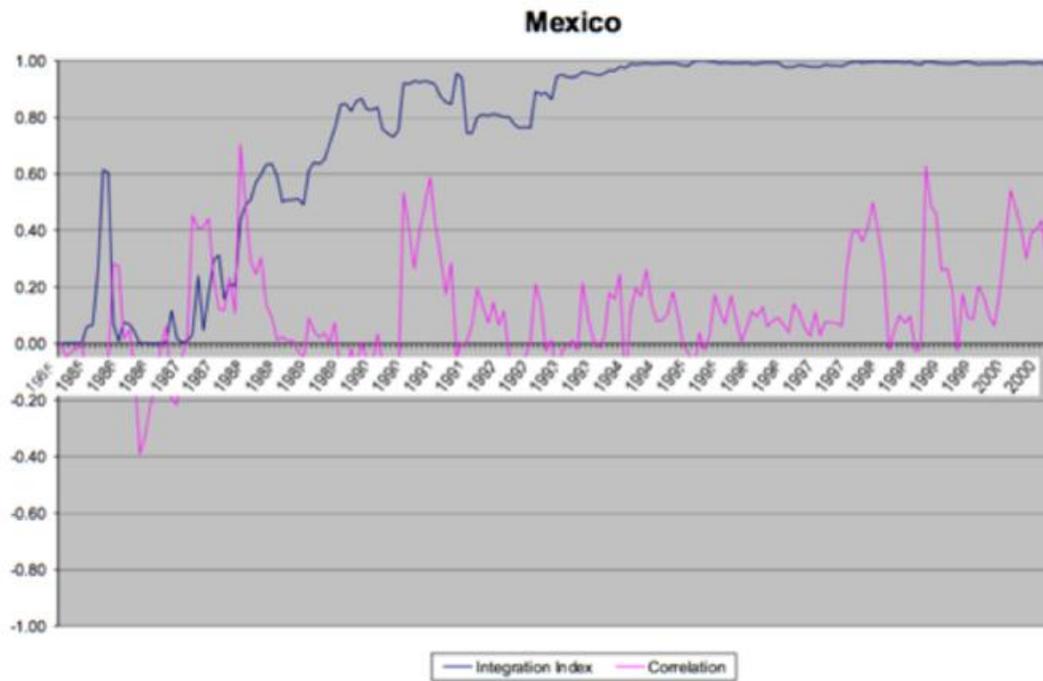
En la investigación se han expuesto algunas alternativas que se visualizan para el crecimiento del mercado bursátil en línea con lo que otras economías de la región latinoamericanas han hecho y en donde México, a pesar de muchas ventajas competitivas, no ha podido avanzar en algunos de los rubros, de ahí que como se ha argumentado líneas arriba; la autoridad, que incluye a todos los órdenes de gobierno, tiene un gran compromiso para poder impulsar el crecimiento del país, la profundidad del sistema financiero y del mercado bursátil en beneficio de un mayor número de

participantes y no un puñado de empresas o personas. La alternativa de llevar a PEMEX a la bolsa puede ser un detonador interesante. Sin duda no es la solución, pero ello puede ser el pivote para impulsar el desarrollo que tanto demanda México en muy diversas materias, pues son muchos los retos que aún debemos sortear.

Este trabajo es un acercamiento formal que busca servir como punto de partida para contrastar los retos que hay que afrontar como una palanca para impulsar el desarrollo y profundidad del mercado bursátil mexicano, de cara a los cambios que esta industria ha presentado a nivel mundial, la reconfiguración de ella y sus participantes.

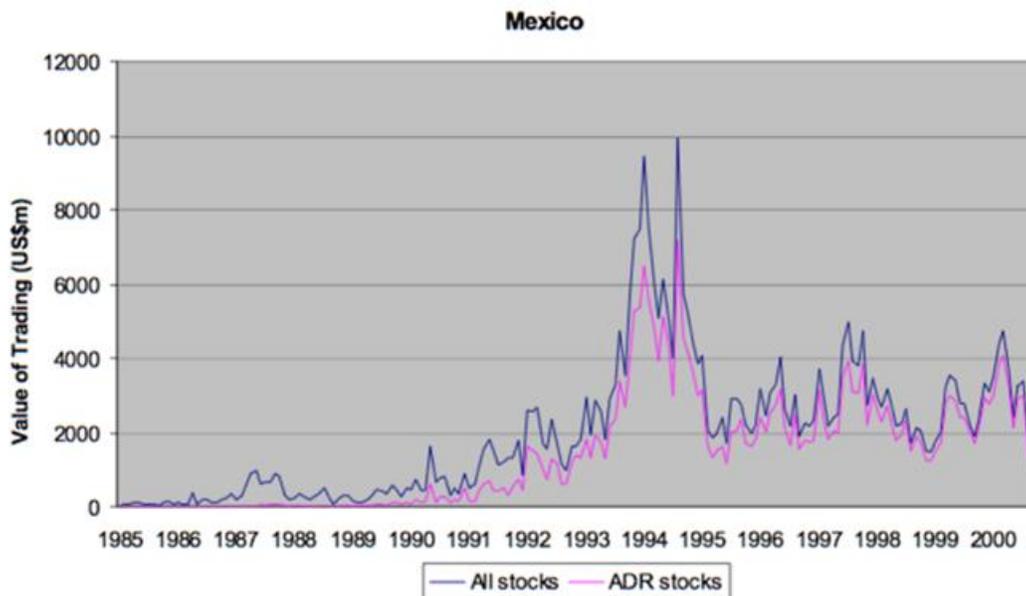
Apéndice

Tabla A-IA
Índice de integración y correlación entre mercados



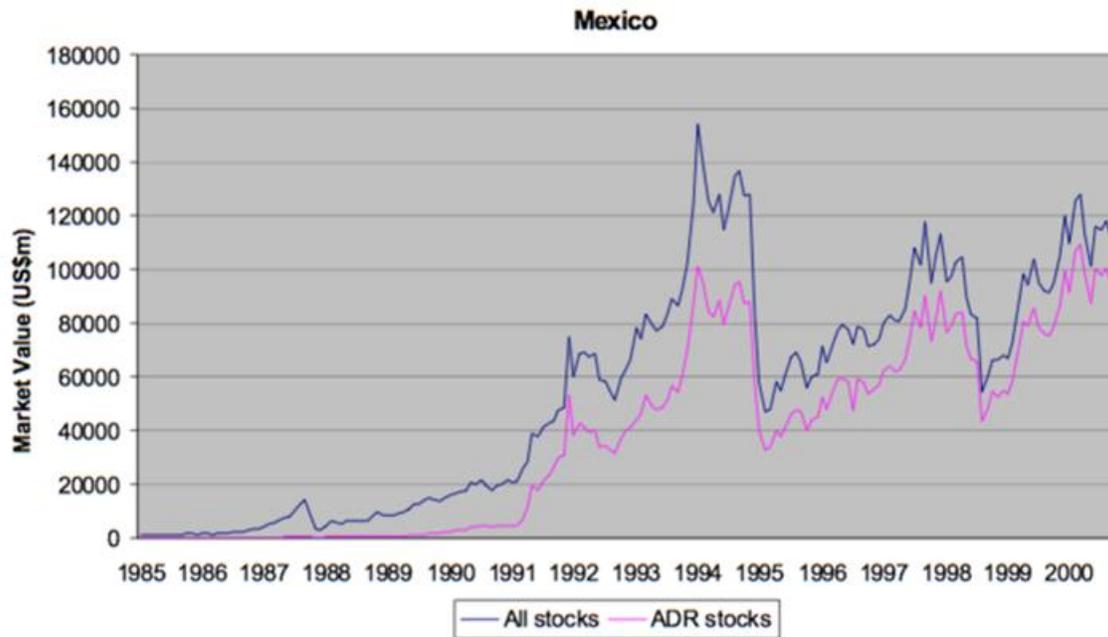
Fuente: Karolyi, 2002.

Tabla A-IB
Importe negociado de todo el mercado y ADRs



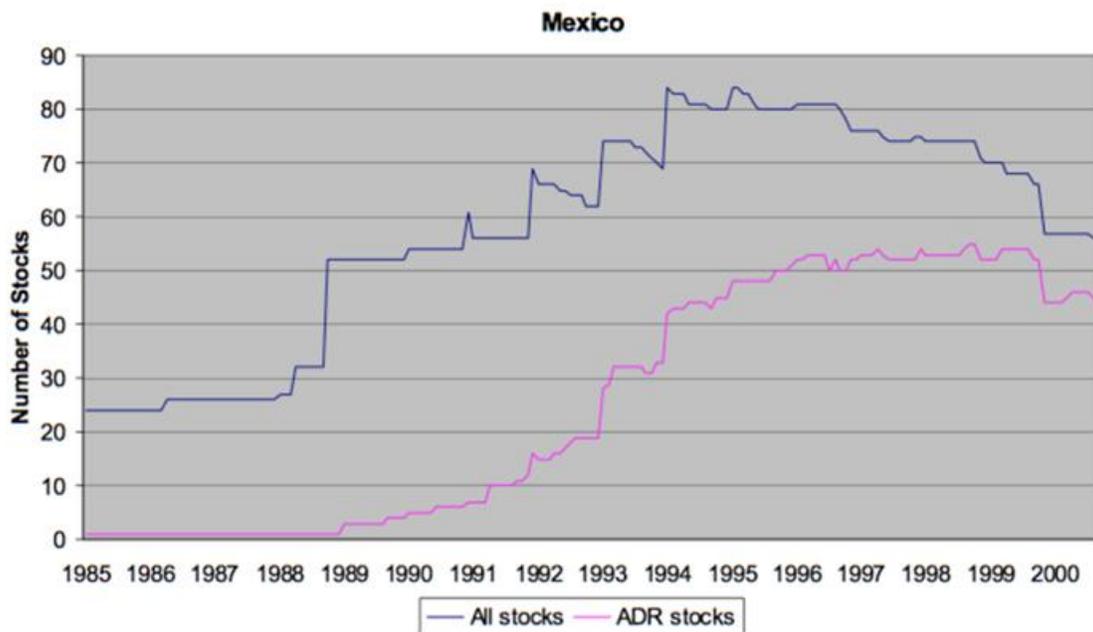
Fuente: Karolyi, 2002.

Tabla A-IC
Valor de capitalización de todo el mercado y ADRs



Fuente: Karolyi, 2002.

Tabla A-ID
Número de acciones mexicanas listadas y ADRs sobre acciones mexicanas



Fuente: Karolyi, 2002.

Tabla A-II

Recibos de Depósito sobre acciones mexicanas registradas en los EEUU

Depository Receipts registrados en los EEUU						
Emisor	Clave	¿Levantó capital?	Mercado donde fue registrado	Razón DR:ORD	Fecha efectiva	
America Móvil - Serie A	AMOV.US	NO	NASDAQ Stock Market	1:20	Jul 05, 2005	
America Móvil - Serie L	AMX.US	NO	New York Stock Exchange	1:20	Jul 05, 2005	
Axtel - 144A	--	SI	--	1:7	Dic 06, 2005	
Axtel - Reg. S	--	SI	--	1:7	Dic 06, 2005	
Carso Infraestructura y Construcción	CIYCY.US	NO	OTC	1:20	Oct 25, 2010	
Cemex	CX.US	SI	New York Stock Exchange	1:10	Sep 01, 1999	
Coca-Cola Femsa - L	KOF.US	NO	New York Stock Exchange	1:10	Sep 13, 1993	
Consortio ARA - 144A	--	NO	--	1:10	Sep 26, 1996	
Consortio ARA - Reg. S	--	NO	--	1:10	Sep 26, 1996	
Consortio Hogar	CSHHY.US	NO	OTC	1:10	Dic 24, 1997	
Consortio Hogar - 144A	--	NO	--	1:10	May 22, 1997	
Corporación Durango	CDURQ.US	NO	OTC	1:2	May 26, 2004	
Corporación GEO	CVGFY.US	NO	OTC	1:4	Mar 07, 2002	
Corporación GEO - 144A	--	NO	--	1:4	Ago 12, 1998	
Desarrolladora Homex	HXM.US	SI	New York Stock Exchange	1:6	Ago 15, 2011	
Empresas ICA	ICA.US	SI	New York Stock Exchange	1:4	Abr 08, 1992	
Financiera Independencia	FNCRY.US	NO	OTC	1:15	Dic 01, 2009	
Fomento Económico Mexicano	FMX.US	SI	New York Stock Exchange	1:10	Feb 11, 2004	
GRUMA - B	GMK.US	NO	New York Stock Exchange	1:4	Nov 06, 1998	
Grupo Aeroportuario del Centro Norte	OMAB.US	SI	NASDAQ Stock Market	1:8	Dic 04, 2006	
Grupo Aeroportuario del Pacífico	PAC.US	SI	New York Stock Exchange	1:10	Feb 23, 2006	
Grupo Aeroportuario del Sureste	ASR.US	SI	New York Stock Exchange	1:10	Sep 28, 2000	
Grupo Carso	GPOVY.US	NO	OTC	1:2	Dic 29, 2003	
Grupo Carso - 144A	--	NO	--	1:2	Dic 29, 2003	
Grupo Casa Saba	SAB.US	NO	New York Stock Exchange	1:10	Dic 11, 2002	
Grupo Financiero Banorte	GBOOY.US	NO	OTCQX	1:5	Jun 05, 2009	
Grupo Financiero Inbursa	GPFOY.US	NO	OTC	1:5	Jun 18, 2004	
Grupo Gigante	GPGJY.US	NO	OTC	1:10	Ago 21, 2001	
Grupo Gigante - 144A	--	NO	--	1:10	Abr 25, 2000	
Grupo Herdez - B	GUZBY.US	NO	OTC	1:25	Ene 29, 1997	
Grupo Modelo	GPMCY.US	NO	OTC	1:10	Feb 09, 2004	
Grupo Posadas - A - 144A	--	NO	--	1:20	Nov 14, 1996	
Grupo Posadas - L - 144A	--	NO	--	1:20	Nov 14, 1996	
Grupo Qumma	GPQMY.US	NO	OTC	1:25	Nov 01, 1996	
Grupo Radio Centro	RC.US	NO	New York Stock Exchange	1:9	Jul 09, 1993	
Grupo Simec - B	SIM.US	SI	NYSE Amex	1:3	Jun 30, 1993	
Grupo Televisa	TV.US	SI	New York Stock Exchange	1:5	Sep 20, 2007	
Grupo TMM	TMM.US	NO	New York Stock Exchange	1:5	Dic 18, 2009	
Hilasal Mexicana	HLMXY.US	NO	OTC	1:20	Ene 28, 1998	
Impulsora del Desarrollo y el Empleo en América Latina	IPSBY.US	NO	OTC	1:10	Nov 18, 2009	
Industrias Bachoco	IBA.US	NO	New York Stock Exchange	1:12	Sep 26, 1997	
Inmuebles Carso	IBYNY.US	NO	OTC	1:4	Feb 04, 2011	
Inmuebles Carso - 144A	--	NO	--	1:4	Feb 04, 2011	
Kimberly Clark de Mexico	KCDMY.US	NO	OTC	1:5	Dic 01, 1993	
Maxcom Telecomunicaciones	MXT.US	SI	New York Stock Exchange	1:7	Oct 24, 2007	
Mexichem SAB de CV	MXCHY.US	NO	OTC	1:2	Oct 20, 2008	
Minera Frisco	MSNFY.US	NO	OTC	1:2	Ene 20, 2011	
Minera Frisco - 144A	--	NO	--	1:2	Feb 04, 2011	
Organización Soriana - B	OGZSY.US	NO	OTC	01:05	Oct 12, 2011	
Promotora y Operadora de Infraestructura	PUODY.US	NO	OTC	1:20	Dic 27, 2001	
San Luis - 144A	--	NO	--	1:6	Jul 11, 2003	
San Luis - Reg. S	--	NO	--	1:6	Jul 11, 2003	
Sare Holding	SARHY.US	NO	OTC	1:15	Jun 23, 2004	
Teléfonos de Mexico - A	TFONY.US	NO	NASDAQ Stock Market	1:20	Dic 04, 2000	
Teléfonos de Mexico - L	TMX.US	SI	New York Stock Exchange	1:20	May 13, 1991	
Urbi Desarrollos Urbanos - 144A	--	SI	--	1:5	May 12, 2004	
Urbi Desarrollos Urbanos - Reg. S	--	SI	--	1:5	May 12, 2004	
Wal-Mart de Mexico	WMMVY.US	NO	OTCQX	1:10	Ene 23, 2006	

Fuente: Cuadro propio con datos de DR Directory, BNY Mellon

Tabla A-III

Tabla de equivalencia de claves de ADRs mexicanos

Nombre Completo	Clave en BMV	Clave ADR
América Móvil	AMX A	AMOV.US
América Móvil	AMX L	AMX.US
Arca Continental	CONTAL	GRPOF.US
Bio Pappel	PAPPEL	GUZBY.US
Casa Saba	SAB	SAB.US
Cementos Mexicanos	CEMEX	CX.US
Coca Cola Femsa	KOF	KOF.US
Corporación Geo	GEO	CVGFY.US
Desarrolladora Homex	HOMEX	HXM.US
Empresas ICA	ICA	ICA.US
Fomento Económico Mexicano	FEMSA	FMX.US
Gruma	GRUMA	GMK.US
Grupo Aeroportuario del Centro Norte	OMA	OMAB.US
Grupo Aeroportuario del Pacífico	GAP	PAC.US
Grupo Aeroportuario del Sureste	ASUR	ASR.US
Grupo Carso	GCARSO	GPOVY.US
Grupo Financiero Banorte	GFNORTE	GBOOY
Grupo Financiero Inbursa	GFINBUR	GPFOY.US
Grupo Gigante	GIGANTE	GPGJY.US
Grupo Herdez	HERDEZ	CDURQ.US
Grupo Modelo	GMODELO	GPMCY.US
Grupo Radio Centro	RCENTRO	RC.US
Grupo SIMEC	SIMEC	SIM.US
Industrias Bachoco	BACHOCO	IBA.US
Inmobiliaria Carso	INCARSO	IBYNY.US
Kimberly Clark de México	KIMBER	KCDMY.US
Maxcom telecomunicaciones	MAXCOM	MXT.US
Mexichem	MEXCHEM	MXCHY.US
Minera Frisco	MFRISCO	MSNFY.US
Organización Soriana	SORIANA	OGZSY.US
Promotora y Operadora de Infraestructura	PINFRA	PUODY.US
Sare Holding	SARE	SARHY.US
Teléfonos de México	TELMEX L	TMX.US
Teléfonos de México	TELMEX A	TFONY.US
Televisa	TLEVISA	TV.US
Transportación Marítima Mexicana	TMM	TMM.US
WAL-MART de México	WALMEX	WMMVY.US

Fuente: Cuadro propio con datos de BMV y BNY Mellon

Tabla A-IV

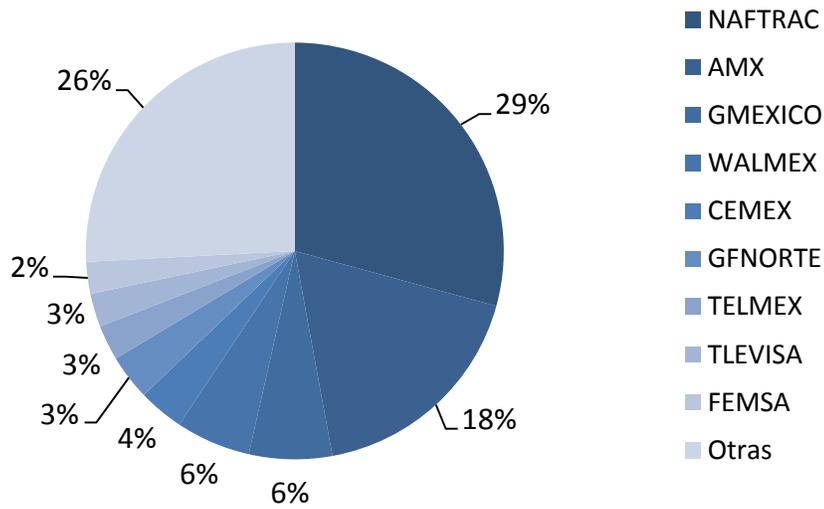
OPERATIVIDAD DE VALORES COTIZADOS EN EL EXTERIOR						TRADING OF SECURITIES QUOTED ABROAD					
2011						2011					
EMISORA ISSUER	SERIE SERIES	ACCIONES POR ADR RATIO	MERCADOS EXTRANJEROS FOREIGN MARKETS			BMV BMV		IMPORTE TOTAL (1)+(2) TOTAL VALUE (1)+(2)	% OPERADO EN MERCADOS EXTRANJEROS % TRADING IN FOREIGN MARKETS	% OPERADO EN BMV % TRADING IN BMV	
			VOLUMEN VOLUME		IMPORTE USD (1)	VOLUMEN ACCIONES VOLUME	IMPORTE USD (2)				
			ADRs ADRs	ACCIONES SHARES	VALUE USD (1)	VOLU SHARES	VALUE USD (2)				
1	AMX	A	20	1,242	24,839	42,768.08	8,610	15,354.08	58,122.15	73.58	26.42
2	AMX	L	20	1,207,142	24,142,848	41,356,313.31	18,119,812	31,233,550.08	72,589,863.39	56.97	43.03
3	ASUR	B	10	20,742	207,421	1,166,773.50	90,950	512,309.82	1,679,083.32	69.49	30.51
4	AXTEL	CPO	7	N.O.	N.O.	N.O.	171,463	99,616.46	99,616.46	0.00	100.00
5	BACHOCO	B	12	3,336	40,027	83,400.52	32,162	67,244.13	150,644.65	55.36	44.64
6	CEMEX	CPO	10	3,317,842	33,178,419	22,012,595.38	9,765,189	6,171,318.47	28,183,913.85	78.10	21.90
7	CICSA	0	1	N.O.	N.O.	N.O.	97,023	56,643.20	56,643.20	0.00	100.00
8	CIDMEGA	0	100	N.O.	N.O.	N.O.	24	30.00	30.00	0.00	100.00
9	COLLADO	0	10	N.O.	N.O.	N.O.	0	0.61	0.61	0.00	100.00
10	CONTAL	*	10	5	48	167.98	52,391	184,441.46	184,609.43	0.09	99.91
11	ELEKTRA	*	0	N.O.	N.O.	N.O.	17,087	1,335,539.53	1,335,539.53	0.00	100.00
12	FEMSA	UBD	10	139,441	1,394,412	8,828,002.53	682,860	4,328,478.45	13,156,480.99	67.10	32.90
13	FINDEF	*	15	N.O.	N.O.	N.O.	65,995	57,702.76	57,702.76	0.00	100.00
14	GAP	B	10	23,411	234,106	888,535.86	180,374	696,399.71	1,584,935.57	56.06	43.94
15	GCARSO	A1	2	839	1,678	6,338.27	212,308	608,881.73	615,220.00	1.03	98.97
16	GEO	B	4	1,548	6,193	12,830.82	806,704	1,854,885.19	1,867,716.02	0.69	99.31
17	GFNBUR	O	5	391	1,956	5,227.46	442,269	1,298,305.74	1,303,533.20	0.40	99.60
18	GFNORTE	O	5	2,543	12,713	54,041.74	1,434,666	5,865,352.54	5,919,394.27	0.91	99.09
19	GIGANTE	*	10	N.O.	N.O.	N.O.	2,881	5,279.70	5,279.70	0.00	100.00
20	GISSA	0	6	N.O.	N.O.	N.O.	2,258	2,966.37	2,966.37	0.00	100.00
21	GMODELO	C	10	120	1,205	7,550.17	305,002	1,841,442.82	1,848,992.99	0.41	99.59
22	GRUMA	B	4	5,078	20,312	39,607.32	243,020	477,434.91	517,042.23	7.66	92.34
23	HERDEZ	*	25	3	68	98.63	103,074	202,944.91	203,043.54	0.05	99.95
24	HILASAL	A	20	N.O.	N.O.	N.O.	756	41.77	41.77	0.00	100.00
25	HOGAR	B	10	N.O.	N.O.	N.O.	1,290	618.40	618.40	0.00	100.00
26	HOMEX	*	6	62,796	376,774	1,307,376.30	250,823	884,245.82	2,191,622.12	59.65	40.35
27	ICA	*	4	59,980	239,921	428,106.33	762,824	1,402,355.20	1,828,461.54	23.30	76.70
28	IDEAL	B-1	10	N.O.	N.O.	N.O.	50,022	77,505.43	77,505.43	0.00	100.00
29	INCARSO	B-1	4	589	2,355	1,982.89	149,636	135,711.19	137,693.89	1.44	98.56
30	KIMBER	A	5	1,522	7,611	44,227.06	189,656	1,108,017.93	1,152,244.98	3.84	96.16
31	KOF	L	10	21,308	213,075	1,774,589.35	66,480	573,263.77	2,347,853.13	75.58	24.42
32	MASECA	0	15	N.O.	N.O.	N.O.	2,800	3,191.89	3,191.89	0.00	100.00
33	MAXCOM	CPO	7	893	6,251	2,587.14	177,374	63,168.59	65,755.73	3.93	96.07
34	MEXICHEM	*	2	48	95	321.66	614,073	2,213,883.63	2,214,205.29	0.01	99.99
35	MFRISCO	A-1	2	556	1,112	4,394.58	129,689	527,400.24	531,794.82	0.83	99.17
36	OMA	B	8	6,220	49,763	92,500.95	54,334	101,383.07	193,884.02	47.71	52.29
37	PAPPEL	*	2	32	63	49.72	65,607	48,677.97	48,727.68	0.10	99.90
38	PINFRA	*	20	54	1,074	4,460.06	42,292	173,488.45	177,948.51	2.51	97.49
39	POSADAS	A	20	N.O.	N.O.	N.O.	630	861.33	861.33	0.00	100.00
40	RCENTRO	A	9	163	1,471	1,606.24	316	326.54	1,932.78	83.11	16.89
41	SAB	*	10	281	2,812	4,369.12	195	300.59	4,669.70	93.56	6.44
42	SANLUIS	CPO	6	N.O.	N.O.	N.O.	445	198.61	198.61	0.00	100.00
43	SARE	B	15	8	113	29.60	923,054	160,208.50	160,238.09	0.02	99.98
44	SIMEC	B	3	6,838	20,515	50,993.06	49,307	122,894.09	173,887.14	29.33	70.67
45	SORIANA	0	5	0	2	4.77	16,818	38,605.57	38,610.34	0.01	99.99
46	TELMEX	A	20	1,036	20,722	16,788.18	8,342	6,940.37	23,728.55	70.75	29.25
47	TELMEX	L	20	263,733	5,274,657	4,686,085.04	2,903,264	2,395,399.32	7,081,484.36	66.17	33.83
48	TLEVISA	CPO	5	480,018	2,400,091	10,670,039.79	1,018,623	4,526,315.44	15,196,355.24	70.21	29.79
49	TMM	A	1	3,515	8,827	7,720.80	22,054	10,098.85	17,819.65	43.33	56.67
50	URBI	0	5	N.O.	N.O.	N.O.	170,911	206,196.20	206,196.20	0.00	100.00
51	WALMEX	V	10	27,824	278,245	750,325.17	3,689,831	10,106,991.16	10,857,316.33	6.91	93.09
TOTAL / TOTAL				5,661,097	68,171,795	94,350,809	44,197,570	81,804,413	176,155,222	53.56	46.44

Volumen e importe expresado en miles

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

Tabla A-V

Participación por emisoras del total negociado en renta Variable en BMV en 2011



Fuente: Cuadro propio con datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

Tabla A-VI-

Importes negociados en Bolsa Mexicana de Valores mercado local y en ADR's en mercados del exterior

Pesos (miles)

BMV capitales	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Mercado local	429,501,596	552,546,985	298,605,462	278,893,020	551,695,739	612,593,101	924,933,622	1,446,649,258	1,435,722,306	1,488,796,831	2,351,375,038	2,167,063,077
Total renta variable	491,519,868	666,346,078	353,850,918	330,476,750	559,490,998	623,200,139	941,605,805	1,462,756,717	1,451,693,709	1,502,686,253	2,376,437,820	2,190,438,596
Total mercado de capitales	496,558,061	673,528,257	361,670,982	340,185,614	561,533,249	625,437,366	945,887,764	1,465,706,281	1,476,134,211	1,529,860,313	2,379,200,548	2,200,859,655

Dólares (miles)

BMV capitales	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Mercado local	45,362,442	59,543,469	31,204,331	25,851,978	49,106,349	56,305,787	84,841,452	132,470,991	131,037,923	111,192,322	186,259,637	174,847,153
Total renta variable	51,867,407	71,805,780	37,081,264	30,684,841	49,799,395	57,280,411	86,369,437	133,944,638	132,504,710	112,223,828	188,248,265	176,743,131
Total mercado de capitales	52,399,580	72,575,584	37,894,174	31,587,260	49,981,221	57,485,215	86,760,755	134,213,117	134,674,571	114,276,666	188,467,947	177,580,015

Pesos (miles)

SIC	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Acciones				2,537,444	11,336,402	11,144,096	24,979,824	29,994,963	49,509,497	64,318,536	75,136,002	83,192,141
ETF's				-	1,328,384	13,690,794	120,005,525	127,721,673	271,580,499	168,573,333	314,491,231	449,462,399
Total SIC				2,537,444	12,664,786	24,834,890	144,985,349	157,716,636	321,089,996	232,891,870	389,627,232	532,654,540

Dólares (miles)

SIC	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Acciones				229,904	1,004,977	1,023,405	2,293,654	2,741,776	4,560,132	4,795,960	5,962,074	6,809,293
ETF's				-	117,479	1,272,102	10,959,537	11,703,209	24,241,393	12,413,962	24,923,102	36,374,076
Total SIC				229,904	1,122,456	2,295,508	13,253,190	14,444,985	28,801,525	17,209,922	30,885,176	43,183,368

Dólares (miles)

ADR's	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ADR's sobre acciones mexicanas	56,195,352	39,396,792	34,433,265	33,314,811	45,773,183	62,589,365	52,987,932	176,030,627	189,982,772	111,435,279	111,917,753	94,350,809
Acciones con ADR en BMV	33,924,119	27,674,637	22,132,884	19,751,523	38,761,696	38,366,065	5,096,346	87,587,729	81,300,416	53,966,392	78,878,775	81,804,413
Mercado local	45,362,442	59,543,469	31,204,331	25,851,978	49,106,349	56,305,787	84,841,452	132,470,991	131,037,923	111,192,322	186,259,637	174,847,153

Fuente: Cuadro propio con datos de Anuarios Bursátiles 2000 a 2011, Bolsa Mexicana de Valores.

Definiciones

Mercado local: Incluye acciones y títulos referenciados a acciones

Total renta variable: Mercado local + Sociedades de Inversión, Warrants y Bonos indexados

Total mercado de capitales: Total renta variable + obligaciones, certificados de participación y certificados de capital de desarrollo

Tabla A-VII

Productos disponibles en el acuerdo de ruteo CME-MexDer

Tipo de contrato	Subyacente	clave
Divisas	Dollar-Peso Futures M	DA
Divisas	Euro Futures M	Euro
Indices accionarios	IPC Index Futures M	IPC
Indices accionarios	Options on Mexican Stock Exchange M	IP
Indices accionarios	Rollover Futures for IPC M	SIPC
Tasas de interés	3-Year Bond Futures M	M3
Tasas de interés	5-Year Bond Futures M	M5
Tasas de interés	10-Year Bond Futures M	M10
Tasas de interés	20 -Year Bond Futures M	M20
Tasas de interés	30-Year Bond Futures M	M30
Tasas de interés	28-Day Interbank IR Futures M	TE28
Tasas de interés	91-Day T Bill Futures M	CE91
Tasas de interés	2-Year (26x1) IR Swap Futures M	2
Tasas de interés	10-Year (130x1) IR Swap Futures M	10
Indices de precios	Inflation Index Futures M	UDI
Futuros de acciones individuales	América Móvil L M	AXL
Futuros de acciones individuales	Cemex CPO M	CXC
Futuros de acciones individuales	Femsa UBD M	FEM
Futuros de acciones individuales	Gcarso A1 M	GCA
Futuros de acciones individuales	Telmex L M	TXL
Futuros de acciones individuales	Walmex V M	WAL
Futuros de acciones individuales	BRTRAC 10 M	BRT
Futuros de acciones individuales	ILCTRAC ISHRS M	ILC
Futuros de acciones individuales	GMEXICO M	GMEX
Futuros de acciones individuales	SSF CEMEX Ajustado M	CXCA
Futuros de acciones individuales	Rollover Futures for AXL M	SAXL

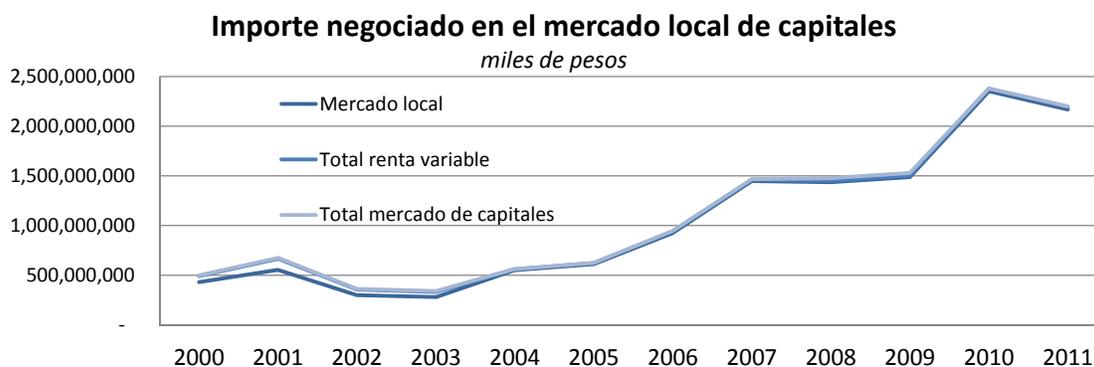
Fuente: http://www.cmegroup.com/international/files/MexDer_Order_Routing_Products_N2S.pdf

Productos disponibles en el acuerdo de ruteo MexDer-CME

Tipo de contrato	subyacente	clave
Agrícola	Futuro del maíz	ZC
Agrícola	Opción del maíz	OZC
Agrícola	Futuro del trigo	ZW
Agrícola	Opción del trigo	OZW
Energía	Futuro del E-mini gas natural	QG
Energía	Futuro del petróleo ligero y dulce	CL
Índices	Futuro del E-mini Dow (\$5)	YM
Índices	Futuro del E-mini NASDAQ-100	NQ
Índices	Futuro del E-mini S&P 500	ES
Índices	Opción del E-mini S&P 500	ES
Divisas	Futuro de la libra esterlina	6B
Divisas	Futuro del E-mini yen japonés	J7
Divisas	Futuro del euro	6E
Divisas	Futuro del yen japonés	6J
Divisas	Futuro del peso	6M
Deuda	Futuro del bono del Tesoro de EE.UU. de 2 años	ZT
Deuda	Futuro del bono del Tesoro de EE.UU. de 5 años	ZF
Deuda	Futuro del bono del Tesoro de EE.UU. de 10 años	ZN
Deuda	Futuro del eurodólar	GE
Metales	Futuro del oro	GC
Metales	Futuro de la plata	SI
Metales	Futuro del cobre	HG

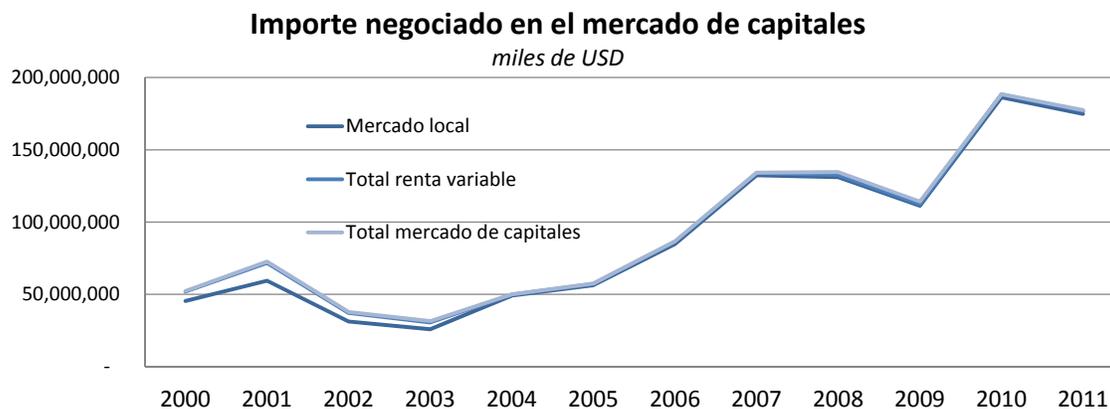
Fuente: <http://www.mexder.com/inter/info/mexder/avisos/CMEGroupOrderRoutingProductsspanish.pdf>

Tabla A-VIII



Fuente: Cuadro propio con datos de la BMV.

Tabla A-IX



Fuente: Cuadro propio con datos de la BMV.

Indice de Tablas

Capítulo I

- 1.1 Etapas del proceso de liberalización y mundialización de los mercados financieros
- 1.2 Principales características de los mercados organizados y mercados OTC.
- 1.3 Mercados de derivados OTC, valor notional de contratos abiertos
- 1.4 Mercados de derivados organizados, valor notional de los contratos abiertos
- 1.5 Mercados de derivados organizados, número de contratos de futuros negociados.
- 1.6 Mercados de derivados organizados, número de contratos de opciones negociadas.

Capítulo II

- 2.1 Principales bolsas que han sido desmutualizadas
- 2.2 Los tres esquemas básicos de asociación entre bolsas
- 2.3 Operatividad en derivados en principales grupos bursátiles. Volumen operado expresado en contratos.
- 2.4 Algunos ejemplos de integración por bloques multi-regionales
- 2.5 Conformación del Grupo NASDAQ OMX
- 2.6 Conformación del Grupo NYSE Euronext
- 2.7 Conformación del Grupo CME
- 2.8 Conformación potencial de ingresos de haberse llevado a cabo la fusión Deutsche Börse con NYSE-Euronext.
- 2.9 Valor de capitalización de las principales bolsas, según el valor de mercado de sus empresas listadas.
- 2.10 Valor de capitalización de las principales bolsas, según el valor de mercado al que estas cotizan como empresa en el mercado
- 2.11 Principales adquisiciones completas de bolsas
- 2.12 Número de empresas listadas en las principales bolsas
- 2.13 Operación MILA por origen de valor, según importe operado.

Capítulo III

- 3.1 Crecimiento de operaciones de alta frecuencia, según volumen promedio diario negociado
- 3.2 Latencia en principales plataformas de negociación
- 3.3 Principales plataformas de negociación en la Unión Europea
- 3.4 Mercado accionario en Europa, evolución según importe operado
- 3.5 Mercado accionario en Europa, composición total según importe operado
- 3.6 Mercado accionario de la Unión Europea, evolución por segmento de mercado según importe operado
- 3.7 Mercado accionario de la Unión Europea, composición por segmento de mercado
- 3.8 Mercado accionario Unión Europea, participación por plataforma según importe operado
- 3.9 Mercado accionario de la Unión Europea, participación por plataforma consolidada según importe operado (euros)
- 3.10 Mercado accionario Unión Europea, participación por plataforma consolidada según importe operado
- 3.11 Mercado accionario Unión Europea, participación por plataforma según volumen operado
- 3.12 Mercado accionario Unión Europea, participación por plataforma consolidada según volumen operado
- 3.13 Mercado accionario Unión Europea, participación por plataforma según número de operaciones
- 3.14 Mercado accionario Unión Europea, participación por plataforma consolidada según número de operaciones
- 3.15 Plataformas de negociación pertenecientes a Grupos Bursátiles
- 3.16 Tamaño del mercado accionario de los EEUU
- 3.17 Mercado accionario de los EEUU, composición por segmento de mercado de acuerdo a la "Rule 606" de la SEC
- 3.18 Mercado accionario de los EEUU, evolución por segmento de mercado de acuerdo a la "Rule 606" de la SEC
- 3.19 Mercado accionario de los EEUU, participación por plataforma según importe

- operado
- 3.20 Mercado accionario de los EEUU, participación por plataforma consolidada según importe operado (dólares)
 - 3.21 Mercado accionario de los EEUU, participación por plataforma consolidada según importe operado (dólares) (2)
 - 3.22 Mercado accionario de los EEUU, participación por plataforma consolidada según volumen operado.
 - 3.23 Mercado accionario de los EEUU, participación por plataforma consolidada según operaciones
 - 3.24 Comparación entre regiones, Mercado accionario de los EEUU Vs UE, según importe operado (dólares)
 - 3.25 Mercado accionario de los EEUU, Europa y Asia Pacífico, evolución según importe operado
 - 3.26 Mercado accionario, comparativa de regiones Vs principales plataformas consolidadas.
 - 3.27 Mercado accionario Asia Pacífico, evolución según importe operado
 - 3.28 Mercado accionario México Vs Brasil

Capítulo IV

- 4.1 Índice de Volatilidad México (VIMEX) y *Volatility Index* (VIX)
- 4.2 Total acciones mercado local BMV Vs ADR's en el exterior sobre acciones mexicanas (Importes operados en USD)
- 4.3 Total acciones mercado local BMV Vs ADR's en el exterior sobre acciones mexicanas (Participación % según importe operado en USD)
- 4.4 Acciones con ADR's en BMV Vs ADR's sobre acciones mexicanas (Importes operados en USD)
- 4.5 Acciones con ADR's en BMV Vs ADR's sobre acciones mexicanas (Participación % según importe operado en USD)
- 4.6 Negociación del ADR de América Móvil L por tipo de mercado y plataforma
- 4.7 Participación de mercado histórico del ADR de América Móvil L por plataforma

- 4.8 Importe negociado histórico del ADR de América Móvil L por tipo de plataforma
- 4.9 Detalle de negociación por plataforma del ADR América Móvil L en 2011
- 4.10 Negociación del ADR de Cemex CPO por tipo de mercado y plataforma
- 4.11 Importe negociado histórico del ADR de Cemex CPO por tipo de plataforma
- 4.12 Participación de mercado histórico del ADR de Cemex CPO por plataforma
- 4.13 Detalle ADR Cemex CPO
- 4.14 Negociación de ADR's en el exterior sobre acciones mexicanas en 2011, según importe negociado por tipo de mercado.
- 4.15 Operatividad de ADR's en el exterior sobre acciones mexicanas en 2011, según importe operado
- 4.16 Operatividad de ADR's en el exterior sobre acciones mexicanas en 2011, según importe operado en cada tipo de mercado
- 4.17 Acciones mexicanas negociadas localmente (BMV) Vs su ADR negociado en el exterior en 2011, según importe operado en dólares
- 4.18 Importe negociado en el Sistema Internacional de Cotizaciones, miles de dólares.
- 4.19 Número de valores registrados en el SIC de BMV en forma acumulada, acciones y ETF's.
- 4.20 Número de valores registrados en el SIC de BMV según mercado donde cotizan, acciones y EFT's.
- 4.21 Número de valores registrados en el SIC de BMV por país de origen.
- 4.22 Participación porcentual de recursos invertidos en renta variable por las Afores
- 4.23 Valores Sudamericanos más negociados en el SIC de BMV en 2011
- 4.24 Participación de valores Sudamericanos en SIC BMV
- 4.25 Comparativa de atributos entre ruteo de órdenes a una bolsa y listado dual
- 4.26 México en el contexto regional, indicadores de interés
- 4.27 Valor de capitalización de mercado doméstico al cierre de 2011
- 4.28 Número de empresas locales listadas en bolsas de valores en 2011
- 4.29 Número de compañías extranjeras listadas en bolsas de valores

- 4.30 Número de participantes en cada bolsa de valores en 2011
- 4.31 Futuro del Dólar (MexDer) Vs Futuro del Peso (CME), promedios diarios en millones de dólares
- 4.32 Flujo de órdenes en el ruteo que promueven MexDer y CME entre sus mercados

Capítulo V

- 5.1 Financiamiento por tipo de CKDes
- 5.2 Principales depreciaciones del peso mexicano con respecto del dólar observadas en un día en los últimos 58 años
- 5.3 Cotización histórica peso MXN/dólar EEUU Abril 1954-Jul 2012
- 5.4 Financiamiento Neto en BMV a empresas
- 5.5 Financiamiento Neto a empresas BMV y banca comercial
- 5.6 Financiamiento Neto en BMV en 2011
- 5.7 Evolución de Sociedades de Inversión en México
- 5.8 Evolución de las Siefores en México
- 5.9 Activos administrados por las Sociedades de Inversión como proporción de PIB y captación bancaria
- 5.10 Activos administrados por las Siefores como proporción de PIB y captación bancaria

Apéndice

- A-IA Índice de integración y correlación entre mercados
- A-1B Importe negociado de todo el mercado y ADRs
- A-IC Valor de capitalización de todo el mercado y ADRs
- A-ID Número de acciones mexicanas listadas y ADRs sobre acciones mexicanas
- A-II Recibos de depósito sobre acciones mexicanas registradas en los EEUU
- A-III Tabla de equivalencia de claves de ADRs mexicanos
- A-IV Operatividad de valores cotizados en el exterior
- A-V Participación por emisoras del total negociado en renta variable en BMV en 2011

A-VI Importes negociados en Bolsa Mexicana de Valores en mercado local y en ADRs en mercados del exterior.

A-VII Productos disponibles en el acuerdo de ruteo CME-MexDer y productos disponibles en el acuerdo de ruteo MexDer-CME

A-VIII Importe negociado en el mercado local de capitales

A-IX Importe negociado en el mercado de capitales

BIBLIOGRAFIA

Acworth, Will (2012), "Annual Volume Survey", *Futures Industry Magazine*, Marzo 2012, Vol. 22, No. 2, pags.24-33

Aggarwal, Reena (2002 y 2005), "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchange", *Working Paper*, Georgetown University, Junio.

Aggarwal, Reena (2006), "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18, No.1, pags. 106-113.

Aldridge, Irene (2010), *High Frecuency Trading, A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*, Wiley, John Wiley & Sons Inc.

Arestis, Philip (2004), "Washington Consensus and financial liberalization", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 27 (Winter 2004-2005), No. 2, pags. 251-271.

Artola, Miguel (1982), *La Hacienda del Antiguo Régimen*, Editorial Alianza/Banco de España, Madrid, España.

Bakaert Geert, Campbell R. Harvey (1998), "Capital Flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns", *Research Paper Series N. 1512*, Graduate School of Business, Standford University.

Bakaert Geert, Campbell R. Harvey y Robin L. Lumsdaine (2002), "Dating the Integration of World Equity Markets", *Journal of Financial Economics*. Elsevier, pags 202-247.

Bakaert Geert, Campbell R. Harvey y Christian Lundblad (2005), *Growth Volatility and Financial Liberalization*, Working Paper.

Bauhohl, Bernard (2008), *The Secrets of Economic Indicators, Hidden Clues to Future Economic Tredns and Investment Opportunities*, Pearson Education, segunda edición.

Bloss, Michael; Dietmar Ernst, y Joachim Häcker (2008), *Derivatives: An Authoritative Guide to Derivatives for Financial Intermediaries and Investors*, OldenbourgWissenschaftsverlag.

Bordo, Michael y Barry Eichengreen (1993), "A retrospective on the Bretton Woods System. Lesson for International Monetary Reform", *National Bureau of Economic Research*, University of Chicago Press.

Brito Ramos, Sofía (2009), "Competition and Stock Market Development", *European Journal of Finance*, Taylor and Francis Journals, Vol. 15(2), pags. 231-247

Brogaard, Jonathan A. (2010), "High Frequency Trading and its Impact on Market Quality", *Working Paper*, Kellogg School of Management.

BTA Consulting (2001), To Be or Not To Be: Demutualization Survey. (2/2001).

Burghardt, Galen y Will Acworth (2010), "Volume Trends: Decline in the West, Surge in the East", *Futures Industry Magazine*, Annual Volume Survey, Marzo/Abril 2010, pags. 20-32.

Chesnais, Francois (2001), "Mundialización financiera y vulnerabilidad sistémica", en Chesnais Francois (Comp.), *La mundialización financiera, génesis, costo y desafíos*. Editorial Losada, Buenos Aires. 1ª. Edición. pags. 279-330.

Claessens Stijn, Daniela Klingebiel y Sergio L. Schmukler (2002), "The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects", *Brookings-Wharton Papers of Financial Services*, pags. 167-202.

Coffee, John C. Jr. (2002), "Racing Towards the Top: The impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance", *Working Paper*, Columbia University School.

De Vries Jan y Van der Woude (1997), *The first modern economy, success, failure and perseverance of the Dutch Economy 1500-1815*, Cambridge University Press.

Demaria, Cyril (2010), *Introduction to Private Equity*, Wiley Finance.

Fernández Ordóñez, Miguel (2007), "Reflexiones sobre la MiFID", *Ponencia del Gobernador del Banco de España en la Jornada de la CMNV*, Banco de España.

Fernández Rodríguez Aurea (2010), *Le monde de la bourse en Espagne et en France: Description, glossaire et lexique*, Presses Universitaires du Mirail, Université de Toluse.

Fleckener, Andreas M. (2005), "Stock Exchanges and the Crossroads Forthcoming", *Fordham Law Review*.

Furstenberg, George M. von y Carlos B. (2004), "Bolsa or NYSE: price discovery for Mexican Shares", *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 14, 2004, pags. 295-311

Geyer, Carter T. (1978), "The Abrogation of Rule 390", *Financial Analyst Journal*, Febrero-Julio 1978, pags. 22-30.

Gupta, S.L. (2006), *Financial Derivatives Theory Concepts and Problems*, PHI Learning Pvt. Ltd. India.

Guttman, Robert (2001), "Las mutaciones del capital financiero", en Chesnais Francois (Comp.) *La mundialización financiera, génesis, costo y desafíos*. Editorial Losada, Buenos Aires. 1ª. Edición. pags.73-114.

Guttman, Robert (2003), *Cybercash. The Coming Era of Electronic Money*, Palgrave, Macmillan, Great Britain.

Harris Larry (2010), "The Economics of Trading and of Regulated Exchanges", (Comp.) *Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth*, Oxford University Press, World Federation of Exchanges y Centre for European Policy Studies.

Harvey, Davis (2005), *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press.

Hargis, Kent (2002), "Forms of Foreign Investment Liberalization and Risk in Emerging Stock Markets", *Journal of Finance Research*, Vol. 25, No. 1 marzo, pags. 19-38.

Huerta G., Arturo, (2000), "La liberalización financiera no genera condiciones de estabilidad monetaria y financiera", en Mántey de Anguiano, Guadalupe y Noemi Levy Orlik (Comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM ENEP Acatlán - DGAPA, México. pags. 47-69.

Hull, John (2009), *Options, Futures, and Other Derivatives*, Pearson/Prentice Hall.

Jowett, Benjamin (2000), *Politics*, Translation from "Politics" of Aristotle (350 A.C), Courier Dover Publications Inc., USA.

Karolyi, G. Andrew (1998), "Why Do Companies List Shares Abroad?: A Survey of the Evidence and its Managerial Implications", *Financial Markets, Institutions & Instruments* Vol.7 No.1 New York University Salomon Center, Wiley Online Library.

Karolyi, Andrew (2002), "The Role of ADRs in the Development and Integration of Emerging Equity Markets", *Working Paper*, Ohio State University.

Kendall, Kim (2007), *Electronic and Algorithmic Trading Technology. The Complete Guide*. Academic Press.

Kokkoris, Loannis y Rodrigo Olivares-Caminal (2007), "Some Issues on Cross-Border Stock Exchanges Mergers", *Cross-Border Stock Exchange Mergers*, Vol.29:2

Levy Orlik, Noemí (2001), *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión en México 1960-1994*, UNAM, Facultad de Economía.

Mántey de Anguiano, Guadalupe (2000), "Desregulación financiera en el sudeste de Asia y en América Latina, crisis bancarias y vulnerabilidades a los programas del FMI", en

Mántey de Anguiano, Guadalupe y Noemi Levy Orlik (Comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM ENEP Acatlán - DGAPA, México, pags. 191-219.

Marek, Marie Therese y Peter Haiss (2008), "Stock Exchange M&A, FDI & Demutualization: industrial organization changes to the better or to the worse?", *The Global Conference on Business and Economics*, Florence Italy 2008.

Mendiola, Alfredo (2010), "ADR Effects on Domestic Latin American Financial Market", *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol.15 No.28 Junio.

McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington.

Michie Ranald C. (2007), *The Global Securities Market: A History*, Oxford University Press.

Michie Ranald C. (2010), "Exchanges in Historical and Global Context", en Harris Larry (Comp.) *Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth*, Oxford University Press, World Federation of Exchanges y Centre for European Policy Studies.

Moel Alberto, Roberto Rigobon y Andrew Karolyi (2001), "The Role of American Depository Receipts in the Development of Emerging Markets", *Economía*, The Brookings Institution Vol 2. pags. 209-273.

Morsy, Arwa y Kami Rwegasira (2010), "Does Demutualization Matter to the Financial Performance of Stock Exchanges? An Investigation of Demutualized Member Stock Exchanges of the World Federation of Exchanges", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 40, pags. 155-167.

PWC (2011), *Trading Blocs, What Next for the Stock Exchanges*, Agosto 2011.

Petrella, Giovanni (2010), "MiFID Reg NMS and competition across trading venues in Europe and the USA", *Journal of Financial regulation and Compliance*, Vol. 18 No. 3, 2010 pags. 257-271.

Plihon, Dominique (2001), "Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales. Algunas referencias keynesianas", en Chesnais Francois (Comp.) *La mundialización financiera, génesis, costo y desafíos*. Editorial Losada, Buenos Aires. 1ª. Edición. pags.115-164

Quinn, Dennis P. y Carla Inclán (1997), "The origins of financial openness: A study of Current and Capital Account Liberalization", *American Journal of Political Science*, Vol. 41 No. 3, Julio, pags. 771-813.

Savona, Paolo y Aurelio Maccario (1998), "On the Relation between Money and Derivatives and its Application to the International Monetary Market", *Open Economies Review*, Volume 9, Supplement 1, Enero 1998. Kluwer Academic Publishers. Netherlands. pags. 637-664.

Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York.

Skeete, Herbie (2008), *The Future of the Financial Exchanges: Insights and Analysis from the Mondo Visione Exchange Forum*, Elsevier and Mondo Visione World Capital Markets series Academic Press, U.K.

Sidaoui, José (2008), "The Impact of International Financial Integration on Mexican Financial Markets", *Bank for International Settlements*, Paper 44, Diciembre 2008, pags. 341-361.

Smitka, Michael (1998), *The Japanese economy in the Tokugawa Era, 1600-1868*, Taylor & Francis.

Toporowski, Jan (2000), "The End of Finance. Capital Market Inflation", *Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge, New York.

Venegas Martínez, Francisco, Miguel Angel Tinoco Zermeño y Victor Hugo Torres Preciado (2009), "Desregulación financiera, desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico en México: Efectos de largo plazo y causalidad", *Estudios Económicos*, El Colegio de México Vol. 24, No. 2, Julio-diciembre, pags. 249,283.

Von Hagen, Jürgen. y Ingo Fender (1998), "Central Bank Policy in a More Perfect Financial System," *Open Economies Review*, Vol. 9, No.1, Enero. Kluwer Academic Publishers. Netherlands. pags. 493-531.

Whaley, Robert (2006), *Derivatives: Markets, Valuation, and Risk Management*, John Wiley and Sons. Page 11.

Williamson, John (2004), "The Strange History of the Washington Consensus", *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 2004-2005, Vol. 27, No. 2, pags.195-206.

Páginas web y documentos consultados en línea.

Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) www.amib.com.mx

<http://www.amib.com.mx/valores/boletines/Valores32.pdf>

Banco de México, <http://www.banxico.org>

Bank for International Settlements <http://www.bis.org>

Bolsa Mexicana de Valores www.bmv.com.mx

Bolsa Mexicana de Valores, Informe Anual 2011, Informe Anual 2010

http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/vtp/BMV/12bf_relacion_con_inversionistas/rid/223/mto/3/BMV_INFORME_ANUAL_2012.pdf, consultada el 29 de mayo

Bolsa Mexicana de Valores, Anuarios Bursátiles 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011.

<http://www.bmv.com.mx/wb3/work/sites/BMV/resources/LocalContent/1126/60/MONETINCREMENTOENOPERACIONES191012.pdf>

BM&F Bovespa (Brasil), <http://www.bmfbovespa.com.br/english/Home.asp>

Bureau of Public Debt, United States Department of the Treasury.

<http://www.publicdebt.treas.gov/history/history.htm>, consultada en enero de 2012.

Cámara de Diputados, Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos,

<http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/1.pdf>, consultada el 10 de octubre de 2012.

Central Intelligence Agency, World Fact Book, USA

www.cia.gov

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2178rank.html>

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2173rank.html>

consultados el 1 de julio de 2012

Chicago Mercantile Exchange, <http://www.cme.com>

<http://www.cmegroup.com/international/partnership-resources/MexDer.html>

CME Group, "Timeline of Achievements",

<http://www.cmegroup.com/company/history/timeline-of-achievements.html>, consultado el 27 de mayo de 2012.

Chicago Board Options Exchange www.cboe.com

<http://www.cboe.com/products/IndexComponents.aspx?DIR=OPIndexComp&FILE=c-mex.doc>

CBOE Stock Exchange www.cbsx.com

CBOE C2 Exchange <http://www.c2exchange.com/>

Chicago Board of Trade, <http://www.cbot.com>

<http://www.cboe.com/products/IndexComponents.aspx?DIR=OPIndexComp&FILE=c-mex.doc>

Comisión Europea

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52010PC0484:EN:NOT>

Ley de Protección al Consumidor y Reforma de Wall Street : Dodd-Frank

Commodity Futures Trading Commission www.cftc.gov

<http://www.cftc.gov/files/submissions/rules/selfcertifications/2006/rul102506cme001.pdf>

Direct Edge, “About Us”, <http://www.directedge.com/About.aspx>, consultada el 30 de mayo de 2012.

European Union Law, REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52010PC0484:EN:NOT>, consultada el 31 de mayo de 2012.

Financial Services Authority, “European Market Infrastructure Regulation (EMIR)”, <http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/international/pdf/emir.pdf>, consultado en mayo de 2012.

FINRA, “SEC Rule 605”, <http://www.finra.org/industry/regulation/guidance/secrule605/>, consultada el 31 de mayo de 2012.

Eurex (Alemania), <http://www.eurexchange.com/index.html>

Financial Stability for the American economy, U.S. Department of the Treasury

www.financialstability.gov

Fragulator® de Fidessa <http://fragmentation.fidessa.com/fragulator/>

Futures and Options Intelligence, <http://www.fointelligence.com/>

Futures and Options World, <http://www.fow.com/>

Futures Industry Association (FIA), <http://www.futuresindustry.org/>

Infomine <http://www.infomine.com/>

Instinet <http://www.instinet.com/includes/index.jsp?thePage=/jsp/timelineGet.jsp>

International Options Markets Association (IOMA), <http://www.world-exchanges.org/ioma>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO) <http://www.iosco.org>

International Monetary Fund

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/index.htm> World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain, Abril 2012.

International Securities Exchange <http://www.ise.com>

Listed Private Equity LPEQ, "Sector Statistics", <http://www.lpeq.com/SectorStatistics.aspx>, consultado el 11 de julio de 2012.

MEFF (España), <http://www.meff.es/>

MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V., www.mexder.com

http://www.mexder.com.mx/inter/info/mexder/avisos/AVISO_DESLISTE_OEF_18_MAYO_2005.pdf

Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) , <http://mercadointegrado.com/>

National Association of the Real Estate Investment Trusts NAREIT "Annual Index Values & Returns 1972-2011", consultado en

<http://www.reit.com/DataAndResearch/IndexData/FNUS-Historical-Data/Annual-Index-Data.aspx> el 11 de julio de 2012.

NASDAQ OMX Nordic, <http://www.nasdaqomxnordic.com/>

NASDAQ OMX, "NASDAQ OMX Corporate Timeline", <http://www.nasdaqomx.com/aboutus/timeline/>, consultado el 27 de mayo de 2012

<http://www.nasdaqomx.com/whoweare/quickfacts/acquisitions/>, consultado el 27 de mayo de 2012.

<http://www.nasdaqomx.com/whoweare/quickfacts/firsts/>, consultado el 27 de mayo de 2012.

NASDAQ OMX, "What is NASDAQ", <http://www.nasdaqomx.com/aboutus/whatisnasdaq/> consultado el 30 de mayo de 2012

NYSE Eronext. "Did you know", <http://www.nyx.com/who-we-are/history>, consultado el 27 de mayo de 2012.

NYSE Euronext, "History", <http://www.nyx.com/who-we-are/history>, consultado en mayo de 2012.

NYSE Comunicados de prensa, <http://www.nyse.com/press/1343901611240.html> y <http://www.nyse.com/press/1340877620045.html> consultado el 6 de agosto de 2012.

New York Stock Exchange www.nyse.com

Singapore Exchange, <http://www.sgx.com>

http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/sgx_en/home/highlights/news_releases/news+update+sgxs+reach+trading+engine+goes+live, consultado el 31 de Julio de 2012.

Securities Exchange Commission (SEC), “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, [.http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf](http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf), consultada en mayo de 2012.

SEC “Disclosure of Order Execution and Routing Practices”, <http://www.sec.gov/rules/final/34-43590.htm>, consultada el 30 de mayo de 2012.

SEC, “Execution Quality Statistics” <http://www.sec.gov/investor/pubs/exquality.htm>, consultada el 31 de mayo de 2012.

SEC, “Regulation NMS” <http://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>, consultada el 30 de mayo de 2012.

SEC, “Frequently Asked Questions About Rule 11Ac1-5” <http://www.sec.gov/interps/legal/slbim12a.htm>, consultada el 30 de mayo de 2012.

SEC, “Frequently Asked Questions About Rule 11Ac1-6”, <http://www.sec.gov/interps/legal/mrslb13a.htm>, consultada el 30 de mayo de 2012.

SEC, “Order Approving Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390” <http://www.sec.gov/rules/sro/ny9948o.htm>, consultada el 31 de mayo de 2012.

Six Swiss Exchange <http://www.six-swiss-exchange.com>

http://www.six-swiss-exchange.com/download/participants/trading/x-stream_inet_performance_measurement_details.pdf

The World Bank, <http://data.worldbank.org/>,

http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?order=wbapi_data_value_2011+wbapi_data_value+wbapi_data_value-last&sort=desc, consultado el 15 de agosto de 2012.

http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD/countries?order=wbapi_data_value_2011+wbapi_data_value+wbapi_data_value-last&sort=desc, consultado el 15 de agosto de 2012.

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries>, consultado el 15 de agosto de 2012.

U.S. Department of the Treasury, “Secretary Timothy F. Geithner before the House Financial Services and Agriculture Committees Joint Hearing on Regulation of OTC Derivatives” <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg204.aspx>, consultada el 31 de mayo de 2012.

Thomson Reuters, “Equity Market Share Reporter”. Febrero de 2012

Yale Law School, "The Avalon Project, Documents in Law, History and Diplomacy",
<http://avalon.law.yale.edu/ancient/hamframe.asp>, consultado en mayo de 2012.

The Institute for Financial Markets, <http://www.theifm.org/>

Thomson Reuters <http://www.reuters.com/finance/stocks>

Thomson Reuters, Equity Market Share Reporter, <https://www.tta.thomson.com>

World Federation of Exchanges (WFE), <http://www.world-exchanges.org/>

World Federation of Exchanges, Monthly Reports, <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, consultado el 1 de julio de 2012.

WFE, "BRICS exchanges to cross-list benchmark equity index derivatives", BRICS exchanges to cross-list benchmark equity index derivatives, consultada en mayo de 2012.

Referencias hemerográficas

Ericson Mattew, Elaine He y Ami Schoenfeld, New York Times, "Tracking the \$700 Billion Bailout", http://www.nytimes.com/packages/html/national/200904_CREDITCRISIS/recipients.html, consultada el 31 de mayo de 2012.

Crawford, William B. (1995), "Merc Peso Futures Spearhead Plan For Emerging Markets", *Chicago Tribune*, 16 de enero de 1995.

Crawford, William B (1995), "Merc Sees A New Future in peso Futures", *Chicago Tribune*, 25 de abril de 1995.

Zepeda Clara (23/abril/2011), "Naftac cumple 10 años de operación", *El Financiero*.
<http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>