



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**IMPORTANCIA DEL ARBITRAJE PURO CON OPERACIONES  
DE ACCIONES ENTRE LA BOLSA MEXICANA DE  
VALORES Y EL NEW YORK STOCK EXCHANGE**

T E S I N A

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE  
**LICENCIADA EN ECONOMÍA**

PRESENTA:

**ANA CECILIA ÁLVAREZ LICEAGA**

ASESOR DE TESINA

MTRO. ALFREDO CÓRDOBA KUTHY

CIUDAD UNIVERSITARIA, MÉXICO, D.F., 2012





Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



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

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

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

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

*A Eyleen*

Febrero 2012

## Índice de Contenido

Introducción .....	1
Capítulo 1      Consideraciones acerca del Sistema Financiero .....	5
1.1      Función del Mercado Financiero .....	5
1.2      Clasificación de los Mercados Financieros .....	5
1.3      Función de los Intermediarios Financieros .....	8
1.4      Sectores del Sistema Financiero .....	10
1.5      Instituciones Regulatorias del Sistema Financiero .....	12
1.6      Factores que atan a todos los Segmentos del Mercado Financiero	17
Capítulo 2      El Mercado de Valores .....	20
2.1      El Mercado de Valores .....	20
2.2      Entidades que participan en el Mercado de Valores .....	20
2.3      La Bolsa Mexicana de Valores como sede del Mercado de Valores en México .....	24
2.4      Valores Negociables en el Mercado de Valores .....	25
2.5      Tipos de Acciones .....	26
2.6      Series de Acciones .....	27
2.7      Derechos de los Socios .....	28
2.8      Requisitos para Invertir en la Bolsa .....	28
2.9      Depositario Físico de las Acciones .....	28
2.10     Forma en que Opera el Mercado Accionario .....	29
2.11     Recepción y Asignación .....	30
2.12     Liquidación de Operaciones .....	31
2.13     Plazo para la Liquidación de Operaciones .....	32
2.14     Mercado Global .....	33
2.15     Relación de la Bolsa Mexicana de Valores con el New York Stock Exchange .....	36
2.16     Tipos de ADR's .....	37

Capítulo 3	Arbitraje Puro con Acciones .....	41
3.1	Arbitraje Puro .....	41
3.2	La Eficiencia en el Mercado de Capitales .....	43
3.3	Oportunidades de Arbitraje .....	45
3.4	Flujo Operativo del Arbitraje Accionario .....	48
3.5	La Variable Clave de las Operaciones de Arbitraje: el Tipo de Cambio .....	56
3.6	Factores a Considerar para Conseguir que una Operación de Arbitraje sea Exitosa .....	62
	Conclusiones .....	67
	Bibliografía .....	73

## **Introducción.**

El mercado de capitales es una herramienta básica para el desarrollo económico de una sociedad, ya que, mediante él se hace la transición de ahorro a inversión, movilizandorecursos desde aquellos sectores que tienen excedentes hacia las actividades productivas mediante la compra-venta de acciones; es decir, cumple el papel de agente catalizador de la eficiencia productiva. Se puede afirmar que el mercado de capitales mexicano participa en el proceso de globalización financiera por la constante adaptación y actualización de los instrumentos que en él se manejan, la variedad de operaciones que en él se realizan y la diversidad de títulos que se ofertan.

Una manifestación de la globalización en el mercado de capitales es el amplio menú de posibilidades globales de inversión al que pueden recurrir ahorradores tanto nacionales como extranjeros. Específicamente en México, esto se ha podido alcanzar gracias a la emisión de American Depositary Receipts (ADR's) de grandes empresas mexicanas en el New York Stock Exchange (NYSE), así como la plataforma de inversión global del Sistema Internacional de Cotizaciones implementada por la Bolsa Mexicana de Valores, con la cual inversionistas mexicanos pueden adquirir valores que han sido listados en otros países.

Sin embargo, la complejidad de los mercados financieros no se encuentra solamente en el número de plazas financieras, el número de activos cotizados o el volumen negociado, ni tampoco se basa únicamente en el funcionamiento de éstos; su complejidad recae principalmente en las relaciones espaciales y temporales que existen entre los precios de los productos que cotizan en los mercados, lo que implica convivir con una incertidumbre sobre lo que pasa en otras partes y tener en cuenta el posible comportamiento de los agentes que operan en el mercado a nivel internacional. Dadas estas condiciones de mercado, en donde las diferentes operaciones que se realizan en el mercado de capitales tienen relación en tiempo y espacio con los precios de los activos en diferentes lugares del mundo, surge la figura del arbitraje financiero en su forma pura, el cual consiste en comprar un valor en un mercado y, simultáneamente, venderlo en otro a un precio mayor, lo que garantiza una ganancia para el inversor evadiendo cualquier exposición al riesgo. El

concepto de eficiencia cobra importancia al hablar sobre arbitraje, pues en un mercado eficiente esta actividad tiende a caracterizarse por su escasez, siendo las mismas ineficiencias las que dan origen al arbitraje. La velocidad de la convergencia de los precios que se da a través del arbitraje puede considerarse como una medida de la eficiencia del mercado, ya que cuanto más rápido se elimine la diferencia de precios, el mercado será más eficiente.

Los grandes autores del pensamiento económico que influyen en el concepto de arbitraje financiero pueden ser, en un principio, León Walras con su modelo de equilibrio general, quien tenía la idea de que en un sistema económico cualquier cambio afecta a cada uno de los componentes del sistema, detectando como fuerzas de mercado a la oferta y la demanda y nombrando a los precios que hacen que la oferta iguale a la demanda "precios de equilibrio". Walras describió su modelo de equilibrio general para explicar cómo los precios se podían determinar por las interacciones entre los mercados. Ésta puede decirse que fue la primera idea de interdependencia de los mercados. En su teoría, Walras partió de la base que la economía tiende siempre a estar en equilibrio en todos los mercados, por lo que cualquier exceso de oferta o demanda que se produjera, era rápidamente asimilado y corregido en forma automática. Los desequilibrios presentados eran de corto plazo, gracias a que la acción de los agentes económicos permitía restituir la normalidad.

Por su parte, los economistas Milton Friedman y Eugene Fama desarrollaron hace aproximadamente cinco décadas lo que podemos decir que hoy en día es la teoría estándar sobre los mercados financieros. Su idea central es que los precios de los títulos financieros y acciones siempre tienden a su valor real. En 1953, Milton Friedman<sup>1</sup> fue tal vez el primero en desarrollar el razonamiento de arbitraje cuya lógica sustenta la teoría de los mercados eficientes de Eugene Fama publicada en mayo de 1970<sup>2</sup>. Usando el ejemplo de

---

<sup>1</sup> Friedman, Milton., "The Case of Flexible Exchange Rates", En: Essays of Positive Economics, Chicago University Press, 1953, pp. 184.

<sup>2</sup> Fama, Eugene; "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", en Journal of Finance, vol. XXV, núm. 2, 1970.

las monedas en diferentes países, Friedman escribió en favor de la eficiencia de los mercados que si una moneda presentaba una anomalía en su precio, los arbitrajistas intentarían sacar provecho de la situación tomando posiciones de compra o venta de instrumentos financieros vinculados a ésta, lo que aceleraría el ajuste de los precios y llevaría a la eliminación de las anomalías. Por su parte, Fama estudió el comportamiento de los precios accionarios, asegurando que éstos siguen un comportamiento impredecible ajustándose ante cualquier nueva información incorporada al mercado. Para Fama, los precios de títulos financieros fijados en el mercado concentran toda la información que un inversionista necesita conocer. Cualquier error sería corregido porque los agentes que lo perciban aprovecharían la oportunidad para realizar ganancias extraordinarias. Las fuerzas de mercado se encargarían de eliminar los errores de valuación.

El objetivo principal de esta tesina en modalidad de ensayo académico presentada para el programa de trabajo para examen profesional, es definir el concepto de arbitraje puro con acciones como un instrumento muy concurrido en el mercado de capitales que permite resolver las controversias que surgen en éste en cuanto a los precios de las acciones en diferentes plazas o mercados del mundo, llevando a la convergencia de los precios de los activos financieros, específicamente las acciones.

La estructura del trabajo es la siguiente: en el primer capítulo se hace una aproximación al sistema financiero para conocer la estructura, función, sectores y clasificaciones del mercado financiero así como las instituciones que lo regulan y los factores que atan a todos sus sectores. En el segundo capítulo se hace una presentación del mercado de valores en general y los productos que se negocian en él, para posteriormente localizar al mercado de capitales como parte del mercado de valores y conocer sus procesos de operación, recepción, asignación y liquidación. Además se pretende dar a conocer las opciones que tienen inversionistas mexicanos y extranjeros para invertir su capital tanto en el mercado global de la Bolsa Mexicana de Valores, como en el New York Stock Exchange.

Por último, en el tercer capítulo se define qué es el arbitraje puro y cómo se originan las operaciones de arbitraje puro con acciones, se describe el flujo operativo de las



operaciones de arbitraje puro con acciones que realizan los inversionistas entre la Bolsa Mexicana de Valores y el New York Stock Exchange y se enuncian las instituciones y figuras que intervienen en el proceso con el objetivo de dar a conocer los factores que deben considerarse para que una operación de arbitraje puro con acciones sea exitosa.

En un nivel más general, con la presentación de este tema se pretende también hacer conciencia sobre todo tipo de operaciones que se realizan en los mercados financieros, ya que en años recientes el mundo ha sido víctima de crisis financieras internacionales, principalmente debido a movimientos especulativos que han sido capaces de desestabilizar el sistema financiero en cortos periodos de tiempo. El arbitraje puro se presenta como una opción para lograr los posibles beneficios que pudiera traer la especulación, como factor que ata a los mercados financieros, sin recurrir a la gran exposición al riesgo que implican aquellas actividades consideradas como especulativas, siempre y cuando los arbitrajistas sean vigilados para actuar a favor de los mercados financieros y el cumplimiento de su función hacia la sociedad.

## **Capítulo 1: Consideraciones acerca del Sistema Financiero.**

### **1.1 Función del Mercado Financiero.**

En toda economía existen agentes que acumulan ahorro y agentes que buscan financiar proyectos de inversión. Dichas economías crecen en la manera en que los agentes inversionistas tienen acceso al capital de los agentes ahorradores, teóricamente ésta es la función principal de los mercados financieros. Los mercados financieros canalizan fondos de aquellos que han ahorrado en exceso, debido a que gastan menos que su ingreso, hacia aquellos que tienen escasez de fondos, debido a que desean gastar más que su ingreso.

La canalización de fondos que se da a través de la intermediación financiera es de suma importancia por el papel que desempeña en la sociedad, pues es el elemento básico en el proceso de desarrollo económico. Al canalizar los flujos de ahorro de los sectores superavitarios a las necesidades de inversión de los sectores deficitarios se hace posible el crecimiento de la producción y del empleo<sup>3</sup>.

### **1.2 Clasificación de los Mercados Financieros.**

#### **a) Mercado de Deuda y de Acciones.**

Esta clasificación depende de la forma en que una persona o empresa obtiene fondos en un mercado financiero. Puede emitirse un instrumento de deuda, que es un arreglo contractual en virtud del cual el deudor se obliga a pagar al tenedor del instrumento una cantidad fija en pesos en intervalos regulares (pagos de interés) hasta una fecha específica (fecha de vencimiento) cuando se haga el pago final. La madurez de un instrumento de deuda es el tiempo en que expira un instrumento; es de corto plazo si su madurez es de un

---

<sup>3</sup> Solís, Leopoldo., "Evolución del Sistema Financiero Mexicano hacia los umbrales del Siglo XXI". Siglo XXI Editores, México, 1997, pp.124.

año o menos y es de largo plazo si su madurez es de tres años o más. Los instrumentos de deuda cuya madurez se encuentra entre uno y tres años son de plazo intermedio<sup>4</sup>.

El segundo modo de obtener fondos es emitiendo acciones, como es el caso de las acciones comunes, que son derechos para participar en el ingreso neto y en los activos de una empresa. Las acciones normalmente hacen pagos periódicos (dividendos) a sus accionistas y son considerados como valores de largo plazo dado que no tienen fecha de vencimiento.

La desventaja principal de poseer acciones de empresas en lugar de deuda es que un tenedor de acciones es un reclamante residual, es decir que la empresa debe pagar a todos los tenedores de su deuda antes de pagar a los tenedores de sus acciones. La ventaja de poseer acciones es que los tenedores se benefician directamente de cualquier incremento en las utilidades de la empresa y/o en el valor de los activos, ya que las participaciones confieren derechos de propiedad a los tenedores de las acciones. Los tenedores de deuda no concurren en estos beneficios debido a que sus pagos son fijos.

#### **b) Mercados Primarios y Secundarios.**

Los mercados financieros primarios son aquellos en que los activos financieros intercambiados son de nueva creación, mientras que en los secundarios únicamente se cambia el poseedor de un activo financiero ya preexistente. En los mercados primarios se concede nuevo financiamiento para las empresas que emiten las acciones y, por su parte, en los mercados secundarios, aunque las acciones cambien de poseedor y haya variaciones en su precio, la empresa ya no recibe nuevo financiamiento por estas transacciones.

El que en los mercados secundarios no se conceda nuevo financiamiento no significa que carezcan de importancia, ya que permiten la circulación de los activos e incluso modifican sus características. Es frecuente que la empresa emisora apoye al desarrollo del mercado secundario de sus títulos, ya que el valor que alcancen los activos en el mercado

---

<sup>4</sup> Ramírez Solano, Ernesto., "Moneda, Banca y Mercados Financieros: instituciones e instrumentos en países de desarrollo". Pearson Prentice Hall, México, 2001, pp.41.

secundario orienta a la empresa sobre las condiciones en las que habrá de realizar la emisión de nuevos títulos, pues tal vez pueda colocar acciones de una manera más fácil y a un menor precio.

### **c) Mercados Bursátiles y Sobre el Mostrador.**

Los mercados secundarios pueden establecerse de dos maneras: una es organizar intercambios, donde los compradores y vendedores de valores (o sus agentes o corredores) se reúnen en un local determinado para llevar a cabo los intercambios. La Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es un ejemplo de intercambios organizados. La otra manera de organizar un mercado secundario es a través de un mercado "sobre el mostrador" o "over-the-counter" (OTC por sus siglas en inglés), en el que los negociantes ubicados en determinados lugares y contando con una existencia de valores deciden comprar o vender valores a quienquiera que acuda a ellos y que esté dispuestos a aceptar sus precios. Dado que los negociantes "sobre el mostrador" están en contacto entre sí a través de equipo de computación y saben los precios establecidos, el mercado OTC es muy competitivo y no muy diferente del de un mercado de Bolsa. El mercado OTC no es de poca relevancia, ya que incluye un sinnúmero de empresas de las cuales la mayoría son incipientes. El éxito de este mercado se tiene desde la lógica de los inversionistas que opinan que es más probable ganar más con empresas pequeñas que apenas comienzan porque tienen todas las perspectivas de crecer, mientras que las ganancias que ofrecen las empresas grandes no son tan atractivas porque no tienen un margen mayor para expandirse porque ya están en todo el mundo.

### **d) Mercado de Dinero y Capitales.**

Atendiendo al plazo de vencimiento con el que se emiten los activos, los mercados financieros pueden ser de dinero o de capitales. El de dinero es de corto plazo y se distingue porque el plazo de vencimiento de sus activos es inferior a un año, mientras que el de capitales se refiere al de aquellos activos con un vencimiento superior a un año. El mercado de capitales puede subdividirse a su vez en mediano plazo si el vencimiento es inferior a tres años, o largo plazo si el vencimiento es mayor a 3 años. Los valores del

mercado de dinero son ordinariamente intercambiados más ampliamente que los valores de largo plazo y por lo tanto tienden a ser más líquidos<sup>5</sup>.

### **1.3 Función de los Intermediarios Financieros.**

El trabajo de intermediación que llevan a cabo los intermediarios financieros se considera básica para realizar la transformación de los activos financieros primarios (emitidos por las unidades inversoras) en activos financieros secundarios o indirectos, más acorde con las preferencias de los ahorradores. Las ventajas de la transformación de los activos financieros primarios en indirectos se derivan de las llamadas economías de escala, es decir, de operar con grandes cantidades de fondos<sup>6</sup>. En primer lugar, esto permite abaratar la obtención de la información indispensable para invertir con la necesaria seguridad y rentabilidad. Por otro lado, el gran volumen de sus inversionistas les permite una diversificación de riesgos mucho mayor de lo que un particular puede lograr. Al otorgar financiamiento pueden manejar importes más altos que la mayoría de los prestamistas, y en la captación de recursos, admiten importes más bajos que la mayoría de los prestatarios.

Al transformar los activos financieros de primarios en indirectos, incorporan a éstos la solvencia del propio intermediario financiero que se supone mayor que la de los demandantes últimos de financiamiento y que puede incrementarse si los recursos captados están asegurados por un fondo de garantía. Se puede decir que los activos financieros indirectos tienen un riesgo menor y vencimientos más variados que los primarios. Esto explica que los ahorradores últimos estén dispuestos a aceptarlos, aunque tengan una rentabilidad menor. En lo que respecta a los demandantes últimos de fondos, se entiende que estén dispuestos a aceptar un financiamiento más caro por la facilidad de obtener un financiamiento que les será especialmente difícil de conseguir si son poco conocidos en el mercado, debido a su reciente aparición o a su reducido tamaño. Además,

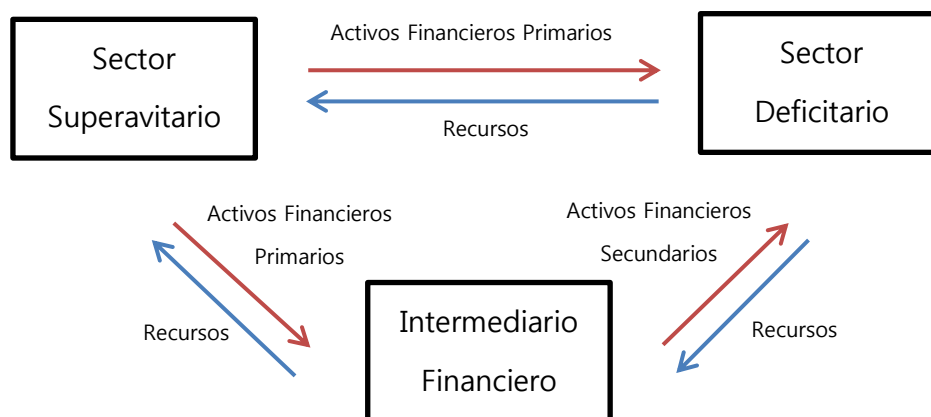
---

<sup>5</sup> *Íbidem*, pp. 43.

<sup>6</sup> Economía de escala: proceso económico mediante el cual, como consecuencia de operar con grandes masas, puede conseguirse un mayor beneficio que si se operara con pequeñas cantidades (<http://www.data-red.com/diccionariofin/d.htm>).

los intermediarios financieros ofrecen a ambos tipos de clientes una gama de servicios (de cobro, de pago, de custodia, etc.) que resultan más atractivos si no se cobran o si se cobran parcialmente.

Esquema 1.1 Flujo de fondos a través del sistema financiero



Fuente: Elaboración Propia

Todos los intermediarios financieros se reúnen en un solo sistema, el sistema financiero, que es el conjunto de mercados, instituciones, leyes, regulaciones y sistemas de operación a través de las cuales los instrumentos financieros se intercambian y se producen los servicios financieros que demanda en todo el mundo la sociedad económica.<sup>7</sup>

El sistema financiero tiene tres objetivos principales que se relacionan entre sí:

1. Captar los excedentes de efectivo y transferir los ahorros a los demandantes de recursos.
2. Corregir las descompensaciones en el gran flujo económico.
3. Propiciar el desarrollo y crecimiento de la economía.

<sup>7</sup> Ortiz Soto, Oscar Luis., "El dinero: la teoría, la política y las instituciones", Facultad de Economía UNAM, México, 2001, pp. 341.

## **1.4 Sectores de Sistema Financiero.**

Según Rueda<sup>8</sup>, los seis sectores del sistema financiero mexicano, que son prácticamente los mismos con los que cuentan los sistemas del resto del mundo, son los siguientes:

### **a) El sector bancario.**

Este sector es el que mayor penetración tiene en la economía y en la sociedad. Incluye los bancos comerciales y la banca de desarrollo. La banca capta recursos del público a través de una innumerable cantidad de mecanismos y formas de depósito. El público recurre a estas instituciones a depositar su dinero por múltiples necesidades y factores que están siempre ligados a tres necesidades genéricas: seguridad, liquidez y conservación del poder adquisitivo del dinero. La banca transforma el dinero que recibe del público, es decir, lo canaliza a las actividades productivas sin que el público sepa qué se hizo con su dinero. La banca registra como propios los recursos que capta y los presta a su nombre y, al mismo tiempo, asume un pasivo. El acreedor es el público que deposita su dinero y confianza.

### **b) Instituciones no bancarias.**

En este sector se engloban las instituciones y actividades que representan servicios complementarios a los que ofrece la banca, de ahí que algunas se conozcan como auxiliares del crédito: casas de cambio de divisas, uniones de crédito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje, sociedades de ahorro y préstamo, y las sociedades financieras de objeto limitado: SOFOLES, las cuales otorgan créditos relacionados a algún sector específico.

### **c) Mercado de valores.**

El sector bursátil se encarga de poner en contacto directo a los demandantes con los oferentes de recursos. El público ahorrador deposita su dinero en una Casa de Bolsa para que ésta adquiera un conjunto de valores por cuenta de aquél. El destinatario de los

---

<sup>8</sup> Rueda, Arturo., "Para entender la Bolsa: Financiamiento e Inversión en el Mercado de Valores", 2ª Edición, Cengage Learning,, México, 2005, p.p. 13.

fondos puede ser una empresa a una entidad de gobierno que, necesitada de liquidez, acude a estos intermediarios para que vendan al público un conjunto de títulos de crédito que representan un pasivo o parte del capital de dicha empresa. El público conoce lo que el intermediario hace con su dinero, ya que él mismo gira las instrucciones de compra o venta. El público es el responsable del destino de los recursos y asume el riesgo de sus acciones, por lo que el mercado de valores también se conoce como mercado voluntario.

**d) Mercado de derivados.**

Este mercado permite negociar a futuro cierto grupo de mercancías o referencias (como tasas de interés) cuyo precio suele cambiar por factores que no dependen del rubro económico y que, por esa razón, son bienes de precios no predecibles ni controlables. Por medio de los productos que se ofrecen en el mercado de derivados se pactan las condiciones de compra-venta con las que se liquidará en el futuro.

**e) Seguros y fianzas.**

Las instituciones que pertenecen a este sector se encargan de ofrecer distintos tipos de cobertura a las entidades y personas que buscan protegerse contra pérdidas eventuales por la ocurrencia de algún evento o siniestro potencial.

**f) Sistemas de pensiones.**

Las SIEFORES (Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro) y las AFORES (Administradoras de Fondos para el Retiro) constituyen el sistema de pensiones mexicano. Son entidades orientadas a recibir recursos de los trabajadores que tienen que hacer aportaciones durante su vida productiva para que, al momento de su jubilación, reciban una pensión con la que puedan vivir en su retiro. La pensión se conforma por las aportaciones históricas tanto propias, de su patrón y del gobierno, así como por los beneficios que se les hayan generado a lo largo del tiempo.



Es importante reconocer que a pesar de que el mercado financiero puede clasificarse y dividirse en mercados de distinto tipo, el mercado es uno sólo, y cualquier acontecimiento que ocurra en alguno de los segmentos afectará en distinto grado al resto de éste<sup>9</sup>.

### **1.5 Instituciones Regulatorias del Sistema Financiero.**

Estas instituciones son instauradas por el gobierno con el fin de mejorar y permitir un desarrollo del sistema financiero sano y controlado. Estas autoridades establecen leyes, disposiciones, métodos, mecanismos, lineamientos de actuación y medidas preventivas que buscan varios propósitos elementales como la eficiencia del sistema financiero, el control o moderación del dinero, el sano desarrollo de la economía y la protección al público ahorrador.

Las entidades que regulan al sistema financiero son:

#### **a) Las Secretarías de Hacienda.**

En México, esa dependencia se denomina Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). En otros países se conoce como Ministerio de Finanzas, del Tesoro o de la Economía.

Es la entidad rectora de las actividades económicas de un país, ejecuta la planeación, coordinación y supervisión del sistema financiero. Su actividad abarca todas las instituciones que componen el sistema. Como parte de sus atribuciones en el sistema financiero resaltan:

- Proponer las políticas de regulación y supervisión, de planeación y coordinación de las instituciones financieras bancarias, no bancarias, bursátiles, de seguros y fianzas, y las del sistema de pensiones.
- Proponer los asuntos que se refieran a los grupos financieros.
- Otorgar y revocar autorizaciones para la constitución y operación de las organizaciones y actividades de crédito y auxiliares de crédito.

---

<sup>9</sup> Ortiz. Op. Cit. pp. 346.

Entre las atribuciones de la Secretaría de Hacienda que se relacionan con el mercado de valores destacan:

- Interpretar la ley del mercado de valores y prever su aplicación.
- Designar 5 de los 11 vocales que integran la junta de gobierno de la comisión, departamento o superintendencia de valores, entre ellos al presidente.
- Autorizar la constitución y operación de grupos financieros y de los intermediarios del sistema financiero.
- Otorgar concesiones para el funcionamiento de las bolsas de valores, las casas de bolsa, los especialistas bursátiles, las calificadoras de valores, los institutos de depósito, las cámaras de compensación y demás instituciones.

#### **b) El Banco Central.**

Es el organismo que dirige la economía en los países de libre mercado. En México es el Banco de México (Banxico), en Estados Unidos es The Federal Reserve Systema (FED).

El banco central es, en la práctica, la institución más importante del sistema financiero ya que es el guardián del dinero de un país y el responsable diario de la salud económica. Esta institución crea el dinero que se emplea e impulsa a la economía.

Los roles que desempeña esta entidad son:

- Regulador: atendiendo a criterios de la política monetaria y crediticia, los bancos centrales participan en el mercado secundario de dinero a través de la compra-venta de valores gubernamentales de deuda, el retiro o la inyección de liquidez, la moderación y nivelación de la tasa de interés, etc., para controlar la cantidad de dinero y conducir las variables económicas y los indicadores financieros a los objetivos generales de la política económica.
- Guardián: resguarda y administra las reservas internacionales del país, como custodio y controlador, es decir que las expande o las reduce según las

circunstancias sobre las variables y la moneda. Los bancos centrales actúan en el mercado cambiario, establecen reglas y condiciones a las casas de cambio, aplican mecanismos para equilibrar la oferta y la demanda de divisas. Define la forma en que se conducirá la evolución del tipo de cambio.

- Supervisor y auditor: establece disposiciones a las que deben sujetarse las instituciones de crédito, las casas de cambio, los intermediarios del mercado de valores y otros intermediarios. Exige y recibe información periódica sobre saldos y tenencias acumuladas, para determinar qué están haciendo los intermediarios en ciertas operaciones. Observa y se coordina con las comisiones para aplicar medidas correctivas.
- Controlador del flujo monetario: define el sistema de pago y liquidación de transacciones y transferencias de dinero que deben usar los intermediarios. En Estado Unidos, los bancos están conectados al sistema de trasferencias que controla y supervisa la Reserva Federal: FedWire. En México, Banxico ha establecido sistemas de pagos interbancarios como el SIAC (Sistema de Atención a Cuentahabientes del Banco de México) y el SPEI (Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios).
- Prestamista: regula créditos interbancarios diarios y actúa como prestamista directo de los bancos. En México, Banxico realiza subastas de crédito y sobre estos préstamos requiere que los deudores constituyan garantías con valores gubernamentales. El mismo Banxico administra esas garantías.

### **c) Las Comisiones de Valores.**

En México operan cuatro Comisiones Nacionales: la Bancaria y de Valores (CNBV), la de Seguros y Fianzas (CNSF), la del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR), y la que opera para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF).

- La Comisión Nacional Bancaria y de Valores<sup>10</sup> regula los dos sectores más grandes del sistema financiero: el bancario y el mercado de valores. Su equivalente en Estados Unidos es la U.S Securities and Exchange Commission<sup>11</sup> (SEC) la cual regula el mercado de valores en dicho país. Sus facultades delimitan la actuación de las sociedades controladoras de grupos financieros, instituciones de crédito, bolsas de valores, casas de bolsa, especialistas bursátiles, sociedades operadoras de sociedades de inversión, instituciones para el depósito de valores, instituciones calificadoras de valores, uniones de crédito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje financiero, casas de cambio y sociedades de ahorro y préstamo.

Las principales funciones de esta comisión son:

- Vigilar el funcionamiento de las instituciones y mecanismos de los mercados.
- Inspeccionar y vigilar a las emisoras de valores listadas en las bolsas.
- Autorizar a los apoderados para celebrar operaciones con el público.
- Autorizar las remuneraciones que los intermediarios cobren al público y los aranceles de las bolsas de valores.
- Dictar normas de registro de operaciones a las que deben sujetarse las instituciones.

---

<sup>10</sup> Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Sitio Electrónico: [www.cnbv.gob.mx](http://www.cnbv.gob.mx). Fecha de consulta: 9 de Octubre de 2011.

<sup>11</sup> Institución independiente del gobierno de EE.UU., encargada de vigilar el cumplimiento de las leyes federales del mercado de valores, la regulación de las bolsas de valores y el mercado de opciones de este país.

- Imponer multas y sanciones tanto a funcionarios como a administradores de las instituciones.
  - Vigilar que el público cuente con toda la información disponible acerca de los valores y mecanismos de negociación del mercado.
  - Prevenir fraudes y demás actividades o eventos que atenten contra las sanas prácticas de los mercados.
- La Comisión Nacional de Seguros y Fianzas<sup>12</sup> es la encargada de supervisar, de manera eficiente, que la operación de los sectores asegurador y afianzador se apegue al marco normativo, preservando la solvencia y estabilidad financiera de las instituciones, para garantizar los intereses del público usuario, así como promover el sano desarrollo de esos sectores con el propósito de extender la cobertura de sus servicios a la mayor parte posible de la población.
- La Comisión Nacional de Ahorro para el Retiro<sup>13</sup> es la institución que busca proteger los ahorros para el retiro de los trabajadores, desarrollando un entorno de competencia que permita el ejercicio informado de sus derechos, donde los jubilados cuenten con un sistema de previsión social íntegra de cobertura amplia que les brinde los elementos necesarios para vivir dignamente. Asimismo contribuye al incremento de la cultura previsional.
- La Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros<sup>14</sup> realiza dos acciones: 1) acciones preventivas como orientar, informar y promover la educación financiera, así como 2) acciones correctivas que tienen

---

<sup>12</sup> Comisión Nacional de Seguros y Fianzas. Sitio Electrónico: [www.cnsf.gob.mx](http://www.cnsf.gob.mx). Fecha de consulta: 9 de Octubre de 2011.

<sup>13</sup> Comisión Nacional de Ahorro para el Retiro. Sitio Electrónico: [www.consar.gob.mx](http://www.consar.gob.mx). Fecha de consulta: 9 de Octubre de 2011.

<sup>14</sup> Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros. Sitio Electrónico: [www.condusef.gob.mx](http://www.condusef.gob.mx). Fecha de consulta: 9 de Octubre de 2011.

como fin atender y resolver las quejas y reclamaciones de los usuarios de servicios e instrumentos financieros.

El aparato regulador del sistema financiero se completa con un grupo de leyes que cubren las actividades e instituciones del sector. De esas leyes se derivan el resto de las disposiciones particulares: reglamentos, circulares, boletines, disposiciones transitorias, etc.

### **1.6 Factores que atan a todos los Segmentos del Mercado Financiero.**

Cada sección del mercado financiero mundial representa un segmento de mercado con sus propias características especiales. Cada segmento está aislado de los demás en alguna medida por las preferencias de los inversores y por las normas y los reglamentos con los que cada uno se rige. Sin embargo, cuando las tasas de interés y los precios de los valores cambian en una de las secciones del sistema financiero, todos los mercados financieros probablemente se verán afectados con el tiempo. Esto implica que, a pesar de que el sistema financiero mundial se divide en diferentes mercados, existen fuerzas que trabajan para hacer que todos los mercados financieros estén ligados. Estas fuerzas son las siguientes:

#### **a) El crédito, la mercancía común.**

Un factor de unión es el hecho de que existe un producto básico que se comercializa en la mayoría de los mercados financieros, el crédito. Los prestatarios pueden ir de un mercado a otro, buscando las condiciones de crédito más favorables. El desplazamiento de los prestatarios entre los mercados ayuda a soldar las piezas del sistema financiero mundial en conjunto y a mover los costos del crédito en diferentes mercados al equilibrio entre sí.

#### **b) Especulación y Arbitraje.**

Otro factor unificador es la búsqueda de beneficios que llevan a cabo demandantes y oferentes de fondos. Los especuladores de valores están continuamente en búsqueda de oportunidades para obtener beneficios a través de sus pronósticos acerca de la evolución futura del mercado. El especulador en el mercado financiero apuesta a que los precios de

los títulos o las tasas de interés se moverán en una dirección que se traducirá en ganancias rápidas, debido a su capacidad para anticiparse al comportamiento del mercado. Muchos especuladores son buscadores de riesgo, es decir, que están dispuestos a arriesgar sus fondos incluso cuando la probabilidad de éxito es baja. Los especuladores tienen una función importante en los mercados financieros ya que gracias a ellos se realiza la nivelación de los precios de los títulos, cuando compran aquellos que creen que están depreciados y venden aquellos que parecen estar sobrevalorados.

Otra fuerza unificadora en los mercados financieros proviene de inversionistas que ven oportunidades rentables a través del arbitraje o la transferencia de fondos de un mercado a otro cuando los precios de valores en los diferentes mercados parecen estar fuera de línea unos con otros. Los arbitrajistas ayudan a mantener constantes los precios entre los mercados, ayudando a otros compradores de títulos a encontrar los mejores precios con el mínimo esfuerzo.

### **c) Mercados Perfectos y Eficientes.**

Existen investigaciones actuales que sugieren que todos los mercados financieros están estrechamente ligados debido a su comportamiento como mercados perfectos y eficientes. Un mercado perfecto es aquel en el que todos los participantes son tomadores de precios en vez de ser capaces de imponer precios; no hay restricciones gubernamentales respecto al comercio y movimiento de los fondos, más bien la competencia entre compradores y vendedores establece los términos de la operación. En este tipo de mercados la información sobre las condiciones de lo que se negocia es la misma para todos (no hay información exclusiva o privilegiada). En la práctica ningún mercado financiero es completamente perfecto pero varios parecen estar cerca de serlo por algunos momentos debido a la disponibilidad que se tiene de la información, aunque queda claro que el análisis sobre la información que está al alcance de todos no es el mismo, ni tampoco las conclusiones que de él se obtienen.

Algunos mercados financieros también pueden contar con otra característica deseable: los precios de los instrumentos financieros reflejan completamente toda la información

disponible por lo que su precio en el mercado refleja con exactitud su valor inherente. Además, cualquier nueva información suministrada al mercado se ajusta estableciendo un nuevo nivel de precios por lo que cualquier desviación de los precios de equilibrio se corrige rápidamente. En los mercados eficientes, no hay información que pueda afectar precios de los valores o las tasas de interés que no esté tomada en cuenta por los participantes de dicho mercado. Por lo tanto, no debe haber compradores o vendedores que puedan esperar obtener ganancias en exceso como producto de la recopilación de información que no esté fácilmente disponible en el mercado. La eficiencia de los mercados es una cuestión de grado y esta condición cambia constantemente con el tiempo, es decir, podemos afirmar que existen mercados más eficientes que otros en algún punto del tiempo, sin embargo es difícil encontrar la total eficiencia en un mercado en todo momento. Los mercados de dinero y de capitales se caracterizan por ser parcialmente eficientes.

#### **d) Mercados Financieros en el Mundo Real: Imperfección y Asimetría.**

Por desgracia, así como hay muchos mercados financieros que se acercan a ser perfectos y eficientes, todavía hay muchas áreas en donde se presenta la imperfección en nuestro sistema financiero ya que no siempre está presente la plena competencia y, en efecto, ocurre la colusión para fijar precios o tasas de interés, lo que nos recuerda que el funcionamiento y la regulación de nuestro mercado financiero aún tiene un margen sustancial de mejora.

Además, ahora nos damos cuenta que no toda la información necesaria para los compradores de los servicios financieros es fácil o barata de conseguir en todo el mundo. Cada vez con mayor frecuencia estamos llegando a una toma de conciencia de la importancia que juega la información asimétrica en nuestro sistema financiero global, es decir, los diferentes participantes en los mercados financieros trabajan a menudo con información especial o interna de las empresas que otros no poseen. El resultado es que algunos agentes del mercado pueden ser capaces de ganar beneficios extraordinarios mediante el aprovechamiento de la información con la que cuentan.



## **Capítulo 2: El Mercado de Valores.**

### **2.1 El Mercado de Valores.**

El mercado de valores es un sector del sistema financiero en el que se comercian valores mobiliarios<sup>15</sup>. Este mercado tiene una estrecha relación con el desarrollo económico y la estructura productiva nacional ya que es parte del sistema financiero, y por lo tanto está influenciado y puede influir en los flujos monetarios que se originan desde este mercado hacia el resto de la economía, y viceversa.

En tiempos recientes, el mercado de valores se ha consolidado como un intermediario financiero fundamental en los flujos de capital hacia las actividades y empresas productivas, ha demostrado ser una fuente adecuada de financiamiento, que tiene amplias posibilidades de desarrollo hacia los demás sectores económicos en la medida que sea eficiente, de bajo costo, proporcione adecuados rendimientos y sea tecnológicamente actualizado.

Por lo tanto, tener un mercado de valores sano es importante para el país, ante un entorno económico y financiero inmerso en la globalización y las crisis recurrentes, el cual incrementa la competencia por los recursos económicos y dificulta orientarlos hacia las actividades productivas (flujo de capitales). En este contexto, el Mercado de Valores del país exige mayor dinamismo, y un mayor impulso a su actividad, para estar a la altura de los mercados externos.

### **2.2 Entidades que participan en el Mercado de Valores.**

- a) Bolsas de Valores: son instituciones cuya principal función es brindar una estructura operativa a las operaciones financieras, registrando y supervisando los movimientos efectuados por oferentes y demandantes de recursos. Además informa al inversionista de la situación financiera y económica de la empresa o institución emisora y del comportamiento de sus instrumentos financieros.

---

<sup>15</sup> Valores Mobiliarios: aquellos que representan una parte de la deuda o del capital de entidades públicas o privadas.

En México, la Bolsa Mexicana de Valores proporciona la infraestructura, la supervisión y los servicios necesarios para que se realicen las emisiones, colocaciones e intercambio de valores y títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores. También debe hacer pública la información de las emisoras y valores que operan en la BMV, realiza el manejo administrativo de las operaciones, supervisa las operaciones de las emisoras y casas de bolsa, y fomenta la expansión y competitividad del mercado de valores mexicano.

El horario de operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es de 8:30 a 15:00 horas, con varios recesos intermedios de cinco minutos, cuando existen cambios de horario en Estados Unidos que no coincidan temporalmente con los cambios de horario en México (de horario de verano a horario de invierno o viceversa), el horario de operación de la BMV se ajusta de tal forma que se opere en los mismos horarios que en Estados Unidos.

- b) Entidades emisoras: son empresas o instituciones que acuden al mercado a hacerse de recursos vía deuda o incrementos de su capital social.

Las razones principales por las que las empresas necesitan recursos son:

- Cubrir flujos operativos (capital de trabajo): compra de materia prima, insumos, anticipos a proveedores, pago de servicios, etc.
- Invertir en proyectos de expansión, modernización o desarrollo: adquisición de maquinaria, tecnología, ampliación de plantas productivas, etc.
- Realizar reestructuraciones corporativas: sustituir pasivos de corto plazo por nuevas deudas de largo plazo.

El gobierno también requiere préstamos para:

- Financiar sus actividades y servicios de infraestructura.

- Controlar variables macroeconómicas.
  - Reestructurar la deuda pública.
  - Completar faltantes y desequilibrios presupuestales.
- c) Público inversionista: son personas o entidades que buscan oportunidades o instrumentos para hacer productivos sus recursos excedentes, para eso recurren a intermediarios financieros con el fin de adquirir valores o instrumentos que le proporcionen rendimientos. El público adquiere el carácter de acreedor o socio según el destino que dé a su dinero. Si se trata de financiamiento vía deuda, los agentes que recurren al mercado a invertir se llaman acreedores, a diferencia de cuando se trata de financiamiento a través del incremento de capital, en donde los inversionistas son socios.

Las necesidades que busca satisfacer el público inversionista son:

- Seguridad: grado de certeza que se tiene de que podrá recuperar el dinero que ha destinado al emisor junto con el rendimiento.
- Liquidez: consiste en mantener disponibles los recursos a fin de poder retirarlos dentro de ciertos periodos de tiempo.
- Rendimientos competitivos: según el tipo de valores a los que el público destina su inversión, define el nivel idóneo de rendimiento que desea obtener.
- Cobertura: en caso de que el público no esté dispuesto a correr el riesgo de perder su inversión, existen modalidades que pueden protegerlos otorgando rendimientos mínimos.

Los inversionistas pueden ser personas físicas o morales (nacionales o extranjeras), fondos de inversión, fondos de ahorro, fondos de pensiones, entidades gubernamentales, etc.

d) Intermediarios: en las Bolsas de Valores sólo pueden negociar los intermediarios bursátiles autorizados por las comisiones o superintendencias de valores, estos intermediarios son las casas de bolsa, que otorgan una mayor seguridad dentro de las operaciones bursátiles.

En la actualidad existen 30 casas de bolsa que operan en nuestro país según la BMV, su operatividad en el mercado accionario de acuerdo al importe en millones de pesos se describe en la siguiente tabla:

Enero - Septiembre 2011 <sup>16</sup>				
Lugar	Casa de Bolsa		Importe	Participación
1	CS	Credit Suisse	354,959.26	11.21%
2	GBM	GBM Casa de Bolsa	327,679.57	10.34%
3	ACCIV	Acciones y Valores Banamex	235,026.40	7.42%
4	SANT	Santander Serfin	233,029.53	7.36%
5	MERL	Merrill Lynch	230,694.31	7.28%
6	BCOMR	BBVA Bancomer	215,079.80	6.79%
7	UBS	UBS Investment Bank	174,913.60	5.52%
8	VAFIN	Finamex	135,706.01	4.28%
9	INTER	Interacciones	133,130.96	4.20%
10	DBSEC	Deutsche Bank Securities	105,621.69	3.33%
11	BANOR	Banorte	101,459.73	3.20%
12	JPM	J.P. Morgan	100,366.62	3.17%
13	MS	Morgan Stanley	97,648.92	3.08%
14	IXE	IXE Casa de Bolsa	97,378.04	3.07%
15	ACTIN	Actinver	89,544.56	2.83%
16	BARC	Barclays Capital	87,804.82	2.77%
17	INBUR	Inbursa	69,890.77	2.21%
18	SCTIA	Scotia Inverlat	68,363.26	2.16%

<sup>16</sup> \*El mercado accionario incluye acciones industriales, comerciales y de servicio, seguros y fianzas, casas de bolsa, bancarias, títulos referenciados a acciones, sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil, fideicomisos de infraestructura y bienes raíces y extranjeras.

\*El importe se encuentra expresado en millones de pesos e incluye compras más ventas.

\*En caso de cruces, se registran como una sola operación.

Continuación...

	<b>Casa de Bolsa</b>		<b>Importe</b>	<b>Participación</b>
19	MNXCB	Monex	64,154.97	2.03%
20	HSBCB	HSBC	57,095.57	1.80%
21	VECTO	Vector	52,714.08	1.66%
22	MULVA	MultiValores	35,597.32	1.12%
23	BLTK	Bulltick	31,008.40	0.98%
24	INVEX	Invex Casa de Bolsa	15,407.05	0.49%
25	ARKA	ARKA	12,727.60	0.40%
26	ICAM	Intercom	10,833.72	0.34%
27	VALME	Valores Mexicanos	9,987.22	0.32%
28	VALUE	VALUE	9,078.75	0.29%
29	PROTG	Protego	7,849.50	0.25%
30	VANG	Vanguardia	2,915.12	0.09%
<b>TOTAL</b>			<b>3,167,667.15</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, "Gaceta Bursátil Septiembre 2011", pp. 15.

### **2.3 La Bolsa Mexicana de Valores como sede del Mercado de Valores en México**

La Bolsa Mexicana de Valores se transformó de forma acelerada en la última década del siglo XX, debido a la homologación internacional tuvo que comprar y establecer tecnología para satisfacer sus nuevas necesidades. En agosto de 1996 apareció el SENTRA o BMV-SENTRA Capitales (Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación) como complemento de las operaciones que se realizaban de viva voz en el piso de remates. Este sistema fue diseñado para negociar y registrar acciones, obligaciones, títulos opcionales, picos, acciones listadas en el SIC (Sistema Internacional de Cotizaciones), precios de sociedades de inversión, ofertas públicas, operaciones de registro y subastas. El sistema de viva voz perdió vigencia y el 8 de enero de 1999 se realizó la última operación con este método.

En México, es necesario estar atentos a los mercados internacionales, principalmente al de Nueva York (medido por el índice Dow Jones). Lo que sucede en estos mercados, sobre todo con las acciones de empresas mexicanas, repercute instantáneamente en la Bolsa Mexicana de Valores. Si en Nueva York los títulos mexicanos bajan de precio, también en México bajarán, y de no ser así, se iniciarán operaciones de arbitraje.

## 2.4 Valores Negociables en el Mercado de Valores.

El mercado de valores sirve a las empresas como fuente de financiamiento, y es a través de éste que las empresas emiten valores como las acciones, obligaciones, papel comercial, etc. y los ponen a disposición de inversionistas mediante el proceso llamado "colocación". Para ofertar públicamente los valores, la empresa acude a una Casa de Bolsa, que ofrece los valores al público para su venta en el mercado primario. El precio de una emisión en el mercado primario es fijo y lo determina la empresa.

Cuando los valores han sido colocados entre los inversionistas, éstos pueden ser vendidos y comprados en el mercado secundario, siempre a través de las casas de bolsa. En el mercado secundario los precios se deciden de forma individual por los compradores y vendedores, mediante las posturas respectivas con las que presentan sus órdenes de compra o venta.

Como se mencionó anteriormente, el mercado de valores puede clasificarse en dos de acuerdo al tipo de productos que se ofrecen:

1. Mercado de Capitales: está compuesto por acciones, que son títulos representativos del capital social de la empresa que los emite y otorgan a sus tenedores iguales derechos, así como por instrumentos que representan compromisos de capital a futuro, como son las obligaciones convertibles<sup>17</sup>.
2. Mercado de Dinero (o de títulos de deuda): los instrumentos que ofrece comprometen a las empresas emisoras a realizar pagos de acuerdo a ciertos plazos y tasas. Estos instrumentos son: certificados de participación, obligaciones, pagarés y papel comercial; a ellos se deben agregar los instrumentos de deuda emitidos por los bancos como son: aceptaciones, bonos, pagarés y certificados de depósito; y

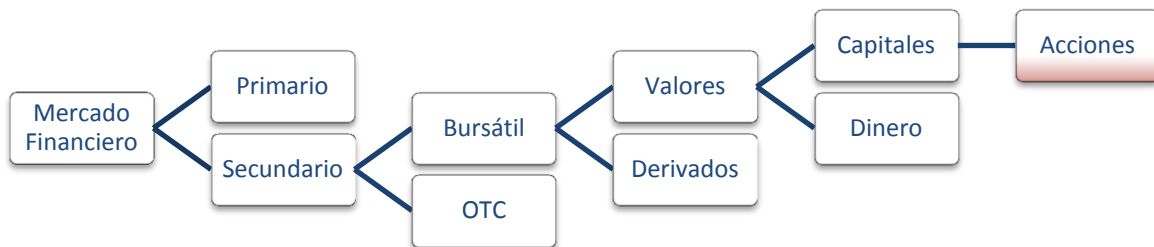
---

<sup>17</sup> Una obligación convertible es una obligación que se emite con la opción de que el suscriptor pueda canjearla por acciones u otro tipo de obligaciones del emisor, lo que facilita su colocación en el mercado.

aquellos que emite el Gobierno Federal: Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes), Bonos de Desarrollo (Bondes) y Udibonos, entre otros.<sup>18</sup>

De acuerdo a la base de estudio de este trabajo, se limitará a hablar de las acciones que pertenecen al mercado de capitales, las cuales son objeto del arbitraje puro.

Esquema 2.1 Mercado Accionario



Fuente: Elaboración propia.

## 2.5 Tipos de Acciones.

En el mercado accionario podemos distinguir dos tipos de acciones: las acciones comunes (ordinarias) y las preferentes.

Las acciones comunes son aquellas que otorgan iguales derechos y obligaciones a todos los accionistas, representan la inmensa mayoría del capital. Sus poseedores obtienen beneficios sólo cuando la empresa reporta utilidades en sus ejercicios fiscales y esperan ganancias adicionales con el alza de los precios en el mercado. Los tenedores de este tipo de acciones tienen derecho a voz y voto en las asambleas de accionistas.

Las acciones preferentes son valores patrimoniales que tienen prioridad sobre las acciones comunes en relación con el pago de dividendos, garantizando un rendimiento anual, sin importar si la empresa tiene ganancias o pérdidas. La tasa de dividendos de estas acciones se fija en el momento de la emisión, y puede ser fija o variable. Los accionistas preferentes no tienen derecho a voto.

<sup>18</sup> Bolsa Mexicana de Valores. Sitio Electrónico: [www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx). Fecha de Consulta: 16 de Octubre de 2011.

## 2.6 Series de Acciones.

No todos los inversionistas pueden ser socios de cualquier clase de empresas, ni todas las empresas pueden dividir su capital en la clase accionaria que prefieran. Las distintas empresas e inversionistas deben atender ciertas disposiciones al respecto. Es normal que las empresas distribuyan su capital en diferentes clases de acciones comunes para delimitar ciertos derechos patrimoniales o corporativos con los que contarán sus socios al adquirir las acciones.

Las series accionarias pueden indicar diversas situaciones, las series que abundan en el mercado mexicano se listan en el siguiente cuadro:

Serie	Significado
A	Acciones comunes que pueden ser suscritas exclusivamente por mexicanos.
B	Acciones ordinarias de libre suscripción, es decir, que pueden ser adquiridas por mexicanos o extranjeros, por personas físicas o morales.
L	Acciones de libre suscripción con restricción de derechos corporativos. El capital que representa este tipo de acciones no confiere derechos de dar opiniones o tomar decisiones.
O	Acciones de libre suscripción que representan el capital social ordinario de las agrupaciones.
V	Acciones de libre suscripción sin derecho a voto.
1	Acciones ordinarias que sólo pueden adquirir los mexicanos y que representan la parte fija del capital social.
2	Acciones ordinarias que sólo pueden adquirir los mexicanos y que representan la parte variable del capital social.
Única (*)	Acciones comunes sin expresión de serie que se representan con un asterisco, lo que indica que son nominativas y esto significa que la acción no pertenece a ninguna de las series señaladas y que el capital está dividido en una sola clase de acciones.
CP	Certificados provisionales.
CPO	No son acciones, sino Certificados de Participación Ordinaria de Libre Suscripción que amparan acciones de cualquiera de las series citadas. Los CPO confieren derechos patrimoniales de rigor pero inhiben los derechos corporativos. Son otra forma de recabar el capital "neutro".
Recibos de depósito	Son documentos que, como los CPO's, amparan acciones. También pueden representar CPO's. Los recibos de depósito se usan para que la empresa se financie en los mercados internacionales porque en esos mercados no es posible inscribir directamente las acciones y porque, además, se usan para recabar el capital "neutro".

Fuente: Rueda, Arturo., "Para entender la Bolsa", 2ª Edición, Cengage Learning, México, 2005, pp. 70



## **2.7 Derechos de los socios.**

Las acciones confieren a sus titulares dos clases de derechos:

- **Patrimoniales:** se refieren a la condición de ser dueño parcial de la empresa y a recibir la proporción correspondiente de las utilidades que se generen.
- **Corporativos:** los socios participan en las deliberaciones de la sociedad mediante el voto, de manera proporcional a su participación accionaria, también se puede considerar el derecho que tienen los socios de ocupar cargos en la administración o vigilancia de la sociedad. Los derechos corporativos se resumen en tener voz, voto y elegibilidad.

## **2.8 Requisitos para Invertir en la Bolsa.**

Para poder invertir en la Bolsa se debe suscribir un contrato de intermediación bursátil con una Casa de Bolsa, en el cual el inversionista le otorga a la Casa de Bolsa la facultad para que a su nombre se compren o vendan las acciones que cotizan en la bolsa de valores. Para esto, se deben depositar en la Casa de Bolsa los fondos con los que se efectuarán las operaciones del inversionista. El propio inversionista puede tomar decisiones de compra o venta de títulos o un asesor financiero puede estar facultado para tomar decisiones por él. Las decisiones deben ser indicadas a un promotor de la Casa de Bolsa para que éste transmita las órdenes a la mesa de capitales. La mesa de capitales da entrada de las órdenes al SENTRA, donde se espera encontrar una oferta igual pero de sentido contrario y así ejecutar la operación.

## **2.9 Depositario Físico de las Acciones.**

Las casas de bolsa no poseen físicamente las acciones que los clientes tienen en su cartera, sino que las empresas emisoras, al ofertarlas por primera vez, las transfieren al depositario central de valores, que en el caso de México es el SD INDEVAL y en Estados Unidos es el DTC. Este depositario tiene cuentas de control contratadas con cada Casa de Bolsa, de tal forma que, cuando se intercambian acciones en el mercado secundario, los títulos no

cambian físicamente de manos sino que el depositario central simplemente hace al traspaso electrónico de los títulos negociados de una cuenta a otra en su propio sistema de control. Las instituciones que hacen el papel de depositarios físicos de los valores, a su vez cuentan con contrapartes centrales que son organismos que tienen por objeto actuar como acreedoras y deudoras recíprocas de las partes respecto de las operaciones que los intermediarios del mercado de valores pacten con valores, títulos y documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores, en otras palabras, se vuelve responsable de que el comprador obtenga los títulos que adquirió y que el vendedor obtenga el efectivo correspondiente.

En nuestro país con la Contraparte Central de Valores (CCV)<sup>19</sup>, se contribuye a crear un entorno financiero más seguro en el cual los riesgos sistémico y de contraparte sean mitigados; a nivel global se responde a las tendencias actuales en materia de Administración de Riesgos, Compensación y Liquidación de operaciones; haciendo posible la apertura del mercado mexicano a mercados y activos financieros más diversos.

Al realizar una operación el mercado de valores, tres días hábiles (72 horas) después de haberse realizado la operación, el depositario central de valores, mediante las instrucciones de las casas de bolsa participantes, se transfieren los valores accionarios de la cuenta de la Casa de Bolsa vendedora a la compradora. A su vez, el importe correspondiente a la operación será transferido de la cuenta de la Casa de Bolsa compradora a la cuenta de la Casa de Bolsa vendedora. Cada Casa de Bolsa asignará los fondos generados por la venta, o los títulos adquiridos por la compra, al contrato del cliente correspondiente.

## **2.10 Forma en que opera el Mercado Accionario.**

El movimiento de los precios del mercado accionario es el resultado de dos fuerzas antagónicas: los compradores, quienes consideran que el precio de la acción va a aumentar y desean adquirirla, y por otra parte, los vendedores, quienes piensan que el

---

<sup>19</sup> Contraparte Central de Valores. Sitio Electrónico:

[http://www.indeval.com.mx/wb3/wb/CCV/home/\\_rid/27?lng\\_act=lng\\_step2&language=es](http://www.indeval.com.mx/wb3/wb/CCV/home/_rid/27?lng_act=lng_step2&language=es). Fecha de consulta: 06 de noviembre de 2011.

precio de la acción va a bajar, y prefieren cederla a cambio de dinero. Así, las acciones cambian de manos y siempre que alguien compra una acción creyendo que va a aumentar su valor, hay alguien que la vende porque piensa que su valor va a bajar. Pensar que el precio de la acción va a bajar no es la única razón para venderla, como tampoco la única razón para comprar es que se piense que el precio va a subir. Muchas veces la necesidad de liquidez provoca que se quieran vender las acciones que se tienen en cartera para utilizar el efectivo de otra forma.

En cualquier momento, la presión que ejerzan los compradores podrá ser mayor que la que ejerzan los vendedores, es decir, que la demanda supere a la oferta, entonces el precio aumentará hasta que se equilibren nuevamente las fuerzas. Una vez que se alcanza este punto, se puede dar un periodo de "negociación" entre las dos fuerzas, en el cual aunque las acciones cambien de manos, no habrá un cambio consistente en el precio. Por último, la presión de los compradores puede volver a ser mayor, lo que hará que se reanude la tendencia alcista del precio, o puede darse el caso de que la presión de los vendedores sea más fuerte, es decir, que la oferta sea mayor que la demanda, y se puede dar una tendencia a la baja del precio de la acción.

### **2.11 Recepción y Asignación.**

Para atender y ejecutar las instrucciones de sus clientes, los intermediarios tienen la obligación de implantar un mecanismo denominado Sistema de Recepción de Órdenes y Asignación de Operaciones (en inglés, Allocation System). Asimismo, cada intermediario debe contar con una mesa de control, que es un área encargada del proceso de recepción y traslado de las órdenes. El trabajo de dicha mesa se realiza de manera conjunta con el trabajo del backoffice, que es el área que respalda a los intermediarios y se encarga de todo el proceso de control de las operaciones (control de cuentas, administración de los procesos operativos, liquidación de transacciones, etc.).

El proceso comienza con la orden de un cliente, el asesor financiero autorizado por la CNBV ingresa la orden en el sistema dentro de los 30 minutos posteriores a la solicitud del cliente. De igual forma hay intermediarios que brindan a sus clientes el servicio de ingresar

órdenes a través de un portal de Internet, prescindiendo del asesor. Posteriormente la mesa de control otorga un número de folio a cada orden recibida para asegurar su lugar en el flujo general de órdenes. Dicho folio determina la prioridad de ejecución de la orden.

Una vez que se ejecutan los hechos<sup>20</sup>, estos también son transferidos a la mesa de control. Cuando el sistema de recepción y asignación se retroalimenta con los hechos, cuenta con los dos elementos necesarios: órdenes y operaciones. Con estos dos elementos se lleva a cabo el proceso de asignación de forma automática, el sistema distribuye a cada orden la operación correspondiente de acuerdo al número de folio siguiendo una prelación con base al criterio "primero en tiempo, primero en derecho", con esto se garantiza que haya equidad y que todas las órdenes tengan la misma oportunidad de realización con respecto al orden de recepción.

Cuando hay órdenes que por sus condiciones de límite de precio no se alcanzan a realizar, el sistema las salta y sigue asignando los hechos a las órdenes que sí se pueden ejecutar.

## **2.12 Liquidación de Operaciones.**

El proceso operativo finaliza con la liquidación de las operaciones, lo que significa pagar el importe de la compra y recibir a cambio los títulos, o viceversa en caso de una venta (recibir efectivo y entregar valores). La forma de liquidar las operaciones en los mercados accionarios es al contado, debido a que el pago en caso de compra o ingreso en caso de venta, se produce en efectivo. Los intermediarios liquidan sus operaciones condensando la información por emisoras y obteniendo compensaciones entre los importes de las compras y las ventas. Si el importe de las compras es mayor al de las ventas, el intermediario entrega a la bolsa el neto en efectivo, y en el caso contrario, recibe su efectivo de la bolsa.

En cuanto a los títulos, el INDEVAL afecta las tenencias de cada intermediario según las operaciones realizadas, por lo que al final de cada día la cuenta de custodia de cada

---

<sup>20</sup> Hecho: Operación de compra-venta de valores ejecutada a través de los sistemas electrónicos de negociación BMV-SENTRA.

intermediario refleja el aumento o disminución de sus valores según el neto entre sus compras y ventas. Cada intermediario cuenta con un área de valores, que se encarga de realizar las conciliaciones de efectivo y títulos entre la información que ellos conocen y la información que presenta el INDEVAL. Posteriormente, realizan los cargos y abonos de efectivo, así como los depósitos y retiros de títulos en las cuentas de los clientes para quienes hayan realizado las operaciones, esto se realiza contemplando las comisiones que el mismo intermediario cobra a sus clientes, de tal manera que los cargos y abonos de efectivo ya descuentan esta comisión.

La liquidación de los valores se hace siempre y cuando se haya realizado el pago en efectivo. Esta reciprocidad se conoce con el nombre de "entrega contra pago" (delivery versus payment).

El proceso del mercado accionario tiene 2 momentos clave:

- Fecha de operación (T): es el día en que se concretan los hechos por orden de algún cliente o por decisión de la mesa de operación del propio intermediario para actuar en cuenta propia (trade date).
- Fecha de liquidación (T+d): es el día en que se tienen que hacer los flujos de efectivo y de títulos (settlement date). Esta fecha es en la que tienen efecto contable las transacciones.

### **2.13 Plazo para la Liquidación de Operaciones.**

Hace unos años, la liquidación de valores en el Mercado de Valores en México se efectuaba a los dos días hábiles (48 horas) posteriores a la fecha de operación (T+2), esto traía consigo algunos problemas en la liquidación de las operaciones, sobre todo en las de arbitraje como veremos en el siguiente capítulo, ya que en Estados Unidos y en otros mercados afines el plazo regular para liquidar las operaciones de capitales era de 72 horas (T+3).

La imperativa conveniencia de homologar los plazos de liquidación en operaciones del Mercado de Valores con los demás mercados del mundo motivó a la Bolsa Mexicana de

Valores, a la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) y a sus Comités, a buscar la autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para cambiar la liquidación de 48 horas a 72 horas (de T+2 a T+3) en acciones de emisoras nacionales inscritos en la sección de valores del Registro Nacional de Valores.

Los estudios que se llevaron a cabo para sustentar los beneficios económicos y operativos mostraron los siguientes resultados:

- El cambio de liquidación facilitaría las operaciones de arbitraje con mercados homólogos y con ello mejoraría el flujo de órdenes hacia el mercado mexicano, ya que son realmente pocos los países cuyos mercados liquidaban en un plazo distinto al de 72 horas.
- Un mayor plazo para liquidar operaciones traería consigo beneficios evidentes en liquidez y disponibilidad de títulos para su clientela.
- Se reducirían los retrasos en la entrega de títulos que generalmente existía en la operación normal de los mercados con una consecuente reducción de costos.

La autorización otorgada para el cambio del plazo en la liquidación hizo evidente el interés de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en promover un mercado más moderno y acorde con los estándares internacionales.

Fue el día 5 de marzo de 2007 cuando el Mercado de Valores cambió su esquema de liquidación a 72 horas obteniendo los beneficios esperados y resolviendo algunos problemas que se tenían al momento de liquidar operaciones de arbitraje<sup>21</sup>. Cabe señalar que en la entrega de las divisas y su contravalor, derivada de las operaciones de arbitraje, también se ajustó el esquema de liquidación de tres días hábiles.

#### **2.14 Mercado Global.**

El proceso de internacionalización por el que están pasando las economías mundiales, sumado al creciente flujo de información financiera, ha hecho que las grandes empresas

---

<sup>21</sup> Interacciones. Sitio Electrónico: <http://www.interacciones.com/storage/diptico-vuelta-T3.pdf>. Fecha de consulta: 25 de Septiembre de 2011.

alrededor del mundo resulten atractivas para inversionistas tanto locales como extranjeros. Lo más lógico sería que los inversionistas extranjeros recurrieran al mercado local de la empresa en la que están interesados para adquirir sus acciones, sin embargo la distancia entre inversionistas extranjeros y mercados locales, así como la iliquidez de estos mercados, la posibilidad de que los gobiernos decidan implementar control de capitales y el hecho de recibir dividendos en monedas con poca aceptación mundial, dificulta y hace más costosa la inversión. Dichas dificultades han venido impulsando la creación de un mercado global en el que puedan adquirirse acciones de empresas en mercados diferentes a su mercado local.

En el caso de México, la BMV cuenta con una sección que, bajo el esquema regulatorio y operativo del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), concentra valores que no fueron objeto de oferta pública en México, que no se encuentran inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores, y que se encuentran listados en mercados de valores extranjeros, para que los inversionistas mexicanos puedan invertir en éstas sin la necesidad de recurrir a sus mercados locales. Esta sección es denominada "Mercado Global", se implantó en 1997 para inscribir títulos de deuda que emitían entidades nacionales en los mercados del exterior. Actualmente, en esta sección cotizan acciones de las empresas más importantes del mundo y se clasifican dependiendo de su origen, mercado o índice accionario.

Los valores listados en la sección de Mercado Global de la BMV son patrocinados por Deutsche Bank y por J.P. Morgan, y pertenecen a empresas o mercados "reconocidos"<sup>22</sup>, los cuales, en todos los casos cumplen requerimientos de rigor más difíciles de cumplir que los que establece la propia CNBV y la BMV, como por ejemplo el NYSE. Bajo el mecanismo de los Valores Extranjeros para inversionistas mexicanos (VEMEX), Deutsche

---

<sup>22</sup> Mercados Extranjeros Reconocidos: Para los efectos de listado y operación de valores en el SIC y de acuerdo a lo estipulado en las Disposiciones de Carácter General aplicables al SIC de la CNBV, se consideran mercados extranjeros reconocidos por la Comisión, sin el requisito de solicitud previa, las bolsas de valores, en sus segmentos accionarios, que operen en los países que formen parte del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores y cuyas autoridades las consideren como mercado principal.

Bank y J.P. Morgan custodian por cuenta del INDEVAL todos los valores extranjeros negociados en el SIC. Los VEMEX, que pueden ser operados por cualquier Casa de Bolsa activa en el mercado de capitales mexicano, tienen las mismas características y similar liquidez que los valores extranjeros en su mercado de origen.

Para que cualquier inversionista pueda comprar en la BMV algún valor extranjero registrado en el SIC, puede contactar a su casa bolsa de preferencia en México. En caso de que no hubiera liquidez suficiente en el mercado local para satisfacer la compra de títulos, la Casa de Bolsa mexicana procederá a adquirir los títulos con el broker extranjero de su elección en su mercado de origen o en otro mercado reconocido; la compra de estos títulos extranjeros se liquidará en la cuenta de custodia que Deutsche Bank o J.P. Morgan mantienen en favor del INDEVAL. Una vez que los títulos extranjeros subyacentes hayan sido recibidos en la cuenta del custodio, este mismo dará aviso correspondiente al INDEVAL a fin de que se puedan acreditar estos títulos en la cuenta de la Casa de Bolsa local y esta a su vez al inversionista local.

Al mismo tiempo, cualquier inversionista interesado en vender los títulos adquiridos a través del SIC en la BMV podrá hacerlo a través una Casa de Bolsa en México. En el caso de que hubiera demanda de otro inversionista local por estos títulos se operará y liquidará como cualquier transacción local en la BMV. Sólo en el caso de que no hubiera demanda suficiente en el mercado local para estos títulos, la Casa de Bolsa procedería a vender estos mismos títulos con un broker extranjero en su mercado de origen o en otro mercado reconocido. Para tal fin, el INDEVAL debe notificar al custodio sobre la venta, entregando los títulos al comprador y abonando el efectivo proveniente de la venta.

Los inversionistas de títulos registrados en el SIC, reciben acceso a toda la información y hechos relevantes relacionados con los emisores a través del Sistema Electrónico de Comunicación con Emisoras de Valores (EMISNET) de la BMV.



## **2.15 Relación de la Bolsa Mexicana de Valores con el New York Stock Exchange.**

La bolsa de valores más importante a nivel mundial es la de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE) ya que en ella cotizan alrededor de 300 títulos de empresas foráneas<sup>23</sup>. Estas empresas pueden captar recursos a través de inversionistas que acuden a la NYSE mediante la venta de algunos títulos que representan acciones de las empresas: los American Depositary Receipt. Estos depósitos de retiro o ADR's, como se les conoce, no son estrictamente acciones, sino valores que se emiten a su amparo y que sólo confieren derechos patrimoniales a los tenedores.

Los ADR's aparecieron en el mercado financiero el 29 de Abril de 1927<sup>24</sup> cuando J.P. Morgan dio inicio al primer programa para una tienda minorista británica llamada Selfridges Provincial Stores Limited, esto se dio en respuesta a una ley que prohibía a las empresas británicas registrar sus acciones fuera de su país sin un agente de transferencia<sup>25</sup> británico.

Algunos de los beneficios que pueden tener las empresas extranjeras que cotizan en la NYSE a través de los ADR's son los siguientes: obtienen capital en forma rápida, fortalecen la bursatilidad de sus emisiones, tienen acceso al mayor número de inversionistas particulares e institucionales lo que hace que tengan un mercado líquido para sus acciones, amplían su capital social sin conceder el carácter íntegro de socio al que adquiere los depósitos, y se les facilitan las fusiones y adquisiciones a través de los títulos listados como moneda de adquisición<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> Bank of New York. Sitio Electrónico: [http://www.adrbnymellon.com/dr\\_directory.jsp](http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp). Fecha de Consulta: 20 de Agosto de 2011.

<sup>24</sup> Acevedo, Nicolás., Et. Al., "Generalidades de los ADRS: un estudio de caso sectorial para empresas de Colombia, México, Brasil y Chile", En: Ecos de Economía, No. 31, Medellín, Octubre de 2010, pp.66.

<sup>25</sup> Organización que mantiene registros y resuelve los problemas relativos a la transferencia, emisión, compra, venta o conversión de instrumentos, así como de enviar información y reportes a los accionistas, pagar dividendos y mantener los registros contables de la sociedad.

<sup>26</sup> Villegas Hernández, Eduardo; Ortega Ochoa, Rosa María; Sistema Financiero de México, Mc Graw Hill, México, 2002, pp. 152.

Al colocar los ADR's, las empresas emiten acciones en su país de origen y las depositan en una institución de depósito (banco custodio) que las "congela". Al amparo de estas acciones congeladas y a través de un fideicomiso, un banco norteamericano (banco depositario) crea los ADR's que se van a colocar en la bolsa extranjera, este mismo se encarga de custodiar los títulos, así como de ejecutar las operaciones ordinarias relacionadas con ellos, mientras que los títulos subyacentes (acciones) permanecen en su banco custodio del país de origen. El inversionista que compra un ADR no se convierte en socio, únicamente recibe los derechos patrimoniales, por lo que el capital que se confiere a la empresa por este medio se considera capital neutro.

La mayoría de las compañías mexicanas con ADR's han elegido para la administración de su fideicomiso al Banco de Nueva York (BONY), una institución enfocada a estos programas<sup>27</sup>.

En la Bolsa de Nueva York cotizan varias empresas mexicanas en la forma de American Depositary Receipts (ADR's), por eso es que tiene tanta influencia en el comportamiento de la Bolsa Mexicana de Valores.

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

Los ADR's pueden ser de dos tipos: patrocinados (sponsored) y no patrocinados (unsponsored). Los ADR's no patrocinados los emiten uno o varios bancos depositarios, mientras que los patrocinados son emitidos por un solo banco depositario que nombre la empresa emisora.

Según Escobar y Cuartas<sup>28</sup>, los ADR's no patrocinados se negocian por lo general en los mercados Over-the Counter (OTC). La creación de este tipo de ADR'S es propuesta por algún inversionista que desea ser accionista de la empresa en cuestión, la empresa objetivo de la emisión de los ADR se ve involuntariamente dentro del proceso, y a pesar de ser la

---

<sup>27</sup> Ramírez Tamayo, Zacarías, "NYSE, sueño de empresas mexicanas", En: El Universal, Lunes 09 de agosto de 2004.

<sup>28</sup> Escobar Gallo, Heriberto., Cuartas, Mejía., Vicente., "Diccionario Económico Financiero", 3ª Edición, Universidad de Medellín, 2006, pp. 18.

emisora de las acciones, no controla el programa de emisión de los ADR's. El inversionista paga al banco depositario todos los honorarios administrativos por el servicio y mantenimiento del programa. Por lo contrario, en una emisión patrocinada, la empresa emisora es quien asume estos costos, además de los pagos de dividendos al banco depositario.

A su vez, los ADR's patrocinados se dividen en tres niveles diferentes:

Nivel I: corresponde a emisiones no registradas en la Security Exchange Commission (SEC), por lo que los títulos se intercambian fuera de las bolsas y por tanto las compañías no están listadas en el NYSE. Se negocian en el mercado OTC al igual que los ADR's no patrocinados.

Nivel II: corresponde a emisiones que cotizan en bolsa, por lo tanto son más visibles a los inversionistas y, en teoría, son más bursátiles y tienen mayor liquidez. Por lo demás, tienen mayores obligaciones de información ante la SEC. Las empresas emisoras deben registrarse internacionalmente y cumplir con los principios contables generalmente aceptados de los Estados Unidos. Este nivel no implica un aumento de capital.

Nivel III: corresponde a emisiones que cumplen con los mismos requisitos de las del nivel II, sin embargo, en este nivel el capital aumenta dado que se hace una nueva emisión a través de una oferta pública. Los principales estándares que tienen que ver con la oferta pública son:

- Contar con una base de 5,000 accionistas y que cada uno posea al menos un lote (equivalente a 100 títulos).
- Mínimo de 2.5 millones de acciones en circulación.
- Que el importe de capital a colocar sea de al menos 100 millones de dólares.

Adicionalmente está la regla 144<sup>a</sup>, que consiste en una oferta privada primaria en la cual los ADR's no son listados en las bolsas estadounidenses, sino que los títulos son colocados entre inversionistas institucionales (Qualified Institutional Buys –QIBs), la emisión no está registrada en la SEC, y la divulgación de información se hace de acuerdo a la solicitud de

los inversionistas. Los ADR's emitidos bajo este programa sólo se pueden vender al público no institucional después de dos años de su colocación.

Un dato importante a considerar es que el valor de los ADR's no siempre es equivalente al valor de las acciones ordinarias en el mercado de origen, este ratio entre la acción y el ADR lo establece la empresa emisora con el fin de que la acción no se vuelva una "penny stock"<sup>29</sup> pues este tipo de acciones se consideran de alto riesgo dado que el éxito de una estrategia de inversión se basa en la información disponible para poder tomar las decisiones adecuadas, y para este tipo de acciones la información es mucho más difícil de encontrar ya que las empresas no están obligadas a presentar informes a la SEC, por lo que también tienen menor liquidez y muchas veces el diferencial entre su precio de compra y el de venta es muy grande, y los inversionistas se ven en la necesidad de sacrificar ganancias cuando requieren operar con este tipo de acciones aceptando el precio de la postura compradora o vendedora que exista al momento de hacer la transacción.

En el siguiente cuadro se muestra la equivalencia de los ADR's de empresas mexicanas listados en mercados extranjeros con las respectivas acciones ordinarias listadas en la BMV:

<b>Emisora</b>	<b>Símbolo</b>	<b>Mercado de Cotización</b>	<b>Proporción ADR: Ordinaria</b>	<b>Banco Depositario</b>
América Móvil - Series A	AMOV	NASDAQ	01:20	BONY
América Móvil - Series L	AMX	NYSE	01:20	BONY
Cemex	CX	NYSE	01:10	CITIBANK
Coca-Cola Femsá - L Shares	KOF	NYSE	01:10	BONY
Desarrolladora Homex	HXM	NYSE	01:06	CITIBANK
Empresas ICA	ICA	NYSE	01:04	BONY
Fomento Económico Mexicano	FMX	NYSE	01:10	BONY

<sup>29</sup> Una penny stock es aquella que se negocia a un precio relativamente bajo, generalmente a menos de un dólar, aunque pueden llegar a los 10 dólares por acción. Las acciones que se negocian en los mercados OTC se consideran penny stocks.

Continuación...

<b>Emisora</b>	<b>Símbolo</b>	<b>Mercado de Cotización</b>	<b>Proporción ADR: Ordinaria</b>	<b>Banco Depositario</b>
GRUMA - B Shares	GMK	NYSE	01:04	CITIBANK
Grupo Aeroportuario del Centro Norte	OMAB	NASDAQ	01:08	BONY
Grupo Aeroportuario del Pacífico	PAC	NYSE	01:10	BONY
Grupo Aeroportuario del Sureste	ASR	NYSE	01:10	BONY
Grupo Casa Saba	SAB	NYSE	01:10	BONY
Grupo Radio Centro	RC	NYSE	01:09	CITIBANK
Grupo Simec - B Shares	SIM	NYSE Amex	01:03	BONY
Grupo Televisa	TV	NYSE	01:05	BONY
Grupo TMM	TMM	NYSE	01:05	BONY
Industrias Bachoco	IBA	NYSE	01:12	BONY
Maxcom Telecomunicaciones	MXT	NYSE	01:07	BONY
Teléfonos de México - Series A	TFONY	NASDAQ	01:20	JP MORGAN
Teléfonos de México - Series L	TMX	NYSE	01:20	JP MORGAN

Fuente: 2011 The Bank of New York Mellon Corporation.<sup>30</sup>

<sup>30</sup> [http://www.adrbnymellon.com/dr\\_directory.jsp](http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp)

## Capítulo 3: Arbitraje Puro con Acciones.

### 3.1 Arbitraje Puro.

El arbitraje es uno de los conceptos más importantes de las finanzas modernas. Una oportunidad de arbitraje es una inversión que no requiere un flujo de salida neto del flujo de caja y que ofrece la posibilidad de obtener un rendimiento positivo.

Una operación de arbitraje puro se produce cuando dos activos iguales ofrecen el mismo rendimiento pero tienen precios diferentes en mercados diferentes. Ante esta situación, un arbitrajista compra el activo en el mercado donde se ofrece más barato y vende en corto<sup>31</sup> el activo en el mercado donde se ofrece más caro, estas dos operaciones se hacen de manera simultánea. Al hacer esto, se consigue un beneficio de inmediato y sin riesgo por el diferencial entre ambos precios. Se dice que el arbitraje no requiere de un flujo de salida neto pues los flujos de efectivo asociados a las posiciones compradora y vendedora se compensan entre ellas, con lo que el arbitrajista tiene la oportunidad de obtener una ganancia sin afectar su liquidez.

Existe otro tipo de arbitraje que se conoce como arbitraje especulativo, la principal diferencia entre el arbitraje puro y el arbitraje especulativo es que en el segundo se está negociando con valores diferentes que están estrechamente relacionados sin ser necesariamente iguales. El riesgo del arbitraje especulativo surge porque la relación entre los valores en cuestión puede cambiar en cualquier momento. Otra diferencia entre estos dos tipos de arbitraje es que el arbitraje puro se lleva a cabo de inmediato, es decir, la compra y la venta se hacen simultáneamente; mientras que el arbitraje especulativo puede tomar días, semanas e incluso meses. Este lapso de tiempo no es bueno porque a medida que pasa el tiempo para concertar la operación, hay más riesgo de que se dé un cambio en la relación de los valores sobre los que se hace el arbitraje. Cualquier transacción que implique retener un activo durante cualquier lapso de tiempo no se considera arbitraje

---

<sup>31</sup> Venta en corto es la práctica a través de la cual se vende un valor que no se posee en el momento de la transacción.

puro, ya que cuando el activo es retenido durante cualquier lapso de tiempo, se introduce riesgo en la transacción. Por lo tanto, a diferencia de lo que ocurre con el arbitraje puro, el arbitraje especulativo no tiene la fuerza suficiente para corregir todas las fuentes que provoquen el desfase en los precios en los diferentes mercados. Además, es posible que sea el propio arbitraje especulativo el que contribuya a que se produzca ese desfase en los precios<sup>32</sup>.

Debido a que en el presente trabajo se pretende relacionar el concepto de arbitraje con la eficiencia en los mercados financieros, se dejará a un lado el arbitraje especulativo para profundizar en las operaciones de arbitraje puro con acciones.

En el mundo de los economistas de mercado perfectos, las oportunidades de arbitraje se descartan si damos por cierta la suposición de que en los mercados donde el comercio es libre, los bienes iguales tienen el mismo precio en cualquier parte del mundo si son expresados en la misma moneda, este principio se conoce como Ley de Precio Único<sup>33</sup>. Esta ley es comúnmente atribuida a William S. Jevons (1835-1882) a la que él llama la "ley de indiferencia entre bienes de la misma calidad", pero puede rastrearse hasta Germiniano Montanari (1633-1687), quien en su formulación utilizó la analogía de los "vasos comunicantes" de Torricelli para explicar que de no haber un precio único, habría fuerzas tendientes a modificar las condiciones del mercado y a equilibrar los precios dispares. La analogía de los vasos comunicantes explica que si dos recipientes comunicados forman un sistema cerrado que contiene un único líquido, cualquier punto de la superficie del líquido tiende a estar al mismo nivel. Si esto no fuera así en un momento dado del tiempo, el teorema de Evangelista Torricelli (1608-1647) permitiría modelar la dinámica resultante y mostrar que existe una tendencia hacia la igualación de los niveles<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Pickford, James; "Máster en inversiones: la guía completa sobre inversiones", Ediciones Deusto, Barcelona, 2004, pp. 322.

<sup>33</sup> Díez de Castro, Luis T; Medrano, María Luisa; "Mercados Financieros Internacionales", Ed, Dykinson, Madrid, 2007, pp. 41.

<sup>34</sup> Gorno, Leandro., Rodríguez, Eduardo., "La Ley del Precio Único y la Dinámica de los Mercados. Algunos procesos simples de difusión de precios con agentes adaptativos", Facultad de Ciencias Económicas Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, Octubre, 2004, pp. 2. Sitio electrónico:

En el mundo real, la Ley del Precio Único es difícil de cumplirse de forma natural y sin intervención de los agentes económicos ya que existen factores modificadores de los precios como son: costos de transacción, barreras arancelarias, tasas, impuestos, diferencias fiscales entre países, etc. La existencia de arbitrajistas que compiten entre sí por capturar los posibles rendimientos por diferencias en precios asegura que el precio de un activo determinado sea prácticamente igual en todos los mercados financieros en donde cotiza, cumpliendo así con la Ley del Precio Único. Es por esto que la labor de estos arbitrajistas es fundamental para que los mercados financieros lleguen a ser eficientes ya que cuando las oportunidades de arbitraje se agotan se puede decir que el mercado ya es eficiente.

### **3.2 La Eficiencia en el Mercado de Capitales.**

El concepto de eficiencia en los mercados de capitales se logra cuando los precios del mercado reflejan toda la información disponible y se ajustan rápidamente a los nuevos datos que puedan surgir, de modo que los precios son justos<sup>35</sup>. La idea de que los mercados de capitales son perfectos puede ser difícil de aceptar en un principio, sin embargo, partiendo de este supuesto, podemos entender que los inversionistas no pueden obtener de manera consistente rendimientos altos, a menos que esto se deba a circunstancias casuales y fortuitas.

Existen tres tipos de información que pueden afectar a los precios de los activos:

1. Información de precios históricos.
2. Información pública disponible.
3. Información privada.

---

<http://www.elautomataeconomico.com.ar/download/TP-2004/Gorno-Rodriguez-UnicoPrecioMercados.pdf>

<sup>35</sup> Emery, Douglas R., Stowe, John D., Finnerty, John D., "Fundamentos de administración financiera", Prentice Hall, México, 2000, pp. 42.



A su vez, se distinguen tres formas de eficiencia de los mercados de capitales propuestas por Eugene Fama (1939-) quien es el padre de la Hipótesis de eficiencia de los mercados, donde cada nivel refleja la información que es contenida en el precio:

1. Eficiencia en forma débil: esta hipótesis se cumple cuando el precio actual de algún valor refleja toda la información contenida en la serie histórica de precios de dicho valor. Los inversionistas no pueden obtener rentabilidades superiores a las del promedio del mercado analizando dichas series puesto que todos los participantes del mercado explotan las señales que éstas pueden mostrar. Si se logra conseguir un rendimiento superior se deberá exclusivamente al azar.

A este tipo de eficiencia se relaciona el análisis técnico, que es el proceso de analizar los precios históricos de un valor con el objetivo de determinar los precios futuros probables a través del uso de gráficos que indican los cambios de tendencia en precios que han tenido los valores<sup>36</sup>. Los inversionistas dan por hecho que el mercado no es eficiente en forma débil, por lo que dedican sus esfuerzos a encontrar estas posibles ineficiencias y así obtener rendimientos superiores a la media del mercado.

2. Eficiencia en forma semi-fuerte: se cumple esta hipótesis cuando los precios reflejan toda la información de precios históricos además de la información pública disponible acerca de la empresa o de su entorno, por ejemplo: estados financieros de la empresa, anuncios de dividendos, balances anuales o trimestrales, etc.

A la eficiencia semi-fuerte se le relaciona con el análisis fundamental, el cual consiste en analizar las condiciones económicas, industriales e internas de la empresa para determinar el valor de sus acciones. Los inversionistas suponen que el mercado es ineficiente en forma semi-fuerte para poder encontrar las posibles ineficiencias y ganarle al mercado obteniendo mayores rendimientos.

---

<sup>36</sup> Achelis, Steven B.; "El análisis técnico de la A a la Z", Valor Editions, Barcelona, 2004, pp. 23.

3. Eficiencia en forma fuerte: esta hipótesis se cumple cuando los precios reflejan absolutamente toda la información que existe acerca del valor de un activo, ya sea pasada, pública o privada. Esto incluye hasta el último dato conocido por cualquier persona en cualquier lugar del mundo que tenga algo que ver con el valor del activo. Según la hipótesis de eficiencia en forma fuerte, ninguna persona podrá ganarle al mercado o tener rendimientos superiores al de la media sólo por azar.

Para que un mercado sea eficiente es necesario que los participantes en dicho mercado den por hecho que no existe la eficiencia, con el fin de que realicen análisis de la información en busca de oportunidades de rendimientos superiores y de esta forma la competencia entre ellos asegure que los precios de los títulos reflejan toda la información. En otras palabras, si los analistas pensaran que los mercados financieros son eficientes y renunciaran a hacer sus análisis, el mercado sería completamente ineficiente, ya que los mercados se aproximan a la eficiencia cuando los participantes en los mismos creen que no son eficientes y compiten buscando esa ineficiencia que los hará ganar una mayor rentabilidad que el promedio de los inversionistas, ya que existe información privilegiada que proporciona ventaja en un momento dado.

### **3.3. Oportunidades de Arbitraje.**

Se han realizado estudios sobre acciones doblemente listadas en los que se ha demostrado que el precio de acciones extranjeras que cotizan en un mercado diferente al local tiende a variar más ante cambios en los índices de las bolsas en que se cotizan, que ante cambios en su acción subyacente. Froot y Dabora (1999)<sup>37</sup> encontraron que acciones gemelas negociadas en diferentes mercados se relacionaban más con el movimiento del mercado en que se negocian que con su acción gemela, esto a pesar de la integración de los mercados. A su vez, Gagnon y Karolyi (2003)<sup>38</sup> concluyeron de igual forma que las acciones se encuentran más correlacionadas con los mercados en que se negocian, que

---

<sup>37</sup> Froot, K. A. y Dabora, E., "How are stock prices affected by the Location Trade?", En: Journal of Financial Economics, No. 53, 1999, pp. 2.

<sup>38</sup> Gagnon, Louis., Karolyi, George A., "Multi-Market trading and Arbitrage", En: Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 97, No. 1, Julio 2010, pp. 29.

con el comportamiento de la empresa y de su mercado local, lo que hace que muchas veces en estas acciones se presenten diferencias significativas de precio que dan oportunidad a las operaciones de arbitraje.

La BMV tiene un comportamiento similar al mercado bursátil estadounidense, específicamente al del índice Dow Jones<sup>39</sup>. Esto es importante destacarlo para entender que los diferenciales en precio que dan lugar a las operaciones de arbitraje entre la BMV y el NYSE no son muy grandes ni frecuentes. Cuando un inversionista descubre una oportunidad de arbitraje y hace las transacciones necesarias para aprovecharla, otros inversionistas también se percatan de esta oportunidad y los precios del activo en los dos mercados se equilibran, aumentando el precio en el mercado donde era más barato y disminuyendo el precio del mercado en donde era más caro, es por esto que la existencia de arbitrajistas asegura que los precios de un activo no difieran mucho entre los distintos mercados en los que se encuentra listado. Además, hay que tomar en cuenta que los arbitrajistas no sólo compiten entre ellos por capturar ese diferencial de precios, sino que existen muchos otros inversionistas que adquieren o venden activos simplemente porque se sienten atraídos por el rendimiento que puedan obtener sin estar necesariamente a la caza de una oportunidad de arbitraje, este hecho hace que las oportunidades de arbitraje sean aún menores.

Cabe destacar que no todo diferencial en precios es una oportunidad de arbitraje, existen otros factores que ayudan a determinar si un diferencial de precios puede reflejar un rendimiento positivo para el arbitrajista o no, como son los costos de transacción. Vale la pena efectuar una operación de arbitraje cuando los costos de transacción son menores al diferencial en precio de los activos financieros entre mercados. De igual forma que en los activos físicos, podemos distinguir costos fijos y variables en los activos financieros.

Los costos de transacción por la compra-venta de activos financieros son muy bajos en comparación con los costos de transacción de activos físicos por dos principales razones: la

---

<sup>39</sup> Índice que representa el comportamiento de los precios de las treinta acciones más representativas de Estados Unidos, en la Bolsa de Valores de Nueva York.

diferencia física y el tamaño de mercado. Cuando se hacen transacciones con activos financieros no es necesario transportar a diferentes lugares los activos, esto se hace electrónicamente por lo que el costo es mínimo. De igual forma, al realizarse diariamente una cantidad enorme de transacciones, los costos de transacción fijos son menores por transacción, por lo que pueden repartirse entre más transacciones.

En la práctica, los costos fijos que se pudieran tener al realizar una operación de arbitraje no se consideran como factor de decisión para saber si es rentable o no realizar la operación, esto se debe a que cualquier costo fijo en el que se tenga que incurrir por realizar este tipo de operaciones no es significativo ya que las instalaciones, líneas de comunicación y personal que realiza este tipo de actividades en una Casa de Bolsa no son específicamente contratadas para realizar estas operaciones debido a que no son muy frecuentes. En lo que se refiere a los costos variables, estos surgen en el momento de la liquidación de las operaciones de arbitraje, estos se manifiestan en las siguientes formas:

1. Comisiones que deben pagarse al custodio de los valores en el extranjero.

Los montos a los que ascienden las comisiones por este tipo de operación son los siguientes<sup>40</sup>:

- \$20.00 USD por cada operación de arbitraje menor a 1,000 títulos.
- \$0.02 USD por acción en operaciones mayores a 1,000 títulos.

Cabe mencionar que estas comisiones se aplican por emisora, por ejemplo, si se hacen tres operaciones de arbitraje de tres diferentes emisoras, la comisión mínima será \$60.00 USD por las tres operaciones.

2. La comisión que debe pagarse al intermediario extranjero con el que se pactan las operaciones de compra-venta,

---

<sup>40</sup> Bulltick Capital Markets. Sitio electrónico: [www.bulltick.com](http://www.bulltick.com). Fecha de consulta: 29 de Junio de 2011.

3. La Securities & Exchange Commission Fee o SEC Fee, que es una tarifa impuesta a todas las ventas de títulos de renta variable en los Estados Unidos como un costo de transacción adicional que se utiliza para compensar al gobierno por todos los costos asociados con la supervisión y regulación del mercado de valores en dicho país. A partir del inicio del año fiscal 2011, esta cuota fue evaluada a una tasa de \$0.0000192 USD por cada \$1.00 USD de ganancia por la venta de los títulos<sup>41</sup>.

Los diferenciales de precios de los activos financieros son pequeños a causa de los costos de transacción relativamente bajos y la fuerte competencia entre los arbitrajistas, es precisamente este hecho el que refleja la eficiencia de los mercados de capitales.

### **3.4 Flujo Operativo del Arbitraje Accionario.**

Como ya se mencionó anteriormente, para poder llevar a cabo el arbitraje accionario se requiere que un mismo valor cotice en dos bolsas diferentes. Gracias a que muchas empresas de países emergentes han efectuado colocaciones de sus acciones tanto en sus bolsas locales como en los mercados desarrollados en forma de ADR's, en la actualidad pueden realizarse operaciones de arbitraje con una gran variedad de acciones de empresas de prácticamente todo el mundo.

En México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores es la institución responsable de mantener el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), en el que se inscriben los intermediarios bursátiles y todo valor negociado en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). De esta manera, a través de la sección "Mercado Global" de la BMV, se pueden realizar operaciones de arbitraje con acciones de empresas mexicanas que se encuentren listadas en el RNVI y que cuenten con su respectivo ADR en Estados Unidos, o con empresas internacionales que coticen tanto en su mercado local como en otros mercados reconocidos, como por ejemplo en la Bolsa Mexicana de Valores y el New York Stock Exchange (NYSE).

---

<sup>41</sup> Interactive Brokers. Sitio Electrónico: <http://ibkb.interactivebrokers.com/node/1736>. Fecha de consulta: 28 de Agosto de 2011.

El principal patrocinador de valores del Sistema Internacional de Cotizaciones en la BMV es Deutsche Securities S.A de C.V Casa de Bolsa, el cual en común acuerdo con la BMV, realiza la selección y listado de los Valores Extranjeros para Inversionistas Mexicanos (VEMEX) en base al interés y requerimientos específicos manifestados por el mercado y sus participantes. En la actualidad se cuenta con un total de 333 acciones listadas en el SIC desde mayo de 2003 hasta julio de 2011<sup>42</sup>.

Deutsche Bank New York es el custodio de la SD INDEVAL para todos los valores listados en el Mercado Global por parte de Deutsche Securities, de esta forma, Deutsche Bank recibe y liquida en su cuenta en DTC (u otro depositario internacional en favor de la SD INDEVAL) los títulos subyacentes en el mercado de origen de las acciones listadas y operadas en el Mercado Global BMV.

Por lo que se refiere a la negociación de valores extranjeros listados en el SIC, pueden llevarse a cabo de dos formas: se pueden concertar operaciones en la BMV en moneda local a través del sistema de negociación Sentra Capitales, o pueden concertarse directamente en el mercado de origen o en otro mercado reconocido en donde coticen a través de un intermediario extranjero. De igual forma, para el caso de los ADR's, se puede negociar la acción mexicana en la BMV o en el NYSE a través de su ADR equivalente. Lo anterior es lo que permite el desarrollo de operaciones de arbitraje por parte de los intermediarios bursátiles.

Cuando se realizan compras de ADR's o de acciones listadas en el SIC fuera del país de origen, siempre deben inhabilitarse los títulos en el mercado de origen para que de esta forma, el número total de títulos en circulación de las emisoras no aumente artificialmente. En el caso específico de los ADR's, el intermediario o broker extranjero debe solicitar a la institución depositaria (INDEVAL, en México) que retire de circulación las acciones que se han adquirido en el extranjero (porque servirán de base para crear los ADR's en Nueva

---

<sup>42</sup> Bolsa Mexicana de Valores. Sitio electrónico:

[http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV\\_mercado\\_global](http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_mercado_global). Fecha de consulta: 28 de Agosto de 2011.

York) y que instruya a un banco depositario<sup>43</sup> en Manhattan que realice la creación de los ADR's y los entregue al corredor extranjero para que éste, a su vez, pueda efectuar la liquidación correspondiente a la venta. Estos ADR's se tienen que crear porque se trata de recibos que no estaban en circulación en Nueva York, y por lo mismo se tienen que activar para que se pueda liquidar la venta que se ha efectuado en la NYSE.

En el presente trabajo nos limitaremos a tratar las operaciones que se hacen con acciones de empresas tanto mexicanas como internacionales que coticen en la BMV y en el NYSE, ya que, a pesar de que las acciones de empresas extranjeras puedan obtenerse en el propio mercado local de la empresa extranjera, es necesario contar con un corredor en el país al que pertenece ese mercado a través del cual se ejecuten las órdenes de compra o venta de los inversionistas, y cada contrato con cada corredor representa un gasto que se vuelve innecesario si consideramos que la mayoría de las empresas extranjeras que cotizan en la BMV a través del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) también cotizan en el NYSE.

---

<sup>43</sup> Un banco depositario se encarga de crear o cancelar los ADR's a petición de algún intermediario. Puede ser cualquier banco comercial autorizado para tal efecto. Los principales bancos depositarios en Estados Unidos son: Citibank, JP Morgan, Deutsche Bank y el Banco de Nueva York (BONY).

### 3.4.1 Compra de acciones en México/ Venta de ADR's en NY:

Se da este caso cuando el precio de los títulos es menor en la bolsa local que en el extranjero. El flujo de compra-venta que implica la creación de ADR's y la inhabilitación de acciones se ilustra con la siguiente figura:



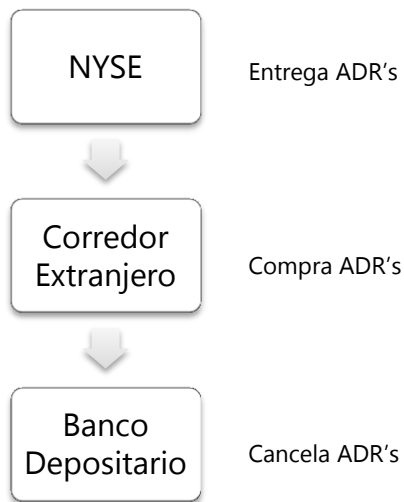
1. Cuando se realiza la compra de acciones en México, al momento de la liquidación la Contraparte Central de Valores (CCV) en la BMV traspasa las acciones a la cuenta en INDEVAL del intermediario mexicano que realiza la compra, posteriormente el custodio congela los títulos en cuestión.
2. El banco depositario, que es el responsable de las acciones de la empresa en el país extranjero, recibe el aviso de creación de ADR's, los cuales entrega al corredor extranjero para su venta en la NYSE.



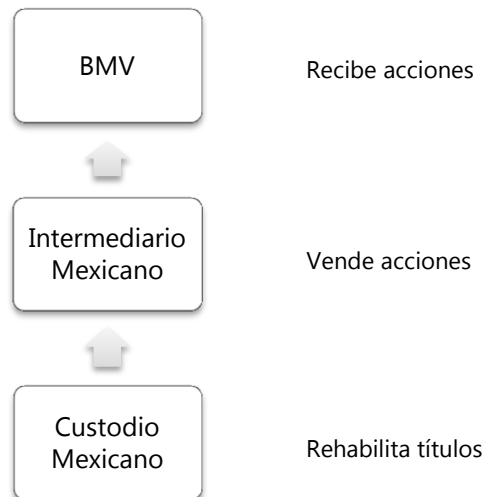
### 3.4.2 Compra de ADR's en NY/ Venta de acciones en México:

Se da este caso cuando el precio de los títulos es menor en el extranjero que en la bolsa local. El flujo de compra-venta que implica la cancelación de ADR's y la habilitación de acciones se ilustra con la siguiente figura:

#### 1. Compra de ADR's

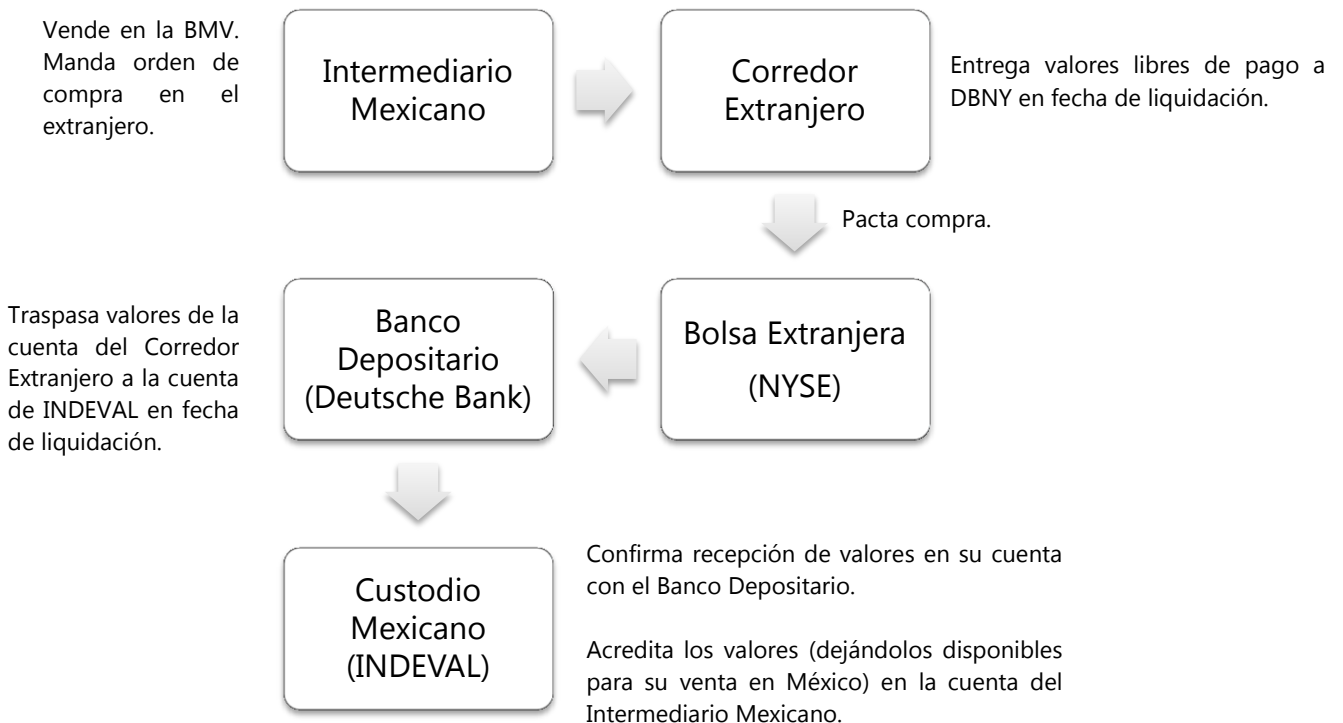


#### 2. Venta de acciones



1. A la fecha de liquidación, el corredor extranjero que actúa por cuenta del intermediario mexicano entrega los ADR's que adquirió en la NYSE al banco depositario, al cual le solicita su cancelación ya que se van a activar en México para que el intermediario mexicano pueda liquidar su venta.
2. El banco depositario cancela los ADR's y da aviso al custodio mexicano para que libere las acciones porque de lo contrario se reduciría artificialmente el número de los títulos en circulación del emisor. Las acciones ya activadas se depositan en la cuenta del INDEVAL del intermediario mexicano para que éste las entregue a la Contraparte Central de Valores (CCV) en la BMV como resultado de la venta en México.

### 3.4.3 Compra de VEMEX en el extranjero/ Venta en México



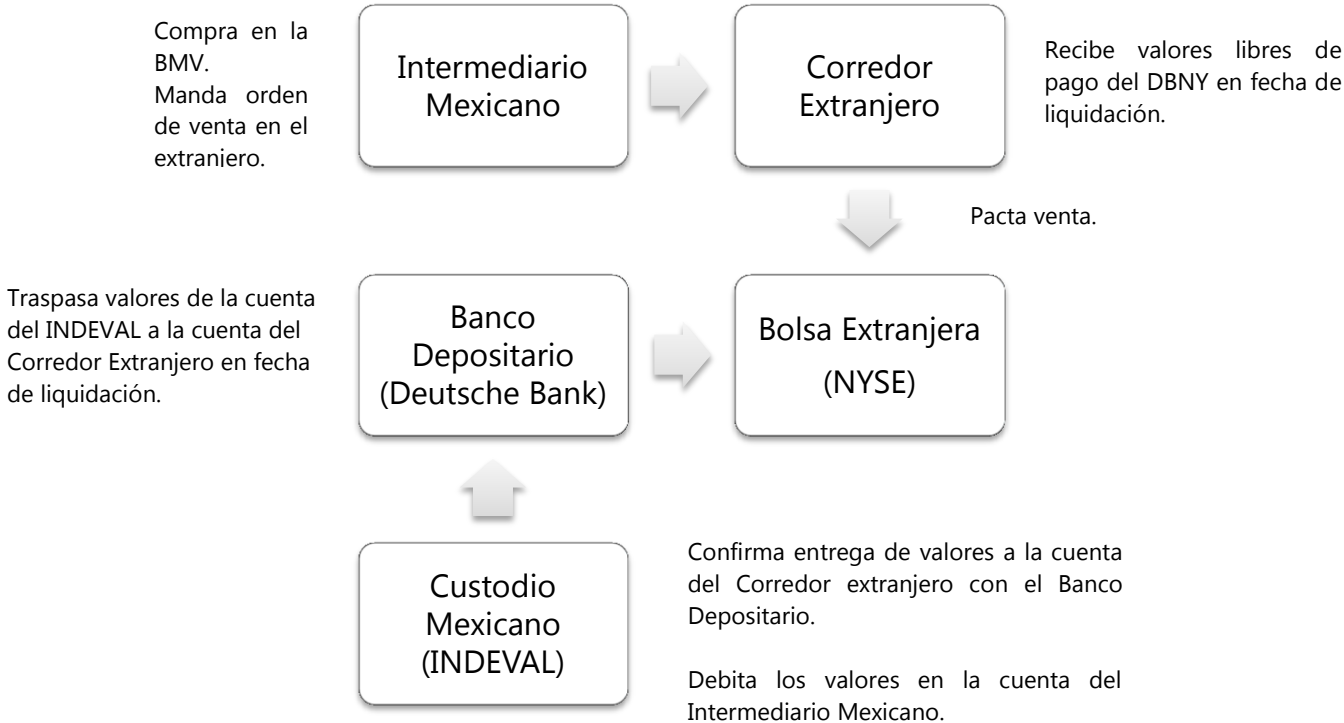
Al realizarse una compra de un VEMEX en el extranjero que corresponda con una venta en México, lo primero que debe hacer el intermediario mexicano es mandar una orden de compra al corredor extranjero que actuará en su nombre con la bolsa del país extranjero (NYSE), al mismo tiempo, el intermediario mexicano debe dar aviso a través del Sistema Electrónico de Comunicación con Emisoras de Valores (EMISNET) al custodio mexicano (INDEVAL) y a la BMV para que tengan conocimiento de la compra que se va a realizar. En la fecha de liquidación, el intermediario mexicano instruye al custodio mexicano (INDEVAL) una recepción libre de pago a través del Módulo del SIC, dicha instrucción debe contener las mismas características de la operación acordada con el corredor extranjero, éste a su vez envía los títulos representados por VEMEX como una entrega libre de pago a la cuenta del banco depositario (Deutsche Bank) en el depositario internacional (DTC) según se indica:

Deutsche Bank AG, New York Branch Custodian Re: [VEMEX]  
c/o Depositary Trust Company  
DTC # 2690 AC 153-02198-13  
Attn: VEMEX Depositary  
Telephone: 212-250-3723 Facsimile: 212-797-7375

El banco depositario confirma la recepción de valores al custodio mexicano a través de un mensaje SWIFT<sup>44</sup> y hace un traspaso de los valores de la cuenta del corredor extranjero a la cuenta del custodio mexicano (INDEVAL).

Al recibir la confirmación de recepción de valores por parte del banco depositario, el custodio mexicano acredita los valores en la cuenta del intermediario mexicano, el cual a partir de este momento ya cuenta con la posición de estos valores para entregarlos en el mercado mexicano conforme a la venta que pactó en éste, la que se liquida únicamente traspasando los valores entre cuentas del custodio mexicano (de la cuenta del vendedor a la cuenta del comprador).

**3.4.4 Compra de VEMEX en México/ Venta en el extranjero**



<sup>44</sup> SWIFT (del inglés: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, es decir, *Sociedad para las Comunicaciones Financieras Interbancarias Internacionales*) es una organización que tiene a cargo una red internacional de comunicaciones entre entidades financieras con un lenguaje común para las transacciones financieras.

Al realizarse una venta de un VEMEX en el extranjero que corresponda con una compra en México, lo primero que debe hacer el intermediario mexicano es mandar una orden de venta al corredor extranjero que actuará en su nombre con la bolsa del país extranjero. En la fecha de liquidación, el intermediario mexicano recibe los títulos por la compra realizada en México, una vez que los tiene en posición instruye al custodio mexicano (INDEVAL) una entrega libre de pago<sup>45</sup> a través del módulo SIC, dicha instrucción debe contener las mismas características de la operación acordada con el corredor extranjero, el cual debe aceptar la recepción de títulos.

El custodio mexicano debita los títulos de la cuenta del intermediario mexicano y confirma con el banco depositario (Deutsche Bank) la entrega de los valores a su cuenta en el depositario internacional (DTC). El banco depositario recibe los títulos a su cuenta del depositario internacional y los traspasa de la cuenta del custodio mexicano (INDEVAL) a la cuenta del corredor extranjero. El corredor extranjero cuenta, a partir de este momento, con la posición de los títulos para cumplir con la entrega a la bolsa extranjera, la cual se liquida con un traspaso de los valores entre cuentas del depositario internacional (de la cuenta del corredor extranjero a la cuenta del comprador).

Cabe mencionar que los flujos descritos anteriormente únicamente detallan el movimiento de valores entre las instituciones financieras involucradas en el proceso para la liquidación de las operaciones, sin embargo, el traspaso de efectivo se realiza en una forma alterna a este flujo de acciones. Las operaciones que se realizan en los mercados locales implican la entrega de títulos contra pago<sup>46</sup>, sin embargo, cuando un intermediario mexicano decide vender valores en el extranjero, es acreedor a un monto de dinero en la moneda del país extranjero el cual le hace llegar su corredor extranjero; y al contrario, cuando un intermediario mexicano decide comprar valores en el extranjero, deberá enviar un monto

---

<sup>45</sup> Entrega libre de pago (FOP: Free of payment, en inglés) es el procedimiento a través del cual se realiza la entrega de títulos sin recibir importe en efectivo simultáneamente.

<sup>46</sup> Entrega contra pago (DVP: Delivery versus payment, en inglés) es el procedimiento a través del cual la compensación y la liquidación de una operación se realizan simultáneamente y de forma inseparable.

de dinero en la moneda del país extranjero a su corredor extranjero para que éste realice la compra de los valores en su nombre.

### **3.5 La Variable Clave de las Operaciones de Arbitraje: el Tipo de Cambio.**

En el proceso de las operaciones de arbitraje, además de los participantes ya mencionados, entra en juego un mercado financiero que es de suma importancia para que la operación de arbitraje se realice con éxito, y éste es el mercado de divisas, a través del cual se pacta la compra o venta de divisas derivadas de la venta o compra de valores en el extranjero, respectivamente.

La operación de compra o venta de divisas debe pactarse en el mismo momento en que se pacta la operación de arbitraje, ya que la variable clave en la operación de arbitraje es el tipo de cambio<sup>47</sup>, a través del cual se podrá definir si un valor es más barato en un mercado o en otro.

El tipo de cambio resulta tanto o más importante que los precios de cotización de las acciones o los ADR's en los diferentes mercados, un pequeño movimiento en el tipo de cambio puede hacer que la oportunidad de arbitraje desaparezca o, en su defecto, que disminuya a tal nivel que ésta deje de ser atractiva para el arbitrajista, quien además de los precios de cotización y el tipo de cambio considera las comisiones que debe pagar al corredor extranjero y al banco depositario.

Todo tipo de productos que se comercian en mercados internacionales se enfrentan al problema de las diferentes unidades monetarias que se usan como valor estándar en cada país. Desafortunadamente, el mercado de divisas implica un riesgo que ha estado presente durante años en los mercados financieros debido a los frecuentes cambios de las diferentes unidades monetarias, de hecho, el riesgo cambiario de divisas es uno de los riesgos más significativos en el sistema financiero internacional.

Reducir el riesgo cambiario ha sido un objetivo permanente de los gobiernos desde hace siglos. En el pasado, se ha recurrido a fijar el valor de las monedas a activos reconocidos

---

<sup>47</sup> Tipo de cambio: precio de una moneda en términos de otra.

por tener un atractivo y valor universal, como fue el caso del patrón oro. Sin embargo, las restricciones a la disponibilidad del oro y los costos de transacción, así como la falta de flexibilidad en las monedas de los diferentes países y sus políticas económicas individuales, condujeron a un esquema mucho más flexible, al que nos referimos hoy en día como sistema cambiario de flotación administrada, en el cual cada país o zona económica elige su propio patrón de moneda, teniendo en cuenta su propio bienestar.

Bajo este modelo, los valores de las monedas internacionales dependen principalmente de las fuerzas de oferta y demanda en el mercado, es decir, se tienen tipos de cambio flexibles (flotantes)<sup>48</sup>, sin embargo, dado que los precios de la moneda se han vuelto significativamente más volátiles y los riesgos de la compra y venta de divisas han aumentado notablemente en los últimos años, las autoridades del banco central de cada país están dispuestas a intervenir en caso de que haya variaciones súbitas del tipo de cambio.

En México, el tipo de cambio peso/dólar se determina libremente en el mercado, esto es, bajo un régimen cambiario de libre flotación. La Comisión de Cambios, la cual está integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y del Banco de México, y es la responsable de la determinación de la política cambiaria del país, puede facultar al Banco de México para llevar a cabo operaciones en el mercado cambiario si ésta lo considera necesario<sup>49</sup>.

Según Brull (2007)<sup>50</sup>, el mercado de divisas (FOREX por su nombre en inglés: Foreign Exchange Currency Market), es el mercado más rápido, más líquido y de mayor crecimiento en el mundo financiero moderno. A diferencia de otros mercados financieros, el FOREX no cuenta con una localización física o una Bolsa centralizada de operaciones, es un mercado

---

<sup>48</sup> Tipo de cambio flexible o flotante: aquel en el que todas las fluctuaciones de la demanda y de la oferta cambiaria se acomodan a través de variaciones en el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda local sin que la autoridad monetaria se comprometa a mantener un tipo de cambio determinado.

<sup>49</sup> Banco de México. Sitio Electrónico: <http://www.banxico.org.mx/portal-mercado-cambiario/material-educativo>. Fecha de consulta: 18 de Septiembre de 2011.

<sup>50</sup> Brull, Hugo Rodolfo., "El Mercado de Valores globalizado. Al alcance de todos", Editorial Dunken, Buenos Aires, 2007, pp. 97.

considerado "over-the-counter"<sup>51</sup>, en el cual compradores y vendedores de todos los países se encuentran para realizar sus transacciones.

El mercado FOREX es informal en sus operaciones sin requisitos especiales para sus participantes, opera por teléfono, por Internet o a través de una red electrónica de Bancos. La ausencia de un lugar de intercambio físico permite al mercado cambiario operar las 24 horas del día, abarcando diferentes zonas horarias a través de los centros financieros más importantes. Las transacciones diarias superan varios trillones de dólares.

Los tipos de operaciones que pueden contratarse dentro del mercado FOREX son las operaciones al contado o "spot" y las operaciones a plazo o "forward".

Las operaciones al contado o spot son aquellas en las que el tiempo que transcurre desde la contratación de la operación hasta el momento de su liquidación no supera los dos días hábiles, mientras que las operaciones a plazo o forward son aquellas cuya negociación se realiza hoy y la entrega o recepción de las divisas se realiza en un plazo superior a los dos días hábiles después de haberse efectuado la negociación, las características contractuales y la fecha de liquidación se pactan en el momento de la contratación.

Las operaciones forward presentan tres características principales:

1. Vinculan la compra o la venta de una determinada cantidad de divisa a cambio de otra.
2. Las características del contrato se firman a fecha de hoy, donde se determina el tipo de cambio que se aplicará. Generalmente este tipo de cambio es distinto al spot.
3. La entrega o recepción de las divisas se realiza a una fecha futura al tipo de cambio determinado en la fecha del contrato.

Según Brun, et. al. (2008)<sup>52</sup>, las operaciones a plazo representan aproximadamente el 70% del total de las operaciones del mercado FOREX.

---

<sup>51</sup> Over-the-counter: es el término que se utiliza para denominar a todas aquellas operaciones o productos que se negocian fuera de una Bolsa organizada de valores, es un mercado secundario o extrabursátil.

Es importante señalar que el tipo de cambio al que se realizan estas operaciones, ya sean spot o forward, puede variar dependiendo del banco o casa de cambio con que se pacte la operación, esto es debido a que estas instituciones realizan operaciones al menudeo y los precios de éstas dependen de sus costos de transacción y las condiciones de competencia que existan entre ellas.

Es decir, cuando una institución vende divisas a sus clientes, cobra un tipo de cambio (minorista) basado en el tipo de cambio interbancario (mayorista) que tiene que pagar al comprar las divisas más un margen de ganancia bruta que compensa a la institución cambiaria por sus servicios.

Asimismo, el tipo de cambio en cada una de las dos modalidades anteriores (spot o forward) se expresa en forma dual, es decir el precio de compra y el precio de venta. El tipo de cambio de compra se refiere al precio que el banco o la casa de cambio están dispuestos a pagar por una unidad de divisa, mientras que el tipo de cambio de venta es el precio por el cual el banco o la casa de cambio están dispuestos a vender una unidad de divisa. La diferencia entre estas dos cotizaciones es el margen (spread), que varía según el tamaño de la transacción y la liquidez con que se cuente sobre las monedas intercambiadas. En todo momento el tipo de cambio de compra de una divisa será menor que su tipo de cambio de venta. El spread debe cubrir los costos del banco o la casa de cambio al realizar el intercambio de divisas. El uso de esta cotización dual permite a los bancos y casas de cambio obtener utilidades de las transacciones de divisas en el mercado spot y forward cuando el spread es mayor a sus costos de transacción.

Cuando se realizan operaciones de arbitraje, en la mayoría de los casos se recurre a las operaciones de divisas en su modalidad forward, esto es debido al tiempo de liquidación de las operaciones del Mercado de Valores en México que es de T+3. En algunos casos se recurre a la modalidad spot, pero esto ocurre únicamente cuando se tienen condiciones especiales en la liquidación como veremos más adelante.

---

<sup>52</sup> Brun Xavier, et. al., "Mercado de renta variable y mercado de divisas. Las bolsas de valores: mercados de rentas variables y de divisas y las formas de analizarlo", En: Colección Manuales de Asesoramiento Financiero, No. 8, Ed. Profit, Barcelona, 2008, pp. 169.



### **3.5.1 Factores que afectan al tipo de cambio.**

El tipo de cambio de cualquier moneda extranjera depende de una multitud de factores que reflejan las condiciones económicas y financieras en el país emisor de la moneda.

Según Rose (2003)<sup>53</sup>, son tres los principales factores que afectan el tipo de cambio de un país:

1. Estado de la balanza de pagos:

La balanza de pagos de cada país es una de las fuentes de información más utilizadas con respecto a los flujos de fondos, de bienes y servicios. Este informe estadístico anual muestra un resumen de todas las transacciones económicas y financieras entre los residentes de una nación y el resto del mundo durante un período específico de tiempo. Las principales transacciones en las cuentas de la balanza de pagos son: las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, los ingresos de las inversiones realizadas en el extranjero, los préstamos del gobierno y los gastos militares en el extranjero, así como los flujos de capital entre las naciones.

En un sentido estadístico, una balanza de pagos siempre debería estar en equilibrio ya que se utiliza la contabilidad en partida doble. Es decir, toda transacción internacional tiene dos lados equivalentes, un cargo y un abono. Si sumamos todos los cargos como cifras positivas y todos los abonos como negativas, el resultado neto será cero, ya que el total de cargos siempre debe ser igual al total de abonos y por lo tanto, no debería existir déficit ni superávit.

Si bien, por definición, la balanza de pagos siempre debe estar en equilibrio, esto no quiere decir que una o varias de sus subcuentas siempre lo estén. Por ejemplo, el total de las exportaciones puede estar balanceado o no con el total de las importaciones. Cuando hablamos de un superávit o un déficit en la balanza de pagos, nos referimos a subcuentas particulares, no a su valor total.

---

<sup>53</sup> Rose, Peter S., "Money and Capital Markets", 8ª Edición, McGraw-Hill, New York, 2003, pp. 707.

Cuando un país sufre un déficit en su balanza de pagos, se convierte en un demandante neto de monedas extranjeras y se ve forzado a vender cantidades sustanciales de su propia moneda para pagar las importaciones de bienes y servicios del extranjero. Por lo tanto, el déficit de la balanza de pagos a menudo conduce a la depreciación del precio de la moneda de un país en relación con los precios de otras monedas.

## 2. Especulaciones sobre el valor futuro de la moneda:

Los agentes que participan en el mercado FOREX monitorean el mercado de divisas diariamente en busca de oportunidades de negocio que los lleven a obtener un beneficio. Si encuentran una moneda que está temporalmente subvalorada, rápidamente se produce una ola de órdenes de compra, lo que impulsa su precio hacia arriba haciendo que sea más alto en comparación al de otras monedas. Por el contrario, si encuentran una moneda sobrevalorada, se produce una ola de órdenes de venta, haciendo que el precio disminuya.

## 3. Condiciones políticas y económicas internas:

Las guerras, revoluciones, recesiones, la inflación y las huelgas son eventos que tienen efectos adversos en la moneda de una nación. Por otro lado, los signos de un rápido crecimiento económico y el éxito de las políticas económicas para controlar la inflación y el desempleo, por lo general conducen a que la moneda de ese país sea más fuerte en los mercados cambiarios. Por otra parte, los países con mayores tasas de interés reales generalmente experimentan un incremento en el valor de cambio de sus monedas ya que los inversionistas están más interesados en invertir en dichos países para obtener mayores ganancias y su moneda es más demandada.

En las operaciones de arbitraje puro con acciones, es importante tener en cuenta estos factores ya que de esto depende el éxito que se pueda llegar a tener con estas operaciones. Un arbitrajista debe estar al día tanto del movimiento de los precios de las divisas como el de las acciones, para poder encontrar diferenciales de precios de una manera rápida y poder pactar la operación en el momento preciso antes de que la volatilidad de los mercados haga que el diferencial en precios desaparezca.

### **3.6 Factores a Considerar para Conseguir que una Operación de Arbitraje sea Exitosa.**

A pesar de que las operaciones de arbitraje puro con acciones se distinguen por la ausencia de riesgo, hay factores que pueden presentarse al momento de la operación o la liquidación que pueden hacer que estas operaciones incurran en algún riesgo.

#### **3.6.1 Problemas de operación.**

El operador internacional o arbitrajista debe estar consciente de que puede correr el riesgo de que, aunque él mande al sistema las órdenes de compra o venta, puede que alguna de éstas no llegue a realizarse con éxito, pues el hecho de enviar una orden no garantiza que ésta vaya a ser ejecutada en el mercado. En la práctica las operaciones dependen de la oferta y la demanda y del lugar que cada una de las órdenes a mercado tenga en el flujo del sistema de recepción y asignación del intermediario mexicano o del corredor extranjero con el que se realicen las operaciones. Cuando se envía una orden se debe saber que puede que tal vez ésta se ejecute o tal vez no. En este punto pueden influir varios factores, uno podrían ser la falta de una postura contraria con la que se cruce la orden que captura el arbitrajista en el sistema, otro podría ser que se presente alguna contingencia en alguno de los sistemas de los participantes en el flujo operativo del arbitraje, y que la orden sea captada por el sistema cuando el diferencial en precios haya desaparecido.

En caso de que no se logre completar la operación en alguno de los mercados, el arbitrajista deberá realizar la operación contraria en el mismo momento en el mercado donde sí se pudo completar la operación. A esta práctica se le conoce como "arbitraje frustrado" y con ella se pretende deshacer la operación de manera rápida antes de tener una variación significativa en el precio de la emisora que pudiera generarle pérdidas al operador.

Para evitar posibles errores por problemas de tiempo, el arbitrajista debe fijar sus niveles de operación anticipadamente, es decir, programar sus escenarios mentalmente. El conocimiento que debe tener del mercado y la posibilidad de observar el desarrollo de

éste desde sus monitores le otorga la facilidad de entender qué niveles de precios son los adecuados para realizar el arbitraje. Puede suponer que cuando las acciones alcancen determinados precios, tanto en su Bolsa local como en la del mercado foráneo, el arbitraje va a ser factible. No puede esperar a que evolucionen los precios y el tipo de cambio para hacer cálculos y obtener resultados, de ser así, con los movimientos constantes que tienen las cotizaciones ya otros habrían aprovechado el diferencial en precios y se hubieran eliminado las posibilidades de arbitraje.

### **3.6.2 Problemas de liquidación.**

Una operación de arbitraje no sólo es importante en el momento en que se detecta el diferencial de precios y se pacta la compra-venta de los valores. Posterior a esto deben tomarse en cuenta algunos elementos para que la operación sea exitosa también al momento de liquidarla.

Como vimos en el capítulo anterior, hasta antes de marzo de 2007, en México había un esquema de liquidación del Mercado de Valores de 48 horas. Esto traía consigo problemas en el momento de la liquidación de las operaciones de arbitraje ya que en Estados Unidos el periodo regular de liquidación era de 72 horas. Esto implicaba un desfase de un día hábil entre la liquidación de un mercado y otro, el cual alteraba el esquema de arbitraje internacional y llevaba a los arbitrajistas a recurrir al uso de figuras complementarias para cumplir con la entrega del efectivo o bien con la de los valores en la fecha requerida.

Cuando se trataba de una compra de valores en Estados Unidos y la venta de los mismos en México se presentaba la siguiente problemática: en el día de la operación (T) se pactaba la compra-venta de los títulos, la compra en Estados Unidos liquidaría a las 72 horas (T+3) mientras que la venta en México tendría que liquidar a las 48 horas (T+2). Los valores para liquidar la venta en México se obtendrían de la compra en Estados Unidos, pero estos estarían disponibles hasta un día después del plazo para entregarlos al mercado mexicano, por lo que lo único que quedaba por hacer era pedirle al corredor extranjero que adelantara la liquidación de los valores de T+3 a T+2, lo que implicaba un costo por interés que cobraba el corredor extranjero por adelantar la liquidación. Otra opción para

esto era recurrir al préstamo de valores, con el cual el prestatario debía dejar en garantía otros títulos cuyo valor fuera equivalente al de los valores tomados en préstamos, además de pagar un premio al prestamista. Cualquiera de estas dos opciones reduciría el margen de ganancia de la operación de arbitraje.

Cuando se tenía el caso contrario, es decir una compra en México y una venta en Estados Unidos no había problema en cuanto a la disponibilidad de títulos, ya que la compra en México liquidaba un día antes (T+2) de la fecha en que los títulos tenían que ser entregados en Estados Unidos (T+3). Sin embargo aquí el problema que surgía era diferente, ya que en teoría el pago de la compra en México se cubría con los recursos que se obtendrían por la venta en Estados Unidos. En T+2, al no estar disponibles los recursos provenientes de la venta, el arbitrajista tenía que esperar hasta el siguiente día hábil para recuperar su inversión lo cual lo dejaba corto de dinero un día completo sin poder disponer de esos recursos para realizar otras inversiones. A partir de marzo de 2007 este problema disminuyó en gran medida aunque no se acabó por completo. Actualmente sigue habiendo un desfase en la liquidación de operaciones de arbitraje cuando se tienen asuetos en México o en Estados Unidos, ya que en el país donde se presente el asueto, la liquidación regular se recorre a 4 días pero sigue siendo de 72 horas porque se descuenta el día inhábil. En estos casos debe tomarse en cuenta el costo en el que se va a recurrir cuando se pacta una operación de este tipo antes de un asueto en cualquiera de los países involucrados.

De igual forma hay que tomar en cuenta aquellos valores que son difíciles de conseguir en préstamo cuando se quiere hacer un arbitraje en estas circunstancias. En Estados Unidos existe una lista de valores llamada "Hard-to-borrow list" en la cual se enuncian los valores que, según la SEC, tienen una oferta insuficiente y que por lo tanto, sería difícil vender en corto o en otras palabras, conseguir en préstamo.

La cuestión de los horarios es también de suma importancia debido a que en las operaciones de arbitraje intervienen muchas instituciones: la Casa de Bolsa en México, el INDEVAL, la CCV de la BMV, el corredor extranjero, el banco custodio y la Bolsa extranjera.

Para que todo el flujo de liquidación de este tipo de operaciones pueda completarse el mismo día de la liquidación, debe hacerse bajo un esquema muy riguroso de los tiempos.

En el caso de una compra en Estados Unidos, los dólares deben encontrarse en la cuenta del corredor extranjero a más tardar a las 10:00 hrs. (hora de Nueva York) para que éste pueda proceder con el envío de los títulos. Éstos, se deben transferir a la cuenta que el INDEVAL tiene con el banco depositario y una vez que éstos sean acreditados en dicha cuenta, se debe dar aviso al INDEVAL para que éste, a su vez, los acredite en la cuenta del intermediario mexicano por el cual opera el arbitrajista. Los títulos deben estar acreditados en la cuenta del intermediario mexicano a más tardar a las 13:00 hrs. (hora de la Cd. de México) para que éste a su vez pueda cumplir con la entrega de los títulos a la CCV de la BMV antes de las 16:00 hrs. (hora de la Cd. de México).

En caso de no cumplir con la entrega de títulos en el tiempo y la fecha indicada y no poder conseguirlos en préstamo, se puede incurrir en grandes costos por incumplimiento que en el caso del mercado mexicano ascienden a \$1,000 MXN pesos por cada hecho en el que se haya llevado a cabo la venta total de los títulos, más un monto por operar con valores de baja bursatilidad y con riesgo de entrega, que establece la misma BMV dependiendo del caso.

Para mitigar el riesgo de incumplimiento del que puede ser víctima, el arbitrajista debe mantener valores prestables y una línea de fondeo disponible pues no sabe a ciencia cierta en qué mercado va a comprar y en cuál va a vender, esto depende de la evolución de los precios. Invariablemente debe procurar contar con los valores prestables suficientes, para lo cual debe tener valores dispuestos para usarse como garantía del préstamo en caso de que se presente un desfase en las fechas de liquidación o un incumplimiento de alguna contraparte. De igual forma, debe mantener una línea de crédito abierta o una suficiente cantidad de recursos disponibles para cubrir las compras en el mercado donde se presente una liquidación más prematura.

Incluso aunque se pueda perder mucho dinero por alguno de los factores antes mencionados, el arbitraje accionario en México, como en otras partes del mundo, es una

fórmula operativa muy utilizada por los grandes beneficios que puede traer en caso de que la operación se lleve a cabo con todo tipo de precaución y resulte exitosa.

## **Conclusiones.**

El arbitraje puro, dentro del proceso de globalización e internacionalización financiera, permite enfrentar aquellas ineficiencias que se presentan en el mercado accionario debido a su gran dinamismo derivado de la casi perfecta y libre movilidad de capitales, provocando una aproximación gradual de los precios de un mismo activo en distintos lugares, lo que da como resultado el cumplimiento de la ley del precio único, la cual tiende a dominar las transacciones económicas y financieras. La ley del precio único es el principio de valuación más importante en finanzas<sup>54</sup>, en caso de no cumplirse esta ley se daría por hecho que algo está interfiriendo con el funcionamiento normal del mercado competitivo o existe una diferencia económica entre los activos en cuestión que aún no detectan los arbitrajistas.

Las oportunidades de arbitraje surgen cuando los precios de una acción que cotiza en varios mercados a la vez se alejan del valor de las acciones que cotizan en su mercado local, sobre todo debido a la diferente segmentación entre mercados, así como la relativamente baja liquidez de las acciones locales<sup>55</sup>. Los arbitrajistas compran las acciones donde son más baratas y las venden donde son más caras, con ello crean un exceso de demanda en los mercados donde los precios son menores, forzándolos al alza, y un exceso de oferta en los que tienen precios más elevados, impulsándolos a bajar o estabilizarse. Este panorama es propicio para que se dé un continuo movimiento de capitales que impulsan tanto la demanda como la oferta de acciones, provocando efectos de contagio y arrastre entre los mercados.

El arbitraje es una actividad que exige una gran agilidad operativa y una información de primera mano, es preciso contar con información en línea de los precios de las acciones en diferentes plazas financieras, así como del tipo de cambio para poder tomar la decisión de realizar una operación de arbitraje. Es importante tomar en cuenta los costos de transacción en los que se puede incurrir por este tipo de operaciones, ya que éstos pueden

---

<sup>54</sup> Bodie, Zvi., Merton, Robert C., "Finanzas", Ed. Pearson Education, México, 2003, pp. 198.

<sup>55</sup> Lhabitant, François-Serge., "Hedge Funds: mitos y límites: fondos de inversión especulativos de alto riesgo", Gestión 2000, Barcelona, 2006, pp.166.



hacer que muchas veces una operación de arbitraje no sea factible. Cuantos más bajos son los costos de transacción y más fácil sea operar, también será más fácil actuar con base en la información nueva, y por lo tanto los precios de las acciones se ajustarán más rápido para reflejar dicha información.

El arbitraje con acciones se distingue del arbitraje con divisas en los beneficios que éste puede traer a la economía productiva como uno de los factores generadores de bienestar social, pues mientras que en el arbitraje con divisas el arbitrajista únicamente busca obtener ventaja del diferencial de precios con monedas de distintos países realizando intercambios de flujos monetarios, el arbitraje puro con acciones está basado en la compra y venta de activos financieros cuyo objetivo principal es dar financiamiento a las empresas para afrontar nuevas inversiones productivas, pues a pesar de que una operación de arbitraje no sea una inversión a largo plazo, ayuda a que las acciones de estas empresas sean más líquidas y bursátiles en los mercados de capitales.

Las acciones de las empresas que pueden considerarse objeto de arbitraje por tener programas a través de los cuales cotizan tanto en su mercado local como en mercados externos, tienden a ser las más líquidas en sus mercados locales y esto genera un beneficio tanto para las empresas como para los inversionistas que se interesan en ellas, ya que las empresas generalmente utilizan los recursos obtenidos en el mercado accionario para proyectos de expansión y crecimiento, optimizan costos financieros, obtienen liquidez inmediata, consolidan y liquidan pasivos, son objeto de un mayor crecimiento y modernización, obtienen financiamiento para investigación y desarrollo, pueden participar en la planeación de proyectos de inversión y financiamiento de largo plazo, mejoran su calidad crediticia con las instituciones financieras, aumentan su prestigio tanto en el medio financiero como en el sector al que pertenecen, etc., lo cual en un futuro traerá a los inversionistas mayores beneficios, y a su vez atraerá a nuevos inversionistas.

A su vez, podemos decir que desde el punto de vista del inversionista, el arbitraje puro con acciones es una actividad que difiere de la especulación financiera, ya que busca obtener beneficios aprovechando las oportunidades que se presenten sin incurrir en ningún tipo de

riesgo. Es importante destacar que las operaciones de arbitraje pueden realizarse por inversionistas de cualquier tipo, sin embargo, por la complejidad, variedad de elementos y figuras adicionales que participan en el proceso, el arbitraje es factible para los grandes intermediarios que actúan por cuenta propia como son las casas de bolsa.

A manera de resumen, podemos decir que los beneficios de las operaciones de arbitraje puro con acciones son los siguientes: generan utilidades sin inmovilizar el capital utilizado ya que la compra y la venta se realiza de manera simultánea, no implican ningún riesgo para el arbitrajista, incrementa la bursatilidad de las acciones, permite la alineación de los precios del activo en los diferentes mercados en los que cotiza trayendo consigo liquidez, transparencia y eficiencia al mercado accionario. A pesar de que los mercados presenten un alto grado de eficiencia, las oportunidades de arbitraje surgen con mucha frecuencia durando poco tiempo.

Aunque el arbitraje puro con acciones pueda ser visto como un proceso para obtener utilidades de manera fácil y rápida, tiene un fundamento para su existencia en el mercado accionario, que es el de brindarle eficiencia, ya que aún en su forma más pura, el arbitraje se relaciona con la presencia de imperfecciones temporales en el mercado financiero como es el uso de información privilegiada.

A pesar de que en su correcto funcionamiento el arbitraje puro suponga un beneficio para el mercado financiero y para el inversor sin incurrir en ningún tipo de riesgo, debe tomarse en cuenta el gran papel que juega esta actividad en el comportamiento de los precios. Los arbitrajistas tienen una gran responsabilidad en sus manos al ser los ajustadores de los precios de las acciones en aquellos momentos en que éstos no están bien nivelados en diferentes plazas, por lo que estos agentes pueden hacer que a través de los efectos de arrastre, los precios se muevan de acuerdo a su conveniencia, que se supone ser compatible con los intereses de la sociedad, es decir, valorar adecuadamente los activos. Sin embargo, es importante notar que se podría encontrar un posible riesgo en esta actividad ya que la toma de decisiones depende de agentes económicos que presumen ser racionales, y a pesar de no representar riesgo alguno para el arbitrajista, puede tener

consecuencias no óptimas para el mercado si se deja en manos de agentes con conflictos de intereses, no informados correctamente o mal amparados por regulaciones pobres.

La tecnología también toma un papel importante en este posible riesgo ya que los mercados financieros tienden cada vez más a una deslocalización de su actividad. Los lugares físicos donde se encuentran las bolsas parecen tener cada vez menos importancia para la realización de las operaciones, por lo tanto, la información ofrecida en la red pareciera ser suficiente en cualquier caso para que un arbitrajista o inversor tome una decisión. Los mercados son tan dinámicos que los agentes participantes difícilmente pueden seguir todos los elementos que condicionan y explican los movimientos de las cotizaciones, es difícil que conozcan la situación de las empresas emisoras en las que son capaces de invertir o la situación de los mercados en donde cotizan dichas empresas.

Lo que realmente debería importar a los economistas es si los mercados financieros están enviando señales correctas a sus participantes con el fin de dirigir el capital a sus usos más productivos. Anteriormente era frecuente que las inversiones en bolsa se conservaran por largos periodos, cumpliendo con la función de ahorro para el inversionista y de financiamiento para las empresas. Recientemente, el mercado de capitales sigue cumpliendo una función positiva, pues proporciona recursos a empresas y gobiernos para realizar sus actividades, pero cada vez con mayor frecuencia los fines a los que se orientan los recursos de los inversionistas, son los más rentables para ellos mismos, no los más productivos para el desarrollo económico de los países<sup>56</sup>.

Debido a lo expuesto en los párrafos anteriores, en la actualidad cada vez se habla más de la concertación de una nueva ética y arquitectura financiera mundial, en donde se establezcan reglas claras y actuales en donde se tome en cuenta el desarrollo de la economía dentro de un entorno globalizado, conociendo los riesgos a los que están expuestos cada uno de los participantes por el simple hecho de no estar participando en una economía pequeña, sino en una economía en la que cualquier mala decisión puede

---

<sup>56</sup> Chapoy Bonifaz, Alma; "Sistema Monetario Internacional", En: Textos breves de Economía, Ed. UNAM, México, 2001. pp. 90.

afectar globalmente a todo el sistema económico. Estas reglas deberán ser aplicadas tomando en cuenta los efectos tanto internos como externos de cada actividad, ya lo que se aplica en un país, puede llegar a ser un desastre en otro pues no hay sentencias definitivas en economía y cada caso está matizado por situaciones particulares y distintas.

En un mercado financiero verdaderamente global se ha hablado de la necesidad de contar con instituciones internacionales que constituyan un marco estable para que los diferentes mercados funcionen sin producir quebrantos en las economías nacionales y en la economía mundial en general. Se espera que nuevos mecanismos en las instituciones financieras internacionales puedan minimizar la vulnerabilidad ante cambios en las corrientes de capital y mejorar los sistemas de alerta anticipada. De igual forma es necesario hacer amplio el alcance de los mercados de valores en todos los países, ya que en los países subdesarrollados y en economías pequeñas, sólo unas cuantas empresas participan en éstos, por lo que no pueden tener un impacto social favorable para todos los habitantes e inversiones de un país con esas características.

Al hablar de regulación, lejos de hacer referencia a una mayor intervención del Estado en los mercados financieros, se habla más de una debida vigilancia en concordancia con los beneficios para la sociedad y no en contra de ella, pues es bien sabido que el poder de los mercados financieros para generar riqueza y expandir libertad no tiene rival<sup>57</sup>, sin embargo, las crisis experimentadas por numerosas empresas y países en la actualidad nos deja clara la necesidad de tribunales especializados que se hagan cargo de la guardia de absolutamente todos los mercados, productos, actividades y actores dentro del sistema financiero. La desregulación de los mercados financieros, lejos de favorecer un crecimiento económico real, ha contraído la producción de los bienes requeridos para la sociedad. Se debe poner mayor énfasis en desarrollar un marco jurídico sólido, flexible, moderno y ágil en virtud de beneficiar especialmente al desarrollo de empresas dedicadas a la producción, explotación, transformación y venta de bienes y servicios, produciendo recursos para la

---

<sup>57</sup> Obama, Barak, "Discurso de Toma de Posesión", 20 Enero de 2009. En sitio electrónico: [http://spanish.nicaragua.usembassy.gov/sp\\_090120\\_obama\\_inauguration.html](http://spanish.nicaragua.usembassy.gov/sp_090120_obama_inauguration.html). Fecha de consulta: 21 de Noviembre de 2011.

generación de empleos, promoción del crecimiento y desarrollo económico, así como mayor transparencia en el manejo de las empresas, en beneficio de los trabajadores, el fisco y terceros. Todo esto con el fin de que el sistema financiero siga cumpliendo su principal objetivo como instrumento útil al servicio de la economía real, esto es, promoviendo que el ahorro se vuelva más productivo y garantizar al empresario e inversionista su participación en el mercado accionario con la seguridad de obtener los beneficios esperados.

Es urgente que los gobiernos presten atención a la problemática social y no se centren únicamente en las cuestiones económicas y financieras. No es justificable la miseria de extensos sectores de la población, mientras que las grandes corporaciones industriales y financieras obtienen exuberantes ganancias.

## **Bibliografía.**

- 1.** Achelis, Steven B.; "El análisis técnico de la A a la Z", Valor Editions, Barcelona, 2004.
- 2.** Acevedo, Nicolás., Et. Al., "Generalidades de los ADRS: un estudio de caso sectorial para empresas de Colombia, México, Brasil y Chile", En: Ecos de Economía, No. 31, Medellín, Octubre de 2010.
- 3.** Banco de México. Sitio Electrónico: <http://www.banxico.org.mx/portal-mercado-cambiario/material-educativo>.
- 4.** Bank of New York. Sitio Electrónico: [http://www.adrbnymellon.com/dr\\_directory.jsp](http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp).
- 5.** Bodie, Zvi., Merton, Robert C., "Finanzas", Ed. Pearson Education, México, 2003.
- 6.** Bolsa Mexicana de Valores, "Gaceta Bursátil Septiembre 2011", México, 2011.
- 7.** Brull, Hugo Rodolfo., "El Mercado de Valores globalizado. Al alcance de todos", Editorial Dunken, Buenos Aires, 2007.
- 8.** Brun Xavier, et. al., "Mercado de renta variable y mercado de divisas. Las bolsas de valores: mercados de rentas variables y de divisas y las formas de analizarlo", En: Colección Manuales de Asesoramiento Financiero, No. 8, Ed. Profit, Barcelona, 2008.
- 9.** Bulltick Capital Markets. Sitio electrónico: [www.bulltick.com](http://www.bulltick.com).
- 10.** Carbaugh, Robert J., "Economía Internacional", 12° Edición, Cengage Learning, México, 2009.
- 11.** Chapoy Bonifaz, Alma; "Sistema Monetario Internacional", En: Textos breves de Economía, Ed. UNAM, México, 2001.
- 12.** Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Sitio Electrónico: [www.cnbv.gob.mx](http://www.cnbv.gob.mx).
- 13.** Comisión Nacional de Seguros y Fianzas. Sitio Electrónico: [www.cnsf.gob.mx](http://www.cnsf.gob.mx).
- 14.** Comisión Nacional de Ahorro para el Retiro. Sitio Electrónico: [www.consar.gob.mx](http://www.consar.gob.mx).
- 15.** Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros. Sitio Electrónico: [www.condusef.gob.mx](http://www.condusef.gob.mx).
- 16.** Contraparte Central de Valores. Sitio Electrónico:  
[http://www.indeval.com.mx/wb3/wb/CCV/home/\\_rid/27?lng\\_act=lng\\_step2&language=es](http://www.indeval.com.mx/wb3/wb/CCV/home/_rid/27?lng_act=lng_step2&language=es).

- 17.** Deutsche Bank. Sitio Electrónico:  
<http://www.db.com/mexico/en/content/vemex.html>.
- 18.** Diccionario de Marketing Financiero. Sitio Electrónico: <http://www.data-red.com/diccionariofin/d.htm>).
- 19.** Díez de Castro, Luis T., Medrano, María Luisa., "Mercados Financieros Internacionales", Ed, Dykinson, Madrid, 2007.
- 20.** Emery, Douglas R., Stowe, John D., Finnerty, John D., "Fundamentos de administración financiera", Prentice Hall, México, 2000.
- 21.** Escobar Gallo, Heriberto., Cuartas, Mejía., Vicente., "Diccionario Económico Financiero", 3ª Edición, Universidad de Medellín, 2006.
- 22.** Fama, Eugene; "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", en Journal of Finance, vol. XXV, núm. 2, 1970.
- 23.** Friedman, Milton., "The Case of Flexible Exchange Rates", En: Essays of Positive Economics, Chicago University Press, 1953.
- 24.** Froot, K. A. y Dabora, E., "How are stock prices affected by the Location Trade?", En: Journal of Financial Economics, No. 53, 1999.
- 25.** Gagnon, Louis., Karolyi, George A., "Multi-Market trading and Arbitrage", En: Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 97, No. 1, Julio 2010.
- 26.** Gallagher, Liam A., "Speculation and financial Markets" edited by Liam A. Gallagher and Mark P. Taylor, 2002.
- 27.** Gorno, Leandro., Rodríguez, Eduardo., "La Ley del Precio Único y la Dinámica de los Mercados. Algunos procesos simples de difusión de precios con agentes adaptativos", Facultad de Ciencias Económicas Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, Octubre, 2004, Sitio electrónico:  
<http://www.elautomataeconomico.com.ar/download/TP-2004/Gorno-Rodriguez-UnicoPrecioMercados.pdf>
- 28.** Interacciones. Sitio Electrónico: <http://www.interacciones.com/storage/diptico-vuelta-T3.pdf>.
- 29.** Interactive Brokers. Sitio Electrónico: <http://ibkb.interactivebrokers.com/node/1736>.

- 30.** Jevons, W. S., "The Theory of Political Economy", Penguin, 1970.
- 31.** J.P. Morgan. Sitio Electrónico: [https://www.adr.com /Home/LoadPDF?contentGroup=2745\\_ADR\\_Documents&CMSID=0d1897073e7044beb0de41b461bc5802](https://www.adr.com/Home/LoadPDF?contentGroup=2745_ADR_Documents&CMSID=0d1897073e7044beb0de41b461bc5802).
- 32.** Lamont, Owen A., Thaler, Richard H., "Anomalies, The law of one price in financial markets", En: Journal of Economics Perspectives, Volumen 17, No. 4, 2003.
- 33.** Lhabitant, François-Serge., "Hedge Funds: mitos y límites: fondos de inversión especulativos de alto riesgo", Gestión 2000, Barcelona, 2006.
- 34.** Merton, Robert C., "Finanzas", Editorial Pearson Educación, México, 1998.
- 35.** Mochón, Francisco y Beker, Victor., "ECONOMIA, Principios y aplicaciones", Segunda edición, McGraw Hill, 1998.
- 36.** Obama, Barak, "Discurso de Toma de Posesión", 20 Enero de 2009. En sitio electrónico:  
[http://spanish.nicaragua.usembassy.gov/sp\\_090120\\_obama\\_inauguration.html](http://spanish.nicaragua.usembassy.gov/sp_090120_obama_inauguration.html).
- 37.** Ortiz Soto, Oscar Luis., "El dinero: la teoría, la política y las instituciones", Facultad de Economía UNAM, México, 2001.
- 38.** Pickford, James; "Máster en inversiones: la guía completa sobre inversiones", Ediciones Deusto, Barcelona, 2004.
- 39.** Ramírez Solano, Ernesto., "Moneda, Banca y Mercados Financieros: instituciones e instrumentos en países de desarrollo". Pearson Prentice Hall, México, 2001.
- 40.** Ramírez Tamayo, Zacarías, "NYSE, sueño de empresas mexicanas", En: El Universal, Lunes, 09 de agosto de 2004.
- 41.** Rose, Peter S., "Money and Capital Markets", 8° Edición, McGraw-Hill, New York, 2003.
- 42.** Rueda, Arturo., "Para entender la Bolsa: Financiamiento e Inversión en el Mercado de Valores", 2ª Edición, Cengage Learning,, México, 2005.
- 43.** Solís, Leopoldo., "Evolución del Sistema Financiero Mexicano hacia los umbrales del Siglo XXI". Siglo XXI Editores, México, 1997.
- 44.** Villegas Hernández, Eduardo; Ortega Ochoa, Rosa María; "Sistema Financiero de México", Mc Graw Hill, México, 2002.