



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

FACULTAD DE CIENCIAS

LOS AMERICAN DEPOSITARY
RECEIPTS (ADRs) EN EL
MERCADO BURSATIL MEXICANO
TECNICA Y COMERCIALIZACION

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
A C T U A R I O
P R E S E N T A :
FRANCISCO ZARCO ESPINOSA



FACULTAD DE CIENCIAS
GRUPO ESCOLAR 1996



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



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.



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

M. en C. Virginia Abril Betule
Jefe de la División de Estudios Profesionales de la
Facultad de Ciencias
Presente

Comunicamos a usted que hemos revisado el trabajo de Tesis:

"LOS AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADR) EN EL MERCADO
BURSÁTIL MEXICANO. TÉCNICA Y COMERCIALIZACION"

realizado por ZARCO ESPINOSA FRANCISCO

con número de cuenta 8825457-1 , pasante de la carrera de ACTUARIA

Dicho trabajo cuenta con nuestro voto aprobatorio.

Asesores

Dr. ANTONIO MINZONI CONSORTI

Director de Tesis

Propietario

Dr. ABDON SANCHEZ ARROYO

Propietario

Act. FERNANDO ALONSO PEREZ TEJERA LOPEZ

Propietario

Act. ROBERTO CANOVAS THERIOT

Suplente

Act. ERNESTO GABRIEL HERNANDEZ

Suplente

Consejo Interdisciplinario de Matemáticas

M. en C. ALFONSO BRAVO MOJICA

SECRETARÍA DE CIENCIAS
MATEMÁTICAS
DEPARTAMENTO DE
MATEMÁTICAS

INDICE

INTRODUCCIÓN.....	1
CAPITULO 1 EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO	
1.1 Conformación y Composición	4
1.2 Intermediarios Financieros	9
1.3 Instituciones de Control y Supervisión. Leyes y Regulación	20
1.4 Grupos Financieros. Servicios Financieros Integrados	28
1.5 Mercado de Valores	32
CAPITULO 2 BOLSA MEXICANA DE VALORES	
2.1 Antecedentes	29
2.2 Evolución. Mercados Emergentes	42
2.3 Papel en la conformación de una nuevo patrón de financiamiento y acumulación	52
CAPITULO 3 MEXICO EN LA INTERNACIONALIZACIÓN Y GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA	
3.1 Apertura Comercial.....	57
3.2 Acuerdo sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT)	58
3.3 Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC)	62
3.4 Globalización de los Mercados Financieros	65
3.5 Instrumentos e Innovaciones en la Globalización de los Mercados Financieros	68
CAPITULO 4 LOS ADRs <i>AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS</i>	
4.1 Alternativas de Inversión Extranjera en el Mercado de Valores.....	76
4.2 Concepto y Características	81
4.3 Antecedentes y Desarrollo.....	82
4.4 Esquema de Emisión y Operación.....	87
4.5 Tipos de ADRs.....	90
4.6 Régimen Legal y Fiscal	97
4.7 Los ADRs como Alternativa de Financiamiento	102
CONCLUSIONES.....	115
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	117

INTRODUCCIÓN

El proceso de *globalización* e internacionalización de los servicios financieros, iniciado desde finales de los años 70, así como la aceleración de este fenómeno reflejada en las medidas hacia la integración económica, han hecho que las relaciones comerciales y empresariales modernas requieran, cada vez con más urgencia, nuevas y diversas fuentes de financiamiento.

Dentro de este contexto global, las empresas de casi todas las ramas y sectores de la economía mexicana han tenido que competir no solamente con industrias de otros países en etapa de desarrollo similar a la de México, sino también con las de países altamente desarrollados. Más aún, tienen que competir no sólo en calidad y precio, condiciones de entrega y servicio, sino además en términos de financiamiento.

Bajo estas premisas, los empresarios mexicanos, junto con las instituciones intermediarias especializadas, tuvieron que hacer frente a la necesidad de construir la infraestructura financiera, en la forma de instrumentos, mecanismos y servicios financieros, que les facilitara el acceso a los fondos de otras unidades de la economía.

Así, entre las distintas modalidades y combinaciones de derechos y características de los títulos e instrumentos, algunas empresas encontraron en los *American Depositary Receipts (ADRs)*, una de las formas más flexibles y dinámicas de emitir capital y deuda, teniendo acceso, dentro del marco de la globalización financiera, a una base de inversionistas muy amplia.

La creciente penetración en los mercados bursátiles internacionales, que han alcanzado, en los últimos años, algunas empresas mexicanas a través de los ADRs; así como la necesidad de contar con un material sobre el tema; fue lo que motivó la presente tesis.

En ella se han considerado cuatro capítulos.

El primero trata de definir y delimitar las características del sistema financiero mexicano, con la mira de clarificar la verdadera actividad de la intermediación financiera dentro de la economía del país, haciendo énfasis en la figura del grupo financiero.

El segundo capítulo hace una presentación de los factores que contribuyeron a la formación, expansión y fortalecimiento del mercado de valores en nuestro país, destacando la institucionalización del mercado de capitales que permitió diversificar los canales para el flujo de recursos y multiplicar las posibilidades de fuentes financieras.

El tercer capítulo trata los aspectos y argumentos económicos y financieros de la globalización de los mercados y la entrada de México a este proceso, centrandolo en la aparición de nuevos instrumentos y servicios financieros.

En el cuarto y último capítulo se hace una revisión del instrumento ADR, desde su definición hasta sus ventajas como alternativa de financiamiento, analizando sus antecedentes y desarrollo en nuestro país, describiendo su esquema de emisión y subrayando las cualidades y capacidades potenciales de las distintas formas o servicios en que se puede operar este instrumento.

Asimismo, se trata de hacer una proyección de los aspectos relacionados con la actividad actuarial, convencidos de que, al tratar materias tan complejas como la intermediación financiera y el financiamiento a largo plazo, y en general en todo proyecto que involucre grandes gastos de capital, flujos de efectivo no balanceados (esto es, cuando es requerida gran parte del total de la inversión antes de que sea devuelto cualquier resultado o utilidad), efectos significativos de la nueva tecnología, disposiciones legales y contractuales no practicadas antes (de otro país), etc; el análisis de riesgos es prácticamente indispensable; dicha aproximación es conducida, como se notará a lo largo del trabajo, más allá de los aspectos técnicos, con el fin de reconocer y destacar la importancia que actualmente tiene la concientización de que, una de las disciplinas en que el actuario debe colaborar y ejercitarse dentro del sector financiero nacional, es el diseño y creación de nuevos y mejores productos y servicios financieros que hagan óptima la asignación de recursos.

Finalmente, y antes de continuar, deseo testimoniar mi gratitud y reconocimiento al Dr. Antonio Minzoni Consorti, por su ayuda en la asesoría y dirección de este trabajo; así como, a la Facultad de Ciencias de la Universidad Nacional Autónoma de México por haberme brindado todo su apoyo durante mi formación profesional.

CAPITULO 1

SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

1.1 CONFORMACIÓN Y COMPOSICIÓN

La historia del desarrollo financiero de México, desde el logro de la independencia de España hasta nuestros días, ha sido de una singular evolución, que lo ha llevado desde el más rudimentario de los sistemas hasta lo que hoy es, en muchos aspectos, uno de los sistemas más avanzados y sofisticados en América Latina.

Los orígenes del aparato financiero mexicano se remontan al término de la lucha insurgente y, como en la mayoría de los países, está vinculado con el desarrollo de establecimientos bancarios.

El 8 de noviembre de 1821, se expide el Reglamento provisional para el Gobierno Interior y Exterior de las Secretarías de Estado y del Despacho Universal, por medio del cual se funda la **Secretaría de Estado y de Despacho de Hacienda**; aún cuando desde el 25 de octubre del mismo año existía la **Junta de Crédito Público**.

No obstante, el incierto e inadecuado aparato financiero - tanto en términos de organización institucional como de recursos - representó un serio limitante para el desarrollo económico del país. Las únicas instituciones financieras que quedaron como un legado de la España Colonial, fueron la **Casa de Moneda** y el **Nacional Monte de Piedad**; ninguno de los cuales tuvo mucha significancia económica. Para entonces, la actividad aseguradora tampoco era relevante en la economía, a pesar de sus casi 30 años de estar presente.

La plata y el oro, bases de la circulación monetaria y también los principales bienes exportados, eran escasos; mientras que los créditos, tanto internos como externos, para financiar cualquier proyecto público o privado, eran virtualmente inexistentes.

La extrema escasez financiera que prevaleció, explica los primeros intentos por promover el desarrollo de un más adecuado y eficiente sistema monetario y bancario. Fue así como, en 1830 el gobierno estableció la primera institución bancaria del país, el **Banco de Avío**. Con esta institución se pretendía promover el desarrollo industrial, especialmente el impulso de una industria textil nacional, mediante la disposición de créditos para importar el equipo necesario.

Siete años más tarde, fue establecido el **Banco Nacional de Amortización de Moneda de Cobre**, con el propósito de retirar moneda de la circulación. Estas dos instituciones, la primera creada con el fin de aumentar la disponibilidad de crédito para financiar la inversión y la segunda para asistir al gobierno en sus esfuerzos por una reforma monetaria, desaparecieron a principios de la década de 1840 dadas sus condiciones de operación.

En los siguientes 20 años, más o menos varias propuestas fueron formuladas para establecer otro tipo de instituciones financieras del gobierno, pero por numerosas razones - recursos insuficientes, inestabilidad política, etc. - no se llevaron a cabo.

Luego de la invasión francesa en 1864 y en conformidad al acuerdo negociado con Maximiliano, fue establecida la primera institución bancaria privada del país: **Banco de Londres, México y Sudamérica**¹. Esta institución de capital inglés, recibía depósitos y efectuaba préstamos, emitía billetes que rápidamente lograban la aceptación general como medios de pago y, en otros casos, ofrecía servicios bancarios para comerciantes comprometidos en comercio exterior.

Después de que Maximiliano fue depuesto y hasta que Porfirio Díaz asumió la presidencia, se establecieron varios bancos comerciales privados, el más notable de los cuales fue el **Banco Nacional Mexicano**², establecido en 1884 con capital francés.

Ese mismo año, ante el creciente número de establecimientos bancarios privados que emitían su propio dinero, y la necesidad de garantizar las obligaciones contraídas por éstos, el gobierno enunció un decreto (Código de Comercio) en el que, entre otras cosas, se restringía la autoridad para emitir dinero al Banco Nacional Mexicano, de reciente fundación. Este intento a favor de un banco a expensas de los otros, especialmente del Banco de Londres, resultó muy cuestionable, legalmente autoritario y políticamente comprometedor; con el resultado de que el propósito original de la ley fue frustrado.

A partir de esos eventos, no hubo mucha claridad en cuanto a la marcha del sistema y varias subyacentes concesiones del gobierno, distinguiéndose incluso, señales de un caos general hacia finales de los años 1880 y la primera mitad de los 1890. Cabe mencionar que por estos años (1894), ya empezaban a reunirse en la capital, inversionistas nacionales y extranjeros para negociar valores, principalmente títulos mineros.

En un esfuerzo por acabar con las deficiencias del sistema financiero nacional, fue expedida una nueva ley (1897)³, que entre otras disposiciones estableció límites para las reservas requeridas de los bancos autorizados para emitir billetes, promovió un sistema de sucursales por todo el país y en general, reorganizó el sistema bancario.

Con el inicio del siglo, la depreciación del valor de la plata y del peso, motivó reformas a la ley en 1905, dentro de las cuales se suspendió la libre acuñación de pesos de plata, cambiando el sistema monetario a una base de oro.

¹ Años después Banco de Londres y México, hoy Banca Serfin

² Posteriormente Banco Nacional de México

³ Ley General de Instituciones de Crédito

No obstante, las reformas bancarias y monetarias de 1897 y 1905, otra severa crisis ocurrió en 1907. Esta vez el problema estuvo asociado con la baja en los precios de los productos de exportación, especialmente el algodón y el henequén, que ocasionó una quiebra general entre productores y grandes pérdidas a los bancos a causa de su insolvencia.

Con la Revolución, las dificultades del sistema financiero nacional se agravaron ante la desmedida emisión de papel moneda llevada a cabo por cada una de las fuerzas contendientes, que derivó en un ímpetu por la acumulación y exportación de oro y plata.

El colapso del sistema comenzó a mediados de 1913, después del asesinato de Madero, y se reflejó en una rápida depreciación del papel moneda, un extremo incremento en los precios de los bienes, una falsificación general de dinero e incumplimientos por parte del gobierno, los bancos y otros deudores.

Luego de los movimientos armados de Villa y Zapata, el gobierno revolucionario de Carranza se vió forzado a dar consideración inmediata a el reestablecimiento de un aparato financiero viable, motivo por el que se llevaron a cabo varios intentos de reconstrucción financiera a partir de 1915.

El papel del proceso revolucionario en la conformación de una nueva estructura, quedó asentado en la Constitución de 1917 y en los gobiernos de los presidentes Plutarco Elías Calles y Lázaro Cárdenas.

La Constitución fortaleció e hizo permanente el proyecto nacional derivado de la Revolución, que aspiraba a la transformación de la vieja estructura económica y social. Mientras que, de 1925 a 1940, se consolidó al Estado como la fuerza que moldearía a la sociedad mexicana, quedando definido el compromiso nacional de éste, como ente social para dirigir la economía del país en un largo proceso de crecimiento y desarrollo, para el que las instituciones emanadas de la Revolución habían madurado.⁴

Entre 1940 y 1941 tuvieron lugar tres reformas de orden legal, fundamentales para la adecuación del sistema financiero. Primero, la Ley Orgánica de Nacional Financiera fue modificada hacia finales de 1940, convirtiendo a ésta institución en la figura más importante dentro del mercado nacional de valores y créditos a largo plazo. Posteriormente, a mediados de 1941, fue expedida una nueva Ley Orgánica del Banco de México, con la que éste pasó a ser el más apropiado para coordinar el mercado de instrumentos a corto plazo, principalmente los títulos de

⁴ Banco de México (1925); Banco Nacional de Crédito Agrícola (1926); Banco Nacional Hipotecario y de Obras Públicas (1933); Nacional Financiera (1934); Banco Nacional de Crédito Ejidal (1935); Banco Nacional de Comercio Exterior (1937); Banco Nacional Obrero de Fomento Industrial (1937); Almacenes Nacionales de Depósito (1936) y Unión Nacional de Productores de Azúcar (1938).

deuda emitidos por el gobierno, bancos y compañías privadas. Finalmente, también en 1941, la Ley General de Instituciones de Crédito fue sustancialmente reestructurada, convirtiéndose en la Ley General de Instituciones y Organizaciones Auxiliares de Crédito, misma que dotó a los grupos de intermediarios privados de un alto grado de **especialización**, distinguiéndose categorías tales como: bancos de depósito, bancos de ahorro, financieras⁵, hipotecarias, capitalizadoras, bancos de ahorro y préstamo para la vivienda familiar, fiduciarias, entre otras.

El año de **1940** marca claramente el principio de una nueva etapa en el desarrollo del sistema financiero mexicano.

Durante el periodo que va de 1940 a 1960 el sector público financió más de las tres cuartas partes de sus programas de inversión con sus propios recursos; esto es, con el ingreso gubernamental neto, obtenido por la vía fiscal y a través de sus intermediarios financieros, al grado de que, en 1959 tuvo que constituirse el Comité Coordinador de las Instituciones Nacionales de Crédito, organismo que operó eficazmente durante varios años.

Sin embargo, para los años 70, los intermediarios financieros del gobierno comenzaron a experimentar problemas de cartera vencida⁶. Algunos atribuyeron esta situación a la incapacidad de las instituciones para cuidar los costos operativos y al hecho de que se guiaban con criterios políticos, sin darle suficiente importancia a la rentabilidad económica, distorsionándose la asignación de los recursos con demasiados subsidios; para otros, en cambio, este era un efecto evidente de los cambios adversos operados en el entorno macroeconómico más que una falla estructural de las instituciones mismas; hechos como devaluaciones, garantías cambiarias, tasas activas fijas con tasas pasivas a la alza, subsidios magnificados por la inflación o bien descapitalización por los efectos anteriores.

Lo cierto es que era necesaria una reforma en los esquemas financieros. De ahí que, en la primera mitad de los años 70 el gobierno y las autoridades se plantearan impulsar al mercado accionario como una opción complementaria de la que ofrecía el sistema bancario de financiamiento a largo plazo para la inversión productiva.

Este propósito estuvo vigente por más de 15 años, pero no es hasta principios de ésta década que los resultados concretos se mostraron claros y convincentes. Las razones no son desconocidas: con la estatización bancaria de 1982, mediante un decreto de expropiación y el pago

⁵ Una financiera estaba posibilitada a actuar como promotora de nuevas empresas, como banco de inversión en emisiones de valores, como corredor y agente de valores, como fideicomiso para valores emitidos y como agente fiscal para nuevas empresas.

⁶ La cartera vencida de una institución u organización de crédito se refiere a las operaciones que no son liquidadas a su vencimiento

de una indemnización a los antiguos propietarios, se pretendía convertir a los bancos en un instrumento de captación y canalización de los recursos financieros para fortalecer el aparato productivo del país; sin embargo, después de varios años esto no sucedió así, pues los recursos se destinaban a financiar el déficit del gobierno, con lo que los créditos se volvieron escasos y se encarecieron mucho; esto provocó que los inversionistas recurrieran al **financiamiento no bancario** a través de otros intermediarios: las casas de bolsa.

Con la estrategia económica adoptada por el Ejecutivo Federal en 1988, se planteó una profunda reforma al sistema financiero, mediante un proceso de liberalización y modernización de la estructura jurídica e institucional, a fin de procurar los servicios requeridos eficazmente y para satisfacer los estándares en las esferas financieras internacionales, a la vez que se abrieron atractivas vías que favorecieron el flujo de recursos internacionales. Asimismo, se contempló la participación gradual de capital extranjero y el establecimiento de filiales.

De este modo, el sistema financiero mexicano actual, integrado por organismos de control y supervisión, instituciones operativas y de apoyo, intermediarios y demandantes de servicios, no sólo intenta ser un aparato institucional útil en la movilización del ahorro y la canalización de éste en inversión productiva, sino que también es el presunto promotor del aumento continuo de dicho ahorro y la formación de capital⁷, mientras que al mismo tiempo sirve como el principal vehículo para ejercer el control sobre la asignación de los recursos.

De acuerdo con los planteamientos anteriores, la función de la intermediación financiera, en relación con la formación de capital en la economía, tiene por objetivos básicos alentar a los ahorradores (tenedores de activos) a que mantengan sus recursos en la forma de activos financieros antes que en activos tangibles pero improductivos, asegurar que las inversiones se asignen eficientemente a los usos socialmente más productivos y proporcionar incentivos que induzcan a incrementar el ahorro y la inversión.

Bajo estas condiciones, los retos que hoy pesan sobre el sistema financiero mexicano son de magnitud considerable: se tienen tres años de crecimiento económico relativamente bajo, mismo que ha incidido sobre el poder de compra del mercado interno; la situación del sector agropecuario se agrava por uno de los niveles históricos más bajos de precios internacionales de los productos

⁷ El proceso de formación de capital implica tres actividades:

- a) un incremento del volumen del ahorro real, de forma que los recursos que se habrían dedicado al consumo puedan liberarse para dedicarlos a fines de inversión;
- b) la canalización del ahorro por medio de una estructura financiera y crediticia formada por diferentes tipos de instituciones y activos; y
- c) el acto mismo de inversión, mediante el cual los recursos pasan a incrementar el acervo de capital existente.

primarios; la industria pequeña y mediana resulta afectada por la deprimida demanda interna y la apertura comercial; el crédito a la vivienda y al consumo resultan afectados por el bajo nivel de ingreso de la mayoría de la población así como, por el desempleo.

A lo anterior, se agregan los elementos de *volatilidad* e incertidumbre económica, derivada de factores sociales y políticos, que hacen que al riesgo crediticio, vinculado a las instituciones de crédito y auxiliares, se sume la volatilidad de las tasas de interés, generándose desajustes en los rendimientos y plazos de las operaciones; todo ello sin considerar los efectos de factores externos, tales como fluctuaciones en el tipo de cambio o en las políticas monetarias de nuestro principal acreedor: Estados Unidos.

1.2 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Las relaciones comerciales dentro de una economía dan lugar a la aparición de unidades deficitarias y excedentarias o superavitarias -divididas en función de la relación entre los ingresos y los gastos en cada unidad-, cuyos contactos son facilitados por la existencia de ciertos instrumentos financieros y de ciertas instituciones que sirven de intermediarios entre estas unidades.

Dentro de los intermediarios deben distinguirse dos categorías: los intermediarios *monetarios* y los intermediarios *no monetarios*.

Esta distinción conduce también a la división entre mercados financieros de corto plazo (o *mercado de dinero*), donde generalmente operan los intermediarios monetarios -principalmente el sistema bancario comercial-, y de largo plazo (o *mercado de capitales*), donde actúan los intermediarios no monetarios. La labor que desempeñan estas instituciones está clarificada por el tipo de instrumento financiero que cada una moviliza dentro del llamado sistema financiero.

Los intermediarios monetarios se caracterizan por canalizar instrumentos de deuda de tipo comercial para facilitar recursos en préstamo a las unidades deficitarias, en su mayoría en forma de depósitos de corto plazo. Los intermediarios no monetarios, en su gran mayoría, emiten instrumentos financieros de su propia deuda para colocarlos entre las unidades superavitarias, a fin de captar recursos y financiar a las unidades deficitarias, muchas veces no solo a través de préstamos, sino también adquiriendo los propios títulos de deuda de estas últimas para sí mismos o para transferirlos a terceros.

Bajo estas premisas, puede decirse que el sistema financiero mexicano se constituye, desde un punto de vista operacional, de tres sectores mutuamente relacionados dentro del contexto

económico nacional e internacional: el bancario, el de servicios financieros complementarios y el mercado de valores.

Los intermediarios de cada sector del sistema financiero nacional, son corporaciones de negocios, cuya actividad (captación, acumulación y asignación de recursos) contribuye a incentivar el desarrollo del crecimiento económico del país, así como a fortalecer su presencia en los principales centros financieros del mundo, para lo cual se han hecho de una extensa red de sucursales, agencias y oficinas en el exterior.

La reorientación del papel del Estado en la vida económica del país, hacia una posición de menor participación operativa directa en las empresas; así como el principio de desregulación que otorga apoyo y reconocimiento a una mayor autonomía de gestión, decisión y creatividad, tradicionalmente sometidas a plenas regulaciones jurídicas y administrativas, han promovido una relación más amplia y eficaz entre los Intermediarios y demás agentes del sistema.

Entre las instituciones financieras del sistema están:

Banca de Desarrollo

Los bancos de desarrollo son instituciones públicas, establecidas por el Gobierno Federal, con el propósito de canalizar créditos directos o fideicomisos para el fomento de proyectos de inversión, así como proporcionar asistencia técnica promoviendo y transformando a las empresas, en conformidad con la política económica y las prioridades del desarrollo social.

Entre este tipo de Sociedades Nacionales de Crédito, Nacional Financiera, ha sido la más destacada en la tarea de otorgar recursos a las empresas y sectores que no son apoyados por la banca comercial en forma adecuada, y en este sentido, ha cobrado un especial dinamismo el garantizar créditos, mediante la emisión de valores y recursos en el exterior, para las denominadas micro, pequeñas y medianas empresas. El Banco Nacional de Comercio Exterior, por su parte, atiende el desarrollo, apoyo y financiamiento de la exportación de productos nacionales, jugando un papel importante para corregir los desequilibrios en el sector externo y avanzar en la apertura comercial.

Otros bancos de desarrollo son, el Banco Nacional de Obras y Servicios, el Banco Nacional de Crédito Rural, el Banco Nacional de Comercio Interior, el Banco Nacional del Ejército y la Financiera Nacional Azucarera.

Ante la situación actual y, dada su posición privilegiada en el sistema financiero, la banca de desarrollo, debe participar en nuevas tareas y retomar algunas del pasado, como la de eliminar la desarticulación entre la agricultura y la industria, atacando el rezago del sector agrícola y

fomentando, paralelamente, el desarrollo tecnológico del sector industrial; perseguir incrementar sustancialmente el nivel de empleo, rescatando y dando cauce institucional a la economía informal; fomentar las exportaciones y retomar el concepto de sustitución eficiente de importaciones, para lo cual es necesario reindustrializar auténticamente al país y estimular el mercado interno. En último término, debe estimular el desarrollo del mercado de capitales participando activamente en la captación de recursos en el *mercado primario* o de nuevas emisiones.

Así, pues, queda acentado que, mucho del futuro económico y social de México, depende de su banca de desarrollo.⁸

Instituciones de Banca Múltiple

El proceso de transformación de un régimen de especialización de servicios a uno en el que se tiene la intermediación múltiple o general, culminó en 1978 cuando se autorizó que un grupo bancario pudiera integrarse por varias instituciones de crédito con diferentes tipos de especialización.

Esta creación constituyó un gran avance en la liberación de la intermediación crediticia; al mismo tiempo, propició por una parte, la homogeneización del régimen de encaje legal⁹ y de otras disposiciones de carácter regulatorio, y por otra, se facilitó la oferta de nuevos servicios financieros, con lo que se pudieron satisfacer en mejor forma los requerimientos que tanto los inversionistas como los sectores productivos, y la sociedad en general, estaban demandando.

La banca múltiple también permitió la concentración de recursos monetarios y financieros, consolidándose grandes grupos y consorcios que abarcaron empresas industriales, mineras comerciales, turísticas, de construcción, etcétera.

Sin embargo, para 1982, las condiciones de inestabilidad en el nivel general de precios y en el tipo de cambio, así como la difícil situación en el sector externo, llevaron a las autoridades a decretar la estatización bancaria, con lo cual se uniformó a los bancos en un sistema único, se limitaron sus áreas de operación y, sólo hasta 1984 se autorizó la participación minoritaria (34%) del sector privado en el capital social.

Estas restricciones pusieron a la banca en desventaja frente a otros intermediarios, particularmente con las casas de bolsa; su captación se vió estancada al ofrecer instrumentos a tasas

⁸ Hoy, prácticamente toda la actividad económica productiva fuertemente impactada por los efectos de la crisis, está involucrada en el sensible deterioro de las finanzas de la banca de desarrollo, donde su cartera vencida mostró un crecimiento de más de mil por ciento en los últimos seis años, y en el que tuvieron que ver importadores y exportadores; gobiernos estatales y municipales; micros, pequeños y medianos industriales; comerciantes en pequeño; ejidatarios y pequeños empresarios agropecuarios, así como el severo recorte de presupuestos a dichas instituciones.

⁹ El encaje legal era la cantidad de dinero que los bancos comerciales debían mantener como reserva en el Banco de México, para garantizar los depósitos bancarios, expresado como un porcentaje de sus recursos.

fijas y canalizar obligatoriamente sus recursos al financiamiento del déficit público y al subsidio de ciertas actividades.

A partir de 1990, por medio de una enmienda constitucional y la expedición de la Ley de Instituciones de Crédito, se reestableció el régimen mixto en los servicios de banca y crédito. Estas medidas permitirían la privatización de los bancos comerciales y la posterior adopción de un marco legal en favor de la *banca universal*.

Asimismo, con las reformas se buscó desligar al Estado de su papel de único agente y dirigir los recursos hacia la atención de las necesidades más apremiantes de la sociedad. Paralelamente se anunció que el proceso de apertura continuaría con la autorización de nuevos intermediarios tanto nacionales como extranjeros, en sus tres categorías, en función de su cobertura, nacionales, multirregionales y regionales. De este modo, mientras que en 1988 sólo operaban 19 bancos comerciales, en 1993 su número ascendió a 30 y, para 1994, podía hablarse de alrededor de 40.

Actualmente, algunos todavía no sortean todos los efectos de transición de la banca pública a la banca privada; y más aún, comienzan a afrontar el desafío de la apertura, que amplía la competencia de productos y servicios financieros, y que en teoría debería elevar su eficiencia y productividad, pero lo que hace en realidad, es aumentar su riesgo de no seguir operando¹⁰. Adicionalmente, " *el sistema bancario nacional sufre ahora los drásticos efectos del círculo vicioso que él mismo alimentara desde su reprivatización: amplios márgenes de ganancia, elevadas tasas de interés, aumento de los índices de morosidad, creciente cartera vencida, aumento vertiginoso de créditos irrecuperables*"¹¹, motivo por el que han tenido que establecerse mecanismos de apoyo a la banca múltiple, para mejorar su capital, calidad de activos y constitución de reservas, tales como el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) y el Programa de Capitalización Temporal (Procapte).

Cases de Bolsa

Una institución de éste rubro es el agente de valores, persona moral, autorizada para llevar a cabo operaciones bursátiles, proporcionando los servicios requeridos para la mediación entre inversionistas y compañías emisoras. Está constituida como sociedad anónima y puede adoptar el régimen de capital variable.

¹⁰ "La competencia es sana y deseable, pero debe dársele mucho más peso en la coyuntura actual, al objetivo de estabilidad y solidez del sistema, que al de eficacia." Suárez Dávila, Francisco. "La Vulnerabilidad del Sistema Bancario Mexicano, su Liberalización, Regulación y Supervisión". *Mercado de Valores*. Nafin Septiembre de 1994 p.7-11

¹¹ Carlos Fernández V. *También la banca de (sub)desarrollo*. La Jornada, 16 de abril de 1995 p 23

Entre las actividades que pueden realizar las casas de bolsa, en conformidad con el artículo 22 de la Ley del Mercado de Valores¹², están:

- a) actuar como intermediarios en el mercado de valores;
- b) recibir fondos por concepto de las operaciones con valores que se les encomienden;
- c) proporcionar asesoría en materia de valores;
- d) bajo ciertas disposiciones, recibir préstamos o créditos de instituciones de crédito o de organismos oficiales de apoyo al mercado de valores;
- e) realizar operaciones por cuenta propia que faciliten la colocación de valores o que coadyuven a dar mayor estabilidad a los precios de éstos y a reducir los márgenes entre cotizaciones de compra y venta de los propios títulos;
- f) actuar como representantes comunes de obligaciones y tenedores de otros valores;

Asimismo, pueden administrar las reservas para fondos de pensiones o jubilaciones de personal, complementarias a las que establece la Ley del Seguro Social y de primas de antigüedad, conforme por lo dispuesto por la Ley del Impuesto sobre la Renta.

Las casas de bolsa adquieren diversas obligaciones con el público inversionista, a fin de otorgar transparencia y seguridad en las negociaciones bursátiles que realicen, entre las cuales están:

- a) responsabilizarse de la autenticidad e integridad de los valores que negocien, garantizando al inversionista que han sido adquiridos por buen cauce;
- b) extender una copia del contrato en que se establecen los términos de la relación entre el inversionista y el agente de valores y;
- c) la posibilidad de liquidar total o parcialmente la inversión

Por otra parte, las casas de bolsa tienen prohibido concertar operaciones fuera del salón de remates y del horario señalado, así como cobrar menor o mayor cantidad que la que corresponda de acuerdo con el arancel o tarifa estipulada.

Ya se ha señalado el dinamismo que han mostrado en los últimos años las casas de bolsa, y en general el sistema bursátil mexicano, como intermediarios de financiamiento; sin embargo, aún poseen una serie de limitaciones que les han impedido lograr un mayor aprovechamiento de los

¹² Promulgada en el Diario Oficial el 2 de enero de 1975

beneficios derivados del proceso de liberación y apertura financiera. Estas limitaciones se refieren a la concentración de los recursos en unas cuantas instituciones, la excesivamente volátil productividad, los altos costos de intermediación y la reducida penetración de sus operaciones.

Arrendadoras Financieras

El arrendamiento financiero es una operación por medio de la cual una empresa denominada *arrendador* otorga el uso o goce de un bien tangible a otra persona denominada *arrendatario*, quien se compromete, mediante la firma de un contrato, a realizar pagos periódicos que se integran por los intereses y la amortización del capital, esto es, el arrendatario adquiere el derecho de utilizar el inmueble, maquinaria o equipo en su beneficio, y la renta que cubre sirve para pagar el costo del activo fijo, el costo de capital, los gastos de operación y el margen de utilidad que deberá obtener el arrendador.

Para el arrendatario el arrendamiento financiero es una fuente de financiamiento externo, ya que a través de él adquiere bienes de capital, sin tener que efectuar erogaciones considerables en el momento de iniciar la utilización del bien, y sí, hacer pagos periódicos cubriendo capital e intereses hasta el término del contrato, momento en el que puede hacer efectiva una opción de compra, prorrogar el contrato o participar en la enajenación del bien.

Parecería que optar por el arrendamiento financiero como fuente de financiamiento, no es la alternativa más conveniente, ya que su costo nominal (porcentaje de intereses sobre el costo del bien) es bastante más elevado que cualquier otra forma de financiamiento. Para llegar a una decisión correcta acerca de la mejor vía de acción en la determinación de la más conveniente fuente de financiamiento, deben hacerse diversos análisis cualitativos y cuantitativos de las distintas alternativas de financiamiento. Para tal efecto, cabe hacer un análisis de las ventajas y desventajas que representa el arrendamiento financiero respecto de otras fuentes de financiamiento tradicionales, tales como un crédito bancario (crédito refaccionario), crédito del proveedor del equipo o bien una aportación adicional de los accionistas de la empresa para poder adquirir el equipo necesario.

Fue en 1961 cuando se empieza a manejar en nuestro país la figura del arrendamiento financiero. Las primeras arrendadoras tuvieron una importante aceptación dadas las ventajas que ofrecían a diversas empresas de reciente instalación. Cada arrendadora tenía el respaldo de una institución financiera extranjera de primera línea, por lo que podía ofrecer financiamiento en moneda extranjera a empresas pequeñas, medianas o grandes.

Las arrendadoras crecieron durante cerca de dos décadas en forma moderada, aunque sin un reconocimiento oficial, pues se les consideraba entidades de tipo mercantil. Los años posteriores a 1982, fueron extremadamente difíciles para la generalidad de las arrendadoras que operaban en ese entonces¹³.

Las arrendadoras que lograron superar las dificultades de los años 80, han sufrido cambios radicales de reestructuración y readaptación, llegando a adquirir una importancia relevante como fuente de financiamiento externo para las empresas, ante la necesidad imperiosa de toda organización de actualizar tecnológicamente sus instalaciones, maquinarias y/o equipos para lograr ser competitiva en productividad, calidad y servicio; hecho que les ha valido ser reconocidas como organizaciones auxiliares de crédito.

Empresas de Factoraje Financiero

El factoraje financiero es una de las alternativas financieras que tienen las empresas ante la necesidad de contar con recursos que les permitan solventar sus requerimientos de liquidez y de cobertura.

Una empresa de factoraje financiero acuerda con el cliente adquirir derechos de crédito que éste tenga a su favor por un precio determinado o determinable en moneda nacional o extranjera, independientemente de la fecha y la forma en que se pacte; siendo posible que el cliente no quede obligado a responder por el pago de los derechos de crédito transmitidos a la empresa de factoraje financiero (*factoraje puro*), o bien, que el cliente quede obligado solidariamente con el deudor a responder del pago puntual (*factoraje con recurso*).

En este tipo de operación pueden distinguirse tres formas:

- a) factoraje de cuentas por cobrar;
- b) factoraje a proveedores y,
- c) factoraje internacional.

El primero se refiere a la cesión de derechos de crédito que el cliente tiene en su haber derivados de su operación habitual. En el caso de factoraje a proveedores se ofrece a empresas de gran arraigo y solvencia, con el objeto de apoyar a sus proveedores y, finalmente, el factoraje internacional, se refiere al financiamiento de cuentas por cobrar provenientes del comercio con el exterior y es utilizado por importadores cuando venden mercancías a crédito; este servicio incluye

¹³ "La crisis cambiaria provocó que el sector arrendador, que tenía una deuda cercana a los 700 millones de dólares con sus socios foráneos, tuviera serias dificultades para cubrir sus pasivos, debiéndose negociar con más de 30 bancos extranjeros sus carteras". Carlos S. Villanueva, Ernestina U. Ríos y Luis M. Venegas. "Arrendamiento Financiero: Estudio Contable, Fiscal y Financiero". IMCA. México 1992. p. 9

el análisis de crédito, administración de cuentas por cobrar y el financiamiento, con base en dichas cuentas, así como el manejo de la cobranza.

Para los exportadores, el beneficio se extiende a la cobertura del riesgo, la garantía de pago en fecha determinada y los anticipos inmediatos contra cuentas por cobrar. A los importadores se les permite operar en términos de cuenta abierta, ampliar su poder de compra, tener la capacidad de negociar y ofrecer mejores condiciones de crédito.

El costo financiero de la operación de factoraje financiero incluye tres elementos: los honorarios por apertura de línea, el valor de descuento y comisión por custodia, administración y cobranza.

Almacenes Generales de Depósito

Los almacenes generales de depósito son considerados como organizaciones auxiliares de crédito, pues además de realizar operaciones de almacenamiento de bienes y mercancías, pueden otorgar financiamiento a los depositantes, ya sea de obtener préstamos de instituciones de crédito, de seguros y de fianzas, emitir obligaciones y títulos de crédito o bien descontar, dar en garantía, negociar o afectar en fideicomiso dichos títulos.

También podrán expedir certificados de depósito por mercancías en tránsito, en bodegas o en ambos puestos, mencionándose la circunstancia dentro del certificado.

Además, los almacenes generales de depósito prestan servicios de transporte con equipo propio o arrendado, mientras los bienes están en depósito. Certifican la calidad de bienes o mercancías y valúan los mismos. Anuncian con carácter informativo, por cuenta y a solicitud de los depositantes, la venta de bienes y mercancías depositadas. Empaca y envasa bienes y mercancías por cuenta del depositante o titular de los certificados de depósito.

Los almacenes de depósito pueden ser de dos clases:

- a) los que se destinan a graneros o depósitos especiales para semillas y demás frutos o productos agrícolas, industrializados o no y;
- b) los que están también para recibir mercancías destinadas al régimen de depósito fiscal.

Finalmente, los almacenes pueden actuar como corresponsales de instituciones de crédito, así como de otros almacenes generales de depósito o empresas de servicios complementarios.

Instituciones de Seguros

Entre los intermediarios que integran el sistema financiero mexicano, las aseguradoras merecen especial atención dado su importante papel en la economía: *"los seguros permiten que los*

agentes económicos diversifiquen los riesgos que enfrentan, y por su naturaleza fomentan el ahorro nacional".¹⁴

Los agentes que intervienen en ésta actividad son: las empresas aseguradoras y reaseguradoras como oferentes de los servicios, los agentes de seguros como intermediarios en la venta, las economías domésticas, empresas de otros sectores y el gobierno como demandantes de seguros.

De acuerdo con la naturaleza de los riesgos, los seguros se clasifican en:

- a) seguros de las personas (Vida, Accidentes y Enfermedades)
- b) seguros de daños o *seguros no vida* (Responsabilidad Civil y Riesgos Profesionales, Marítimo y Transportes, Incendio, Agrícola, Automóviles, Crédito y Diversos).

Desde le punto de vista jurídico, el seguro es un contrato, mediante el cual una compañía de seguros se compromete a realizar un pago contingente al asegurado en caso de ocurrir el siniestro; generalmente se hace constar en un documento denominado póliza.

Para los *seguros vida*, se cubre el riesgo de fallecimiento del asegurado y, en su caso, la supervivencia. Los seguros por daños indemnizan a los asegurados por la pérdida o deterioro de los bienes de su propiedad o por los que causen.

Actualmente el sector asegurador mexicano ha consolidado su proceso de desarrollo: durante el periodo 1986-1991, la tasa de crecimiento real promedio fue del 6.5%, mientras que en 1992 el crecimiento del volumen de primas emitidas fue del 25.3% en términos reales. Durante el periodo enero-diciembre de 1993, la emisión bruta de primas directas realizadas por las compañías de seguros representó un incremento real del 12.5% en relación con el de 1992. Para 1994, la emisión de primas realizada por las aseguradoras resultó 3.3 por ciento mayor en términos reales en relación al mismo periodo del año anterior, por otro lado, el saldo de las obligaciones totales de las compañías creció en 6246 millones de nuevos pesos, al pasar de 29,531 a 35,747 millones entre diciembre de 1993 y el mismo mes de 1994, lo que representó un incremento real de 13.2% casi el doble de 7.1% registrado el año anterior.¹⁵

Este crecimiento es respuesta al proceso de desregulación legal y administrativa que se iniciara en el año de 1990 y que se complementó en 1993 con otra serie de modificaciones tendientes a impulsar la capacidad competitiva de las empresas, a facilitar su capitalización para

¹⁴ Solís Soberón, Fernando. *El Sector Asegurador ante el Tratado de Libre Comercio en México y el TTLC Impacto Sectorial*. ITAM-McGrawHill, México 1992, p.165-211.

¹⁵ *Informe Anual 1994*. Banco de México

apoyar la tecnificación de su operación y, de manera fundamental, reforzar la protección de los intereses del público a través del fortalecimiento de los organismos encargados de supervisar a las instituciones.¹⁶

Aún cuando el sector asegurador ha crecido en los últimos años presenta todavía un menor nivel de desarrollo en relación con la banca y el mercado de valores y, al compararlo con las instituciones del exterior, se comprueba que su retraso parece ser mayor.

Son varias las razones a que se atribuyen esta situación; quizá la menos sensata, sea el argumento de la "*poca cultura aseguradora*" que existe en México, pues ésta actividad cuenta con más de 200 años de experiencia, y quizá sí, una de las más reales sea el bajo nivel de ingreso de la mayoría de la población y la inexistencia de seguros obligatorios.

Fue también en 1990, cuando se inició la apertura internacional del sector, siendo el primero en el sistema financiero mexicano en recibir inversión extranjera, lo que empezó a fortalecerlo, no solo con capital, sino, lo que resulta más importante, con tecnología. Por esta razón y dada su naturaleza para generar ahorro, es importante exigir que las compañías retengan un grado razonable de sus negocios evitando que se conviertan en agentes de compañías extranjeras, pues perderían así, su calidad de aseguradoras e intermediarios financieros.

Instituciones de Fianzas

La fianza es un contrato que exige un acreedor a su deudor para garantizar el pago de la deuda, es decir, es el contrato que establece una compañía afianzadora con el *fiado*, a través del cual garantiza la cobertura de sus obligaciones con el *beneficiario*.

Dichas instituciones cuentan con el respaldo de los recursos de las reservas constituidas a través de su operación, así como con las contragarantías que recaba de cada afianzamiento.

Existen muchos tipos de deudas que pueden garantizarse a través de una fianza, pero entre las más comunes se encuentran las fianzas de crédito. Este tipo de fianzas se solicitan para garantizar el pago de todos los tipos de crédito que adquiere el fiado, como mecanismo de financiamiento aún y cuando se trate de distintas empresas del sector financiero o distintos beneficiarios.

Existe un sin número de posibilidades o variables de esquemas de crédito, pero los tipos de fianza que más comunmente se utilizan son: convenios mercantiles, compra-venta de bienes y servicios, créditos o títulos de crédito inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios

¹⁶ Para proteger los derechos de los asegurados, dada la desregulación mencionada, se planeó la necesidad de capitalizar a las aseguradoras mediante el establecimiento de un *márgen de solvencia* a través del requisito de un *capital mínimo de garantía*, determinado para cada operación, rama o actividad.

Financieros, por contratos de arrendamiento financiero, créditos garantizados con bonos de prenda y certificados de depósito respaldados por un almacén general de depósito, créditos otorgados por empresas dedicadas al factoraje financiero con garantía en la cobranza, créditos otorgados para importación y/o exportación.

Para cada tipo de fianza existe un mecanismo específico para su reclamación y depende de cada institución fijar las políticas para que se cumpla.

Uniones de Crédito

Estos intermediarios se constituyen como sociedades anónimas de capital variable; es decir, una empresa mercantil constituida con la aportación de sus socios dedicada a incrementar la disponibilidad de financiamientos y explotar las ventajas de las asociaciones gremiales.

Los ingresos básicos de las uniones de crédito se generan por una sobretasa de interés que cobran a sus socios por el monto financiero, al tiempo que sus egresos son los necesarios para mantener una oficina en operación; es decir, nómina, renta, entre otros. Naturalmente, las posibles utilidades generadas pertenecen a los socios y se pueden repartir vía dividendos.

Sus orígenes se remontan a 1932 cuando fue establecida la primera Unión de Crédito.

Los socios de la Unión de Crédito, reciben atención inmediata a sus necesidades de financiamiento, situación que normalmente contrasta con otros intermediarios financieros. Cabe señalar que el hecho de pertenecer a una Unión de Crédito, no descarta la posibilidad de seguir utilizando otras fuentes de financiamiento.

Independientemente de las ventajas de financiamiento, los socios de la Unión pueden participar en operaciones, que por su dimensión no podrían a título individual.

Casas de Cambio

Aunque las sociedades autorizadas para operar en cambios no realizan una operación de crédito, sino más bien un servicio conexo con el de la banca, su actividad está considerada como auxiliar de crédito.

Dichas sociedades, previa autorización, pueden dedicarse a la compra-venta habitual y profesional de divisas y quedan sujetas a la inspección de las autoridades hacendarias.

Sociedades de Inversión

Sociedades anónimas que se forman con el objeto de reunir los fondos de muchos pequeños inversionistas. Son administradas por otra sociedad (normalmente una casa de bolsa o una institución bancaria) a través de un comité de inversiones formado por especialistas bursátiles.

Esto permite al inversionista, entre otras ventajas, la de poder participar en el mercado con un capital relativamente reducido y hacerlo con una eficiencia que difícilmente podría lograr si procediera individualmente.

Existen tres tipos de sociedades y se diferencian por el tipo de instrumentos en los que invierten sus fondos, el riesgo inherente y los rendimientos que ofrecen:

- a) sociedades de inversión común,
- b) sociedades de inversión de renta fija y,
- c) sociedades de inversión de capitales.

Estas últimas, también conocidas como *SINCAS*, son organismos o compañías que actúan como fondos en participación accionaria en una empresa o rama específica, en la cual promueven proyectos de crecimiento, complementando así las estrategias empresariales, mediante la aportación de capital fresco en apoyo a los planes de expansión, reconversión e incluso saneamiento financiero.

Sociedades Financieras de Objeto Limitado

Estas instituciones, también conocidas como *NON BANK BANKS*, de reciente aparición en México, surgieron en el mercado estadounidense desde hace más de 10 años y actualmente juegan un papel determinante en las finanzas del vecino país.

Una sociedad de éste tipo es una institución financiera con los mismos poderes y privilegios de un banco, pero limita sus actividades a un sector y a una función específicos; además no puede captar recursos directamente del público, por lo que se financia en los mercados de papel comercial y de bonos corporativos, a través de emisiones.

1.3 INSTITUCIONES DE CONTROL Y SUPERVISIÓN

LEYES Y REGULACIÓN

La **Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)** es el organismo del Gobierno Federal encargado de regular, coordinar y vigilar el sistema financiero, promover las políticas monetaria y crediticia, y a la vez dirigir el desarrollo del mercado financiero y las actividades de sus participantes.¹⁷

El aparato financiero mexicano contempla, dentro de su marco legal, que dependencias descentralizadas actúen como órganos consultivos ante la SHCP y desempeñen funciones reguladoras, de vigilancia y disciplinarias en su área específica de jurisdicción.

¹⁷ Ley Orgánica de la Administración Pública. Ed. Porrúa México 1990.

Tales organismos son:

El Banco de México (BM), como banco central del país, además de regular las operaciones de crédito, está a cargo del control y emisión de la oferta monetaria nacional; también es el responsable de administrar las reservas del Gobierno Federal, tanto en moneda nacional como en divisas.

Fue creado como banco único de emisión a partir de la Ley del 25 de agosto de 1925, en conformidad con lo prescrito por el artículo 28 y la fracción X del artículo 76 de la Constitución Política. El primero de septiembre del mismo año el BM inició sus actividades haciéndose cargo de las operaciones de la antigua Comisión Monetaria, organismo que actuó como regulador de la circulación monetaria, de las acuñaciones, de la compra-venta de los metales monetarios, administraba el fondo regulador de la moneda, tenía a su cargo los servicios de la deuda pública y de Tesorería del Gobierno Federal y actuaba como agente financiero de éste en el exterior. Además de esas funciones se le asignaron, la regulación de los cambios y de la tasa de interés, el redescuento de documentos de procedencia mercantil y efectuar, con carácter transitorio, operaciones comerciales similares a los bancos de depósito y de descuento.

Sin embargo, el primer esfuerzo de la institución fue dirigido hacia la reconstrucción del sistema bancario, y no fue hasta el periodo 1933-1936, que se inició en México una verdadera política cambiaria, como consecuencia de las reformas legales de 1931 y 1932¹⁸, mismas que dieron al BM toda su fisonomía de Banco Central.

Dentro del proceso de liberalización y *modernización* que caracterizó al país desde 1988, fue puesta a consideración, en 1993, la iniciativa de autonomía del BM, misma que se ratificó en agosto de ese año, cuando la Comisión Permanente del Congreso de la Unión aprobó la reforma constitucional que otorga al banco, la facultad de manejar autónomamente su propio crédito, quedando ésta establecida en el artículo 28 de la Constitución Mexicana.

Bajo estas condiciones, a finales del mismo 1993, el Congreso de la Unión aprobó la nueva Ley del BM¹⁹, que regulará a dicho Instituto Central en correspondencia con las nuevas disposiciones constitucionales.

La nueva Ley establece que, *la finalidad del banco es proveer a la economía del país de moneda nacional para lo cual tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder*

¹⁸ Las reformas llevaron al abandono del patrón de oro como base del sistema monetario y otras originaron el ascenso de los redescuentos como medidas para mantener al sistema bancario mexicano en situación más líquida.

¹⁹ Publicada en el Diario Oficial el 23 de Diciembre

*adquisitivo de dicha moneda. Además, también deberá promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.*²⁰

Dentro de las funciones del BM, postuladas en el artículo 3° de la Ley, están:

a) regular

i) la emisión y circulación de la moneda;

ii) los cambios sobre el exterior;

ii) la intermediación y los servicios financieros, así como los sistemas de pagos;

b) operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante de última instancia;

c) fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y, particularmente, financiera;

d) participar en el Fondo Monetario Internacional y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen bancos centrales.

También se mantiene la tarea de prestar servicios de Tesorería al Gobierno Federal y actuar como su agente financiero, aunque ahora con la autonomía, se han establecido salvaguardas que en teoría garantizaran el sano equilibrio de las finanzas públicas, pues según la Ley, el Banco Central podrá otorgar crédito o financiamiento para el Gasto Público, solamente por un monto limitado, a través de una cuenta corriente a cargo del Gobierno Federal.

Por otra parte, ahora las decisiones fundamentales de la institución, tanto en política monetaria como en administración interna, son tomadas por una Junta de Gobierno, integrada por cinco miembros, que son designados por el presidente de la República, garantizando que posean los requisitos y cualidades establecidos por la Ley, y de los cuales uno, llamado Gobernador, es el presidente de la Junta.

Es así como, a través de una serie de reformas, el BM tiene ahora las facultades necesarias para determinar el monto y manejo de su crédito y con ello procurar la estabilidad de los precios. Es claro que el BM no determina directamente el nivel de precios, sin embargo muchas de sus acciones en política monetaria, tipo de cambio, criterios generales en el mercado de dinero, tasas de interés, etc. sí influyen en éste. De ahí su importancia dentro del sistema financiero, y en la

²⁰ Artículo 2°

economía en general; ante los serios costos, en términos de empleo, producción y distribución del ingreso, que se han generado en el proceso de ajuste a los precios, en años recientes.

Por otro lado, el Decreto de Ley publicado en el Diario Oficial de la Federación, con fecha 28 de abril de 1995, y que promulgó la Ley de la **Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)** contempló en su artículo 1º, la creación de la propia CNBV como órgano desconcentrado de la SHCP para regular y supervisar a las entidades financieras en el ámbito de su competencia.

Ahora bien, la **Comisión Nacional Bancaria**, se ha encargado de la inspección y supervisión de las instituciones de crédito. Funge como órgano de consulta y realiza estudios que la misma SHCP le encomienda; además, emite las disposiciones necesarias para el cumplimiento de las diferentes leyes que la mencionan como órgano de supervisión y vigilancia. Sus antecedentes se remontan a la década de los años veinte.

Por su parte, la **Comisión Nacional de Valores**, constituida el 11 de febrero de 1946 vio aparecer el decreto respectivo en el Diario Oficial de la Federación con fecha 16 de abril instalándose oficialmente el 16 de mayo del mismo año, es quien vigila y ejerce control sobre los intermediarios bursátiles (casas de bolsa, sociedades de inversión y especialistas), la *Bolsa Mexicana de Valores*, el *Instituto para el Depósito de Valores*, las compañías emisoras, las agencias calificadoras de valores²¹; además tiene a su cargo el *Registro Nacional de Valores e Intermediarios*.

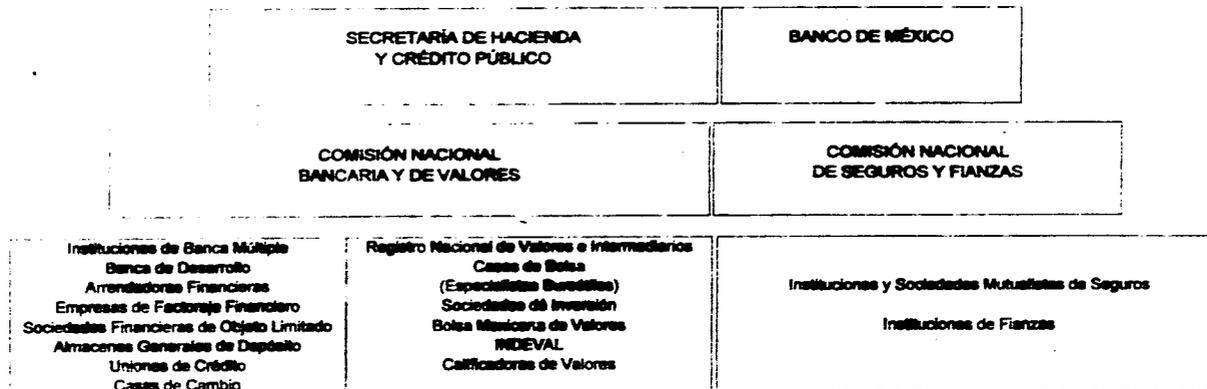
Finalmente, la **Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF)**, creada con éste nombre en enero de 1990, a partir de la escisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, y a quien se le encomendó la inspección y vigilancia especializada de las instituciones, personas y actividades que integran los sectores asegurador y afianzador, así como también la realización de actividades de desarrollo e investigación que coadyuven al mejoramiento del sector.

En adición a las instituciones de control y supervisión se han constituido algunas organizaciones operativas y de apoyo, tales como:

La *Asociación Mexicana de Bancos*, agencia representativa del empresariado bancario y cuya principal función, es contribuir al desarrollo sistemático del sector bancario y fungir como su representante ante las respectivas autoridades.

²¹ Para impulsar el desarrollo del mercado de valores a través de la generación de información sobre los riesgos de valores de deuda que circulan en el mercado, en febrero de 1990 inició operaciones la primera calificadora de valores en México, CAVAL S.A.

SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



La *Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles*, que es una agrupación de la industria de valores; su propósito es conjuntar esfuerzos a través de la participación de ejecutivos y especialistas de cada institución afiliada, y de ésta manera contribuir al avance técnico, legal y operativo del mercado, en conformidad con las éticas profesionales vigentes y los reglamentos y leyes en vigor.

Organizaciones similares son la *Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros*, la *Asociación Mexicana de Arrendadoras Financieras*, la *Asociación Mexicana de Casas de Bolsa* y la *Asociación Mexicana de Casas de Factoraje*.

La **Bolsa Mexicana de Valores (BMV)**, es un organismo privado, constituido como sociedad anónima de capital variable, cuyos accionistas son exclusivamente intermediarios bursátiles autorizados. Entre sus principales funciones está la de proporcionar la infraestructura física, administrativa y tecnológica para el adecuado funcionamiento del mercado bursátil, en particular los pisos de remate, los sistemas de cómputo y comunicación, así como la generación y diseminación de información sobre emisiones, transacciones, cotizaciones y estadísticas.

Por su parte, el **Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL)** ofrece el servicio de custodia, administración, compensación, transferencia y liquidación de valores. Este organismo agiliza las operaciones de transferencia, y evita el intercambio físico de los títulos representativos, sin los riesgos de sustracción, falsificación y deterioro ocasionado por la manipulación física. Para el cumplimiento de su misión, el Indeval cuenta con bóvedas y sistemas de alta seguridad para la custodia física de títulos, además de adecuados recursos tecnológicos para el control, transferencia e información sobre los valores que le son suscritos.

En lo que respecta a la **legislación** del sistema financiero mexicano, fue a partir de 1989 que se dieron los primeros pasos en la **desregulación** de las operaciones del sistema, con el fin de adecuar su estructura jurídica e institucional a las condiciones de una economía más abierta.

Estos profundos cambios estructurales y reformas legales encaminados a estimular y modernizar la economía en conjunto, configuraron una estructura **desregulada** y competitiva para el sistema financiero mexicano, especialmente con respecto a los mecanismos para captar y atraer el ahorro doméstico, los servicios de crédito y, abrir el mercado a la inversión extranjera²².

²² Puede decirse que el proceso inició a partir de octubre de 1988 cuando se liberalizaron las Aceptaciones Bancarias, con lo que pasaron a ser el instrumento de captación más importante de la banca.

Esos mecanismos han sido adaptados a las condiciones y prácticas actuales de la economía mundial.

Entre las primeras reformas aprobadas en diciembre de 1989, y donde fueron modificadas la *Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito*, la *Ley General de Instituciones de Seguros*, la *Ley Federal de Instituciones de Fianzas*, la *Ley General de Actividades Auxiliares de Crédito*, la *Ley del Mercado de Valores* y la *Ley General de Sociedades de Inversión*, se buscó disminuir la regulación excesiva y mejorar la supervisión del sistema; reconocer y regular sin excesos a los nuevos intermediarios e instrumentos; fomentar la capitalización de los intermediarios y el aprovechamiento de las economías de escala; así como, promover una mejor cobertura de mercados y mayor competencia entre intermediarios.

Así, por ejemplo, en el sector bancario se logró la liberalización de las tasas de interés pasivas, la eliminación de la canalización obligatoria de recursos; y la sustitución, y posterior eliminación, del encaje legal y del coeficiente de liquidez. Por otro lado, en el sector asegurador, mediante la nueva Ley que entró en vigor el 3 de enero de 1990, se eliminaron algunas disposiciones jurídicas y se crearon otras para que las aseguradoras y afianzadoras actuaran de una manera más eficiente:

- 1) con el propósito de eliminar barreras de entrada e inducir una sana competencia, se sustituyó el requisito de concesión para operar, por el de autorización de manera discrecional;
- 2) se autorizó nuevamente la participación de extranjeros en el capital social de las empresas;
- 3) para incentivar la creatividad del sector y agilizar las posibilidades de venta de sus productos, se desreguló la fijación de las primas de tarifa, suplantándose el requisito de autorización previa por el de registro.

A mediados de mayo de 1993, el presidente de la República envió al Congreso de la Unión un paquete de cinco iniciativas para reformar nuevamente el marco jurídico del sistema financiero.

Las propuestas en cuestión involucraron a la banca (ya privatizada), al mercado de valores, las uniones de crédito, los almacenes generales de depósito, las aseguradoras y las afianzadoras. La idea era dotar a los intermediarios de los instrumentos y condiciones necesarias para competir en igualdad de circunstancias en el mercado internacional.

Las leyes a modificar eran la de instituciones de crédito, la del mercado de valores, la de las organizaciones auxiliares de crédito y las de instituciones de seguros y de fianzas.

En la reforma a la Ley de Instituciones de Crédito, el Ejecutivo propuso liberar al BM de la responsabilidad de administrar el sistema de información sobre operaciones activas. Asimismo, esta reforma contempló una mayor supervisión para las instituciones bancarias ubicadas en el extranjero, debiéndose sujetar éstas a las leyes del país donde residan.

En lo que se refiere a la Ley del Mercado de Valores, ésta contempla impulsar una intermediación más vigorosa; facilitar las condiciones de operación bursátil; desarrollar nuevos instrumentos; ampliar la gama de los servicios de las instituciones y, enfatizar las sanciones al uso de *información privilegiada*.

Lo más relevante de éste cambio es la posibilidad legal para que las casas de bolsa puedan intermediar valores emitidos por empresas extranjeras en México.

Por otra parte, la nueva Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros²³, contempla el hecho de habilitar a las instituciones de este ramo, como organismos fiduciarios en fideicomisos para el pago de primas de seguro de vida, antigüedad, fondos individuales de pensiones, y rentas vitalicias.

En lo que concierne a la Ley Federal de Instituciones de Fianzas, se busca alcanzar una mayor y más flexible capacidad operativa; eliminar el control que tenía la CNSF sobre las tarifas de las primas que las instituciones cobran por las fianzas que otorgan, y lograr que las pólizas de fianzas se hagan efectivas sin necesidad de llegar a los tribunales jurisdiccionales.

Finalmente, en la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, se prevé que las uniones de crédito promuevan la organización y administración de empresas comercializadoras y reciban depósitos de sus socios y préstamos de entidades financieras del exterior.

De igual manera a los almacenes generales de depósito, se les permitió ampliar sus operaciones, con el fin de que pudieran comercializar bienes o mercancías y participaran más activamente en la intermediación financiera; para ello, se les autorizó otorgar financiamientos a sus clientes con garantía de los bienes o mercancías depositadas.

De este modo, entre las principales leyes que conforman el marco jurídico de las actividades financieras actuales están:

Ley General de Sociedades Mercantiles,

Ley de Instituciones de Crédito,

²³ Publicada el 31 de agosto de 1935, como Ley General de Instituciones de seguros; reformada por decretos dados a conocer en el Diario Oficial de la Federación el 7 de enero de 1981; 27 de diciembre de 1983; 14 de enero de 1985; y 3 de enero de 1990, fecha en la que se estableció su denominación actual.

Ley del Mercado de Valores.
Ley de Sociedades de Inversión,
Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito,
Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.
Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito,
Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros y,
Ley Federal de Instituciones de Fianzas.

1.4 AGRUPACIONES FINANCIERAS

SERVICIOS FINANCIEROS INTEGRADOS

Dentro de la tendencia hacia una economía global, el perfil de los intermediarios financieros cambió con el propósito de adecuarse a las exigencias de un mercado, caracterizado por una compleja red de interrelaciones económicas a nivel internacional, mediante el surgimiento de una figura central y novedosa: el grupo financiero²⁴.

En diciembre de 1989 se modificaron seis ordenamientos legales con el fin de otorgar espacios equitativos a los distintos intermediarios financieros así como de reconocer y regular la formación de agrupaciones.

Respecto a la banca múltiple se permitió:

- 1) un manejo descentralizado de las decisiones operativas e incentivos para la buena administración;
- 2) la participación minoritaria de la inversión extranjera y el incremento de la participación de los particulares en el capital social;
- 3) la autorización de la integración de grupos financieros incluyendo a los intermediarios más importantes con excepción de aseguradoras y casas de bolsa.

En contrapartida, se autorizó la formación de grupos no bancarios, comprendiendo a todos los participantes financieros excepto a la banca múltiple; así como la operación de *sociedades controladoras* de grupos financieros.

²⁴ Una explicación al proceso de formación de grupos financieros, de acuerdo con la cual este fenómeno se presenta como resultado de la maximización de las dos principales fuentes de la utilidad bancaria: el crédito y la suscripción de valores, puede revisarse en Guadalupe Mártel, *The Role of Financial Markets in the Choice of Inappropriate Technology in Developing Countries*. Tesis Doctoral, Universidad de Kent, Canterbury 1982.

Respecto a los intermediarios no bancarios, se permitió la participación minoritaria de la inversión extranjera en el capital social y se liberalizaron las tarifas, comisiones y márgenes de operación correspondientes a aseguradoras y afianzadoras.

En mayo de 1990, se reformó la Constitución para establecer el régimen mixto en la presentación del servicio de banca y crédito y se aprobó una nueva Ley de Instituciones de Crédito, para determinar las condiciones en que el sector privado podía participar mayoritariamente en el control de los bancos.

Poco tiempo después fue promulgada la **Ley para Regular las Agrupaciones Financieras**²⁴, con el propósito de regular globalmente la libre asociación de intermediarios de diferentes clases, incluyendo bancos con casas de bolsa.

Las agrupaciones podían integrarse, según el artículo 7º de la Ley, por una sociedad controladora y por alguna de las entidades financieras, tales como almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, casas de bolsa, casas de cambio, empresas de banca múltiple, empresas de factoraje financiero, instituciones de fianzas, instituciones de seguros o sociedades operadoras de sociedades de inversión; debiendo contar cada grupo con por lo menos tres de las entidades financieras citadas, siempre que no fueran sociedades operadoras de sociedades de inversión. Además se prohibía que en un mismo grupo participaran dos o más entidades de una misma clase, salvo si se trataba de sociedades operadoras de sociedades de inversión o instituciones de seguros, en cuyo caso no podían participar dos o más instituciones autorizadas para celebrar operaciones vida ni dos o más autorizadas para celebrar operaciones no vida.

Con esta nueva legislación se buscó un balance entre liberación o regulación. Por el lado de la liberalización, se reconocieron diferentes formas de asociación para los intermediarios, admitiéndose agrupaciones sin controladora en torno a bancos y casas de bolsa, así como a asociaciones a través de controladora para los grupos más amplios. Bajo esta perspectiva, los nuevos intermediarios trascendieron las obligaciones tradicionales del otorgamiento de servicios financieros, de manera que incluyeron la aceptación de depósitos y el otorgamiento de crédito, hasta la negociación con diversos valores, constituyendo lo que se ha dado en llamar **banca universal**; mecanismo que permite a los intermediarios prestar sus servicios a través de las sucursales de cualquier intermediario integrante del grupo, lo que posibilitó las economías de escala en información y tecnología.

²⁴ Diario Oficial 18 de Julio de 1990

Este concepto no era nuevo en algunos países: en Alemania, Suiza y los Países Bajos, la banca generalmente ha ofrecido múltiples servicios financieros, incluida la emisión y negociación de valores. Por el contrario, en Japón y Estados Unidos, ha prevalecido una división clara entre las actividades de la banca de inversión y la banca comercial, aunque recientemente la tendencia se dirige a flexibilizar esta regulación.

Fue la necesidad de multiplicar los servicios financieros lo que hizo que en algunos países, los intermediarios se constituyeran en Grupos Financieros que incluyeran a casas de bolsa, compañías de seguros, bancos y arrendadoras, entre otros, con una **administración única y la posibilidad de ofrecer operaciones en paquete.**

La principal ventaja de la conformación de Grupos Financieros es el aprovechamiento de las *economías de escala* derivadas del establecimiento de empresas *multiproducto*, que implica una **diminución de los márgenes de intermediación y del costo de los servicios financieros ofrecidos, que repercute en beneficio de los demandantes y de los oferentes.**

Ante lo relevante de esta situación, el 23 de enero de 1991, se publicaron las **Reglas Generales para la Constitución y Funcionamiento de Grupos Financieros**, cuya finalidad fue proporcionar la integración de entidades financieras a éstos, así como normar su funcionamiento y fomentar su desarrollo de tal manera que se promoviera la profundización del sistema financiero en la economía nacional.

Las autoridades financieras tuvieron a bien, crear la figura de **sociedad controladora**, como medida para simplificar la supervisión y el control del funcionamiento de los grupos financieros autorizados por la SHCP y que fue establecida en la Ley.

La sociedad controladora se constituye con la finalidad de adquirir y administrar las acciones de las entidades financieras y de las empresas que integren el grupo. Entre sus principales deberes, está el de responder subsidiaria e ilimitadamente del cumplimiento de las obligaciones a cargo de entidades financieras que integren el grupo, correspondientes a las actividades que le sean propias a cada una de ellas, aún respecto de aquellas contraídas con anterioridad a la integración del grupo; además debe responder ilimitadamente por las pérdidas de cada una de las entidades financieras integrantes del grupo.

Ante la respuesta positiva de los intermediarios a formar grupos y el aumento en las operaciones, la SHCP determinó la creación de la **Coordinación de Supervisores del Sistema Financiero (COSSIF)**. Esta Coordinación integrada por la CNBV y la CNSF, vigila y supervisa el funcionamiento y la operación de las empresas controladoras de los grupos financieros.

Bajo todas estas condiciones, la conformación de nuevos grupos aceleró su ritmo en los siguientes meses²⁶.

Sin embargo, aún cuando la tendencia existente miraba hacia el establecimiento de los servicios integrados, no dejaron de existir empresas que preferían especializarse en el otorgamiento de determinados servicios financieros, ya fuera porque les resultaba muy costoso competir con los conglomerados, o bien, porque habían consolidado su posición en algún segmento del mercado, y que en cierta forma los colocaba en ventaja frente a las agrupaciones.

Hacia finales de 1993, se llevó a cabo el último paso en la consolidación de los Grupos Financieros mediante la expedición de un decreto, por medio del cual se reformaron, adicionaron y derogaron diversas disposiciones de la ley para Regular las Agrupaciones Financieras.

En lo referente a la formación de los grupos financieros, se reformó el artículo 7º en su primer y segundo párrafo, quedando estipulado que los grupos deberían integrarse por una sociedad controladora y por algunas de las entidades financieras mencionadas en la Ley original de 1990, sumándose a ellas las Sociedades Financieras de Objeto Limitado; permitiendo además, que el grupo se formará con cuando menos dos tipos diferentes de las entidades financieras siguientes: instituciones de banca múltiple, casas de bolsa e instituciones de seguros.

Además obligó a que en los casos en que el grupo no incluyera a dos de las mencionadas instituciones, debería contar con por lo menos tres tipos diferentes de entidades financieras de las citadas al principio, siempre y cuando no sean sociedades operadoras de sociedades de inversión.

En estas disposiciones se distinguía, cuando menos en apariencia, la intención de las autoridades por evitar el *poder monopolico*, dentro del sistema financiero, de ciertos instrumentos y de ciertos agentes. La verdad es que, las utilidades de una institución de banca múltiple²⁷ o de una casa de bolsa operadora de sociedades de inversión, pueden elevarse si cuentan con el apoyo de *inversionistas institucionales* cuyas actividades los obliguen a mantener grandes reservas en valores de largo plazo, como el caso de las instituciones de seguros.²⁸

²⁶ "Para el primer semestre de 1993 existían 22 grupos financieros constituidos, de los cuales doce estaban encabezados por un banco y una casa de bolsa, dos por un banco, cuatro por una casa de bolsa y los restantes por otros intermediarios. Dichos grupos financieros representaban aproximadamente a) el 97% de la captación total de recursos de la banca; el 89% de los valores en custodia en las casas de bolsa; el 13% de las primas emitidas por las aseguradoras; el 84% de la inversión neta llevada a cabo por las arrendadoras; el 79% del financiamiento otorgado por las empresas de factoraje, y el 40% de los certificados de depósito de las almacenadoras." Gilberto Ramirez. "Un paso más en la consolidación del futuro financiero en México". *Alto Nivel*, Mayo 1993 p.9-12

²⁷ Un *banco múltiple* es el resultado de la integración de un *banco comercial* -aquel que obtiene sus recursos por la vía de depósitos a la vista, de ahorro, y que por lo general concede crédito a corto plazo únicamente- y un *banco de inversión* -aquel que obtiene sus recursos emitiendo valores y aceptando depósitos a plazos relativamente largos, y con los cuales da crédito a largo plazo a empresas, también garantizan valores emitidos por éstas y se encargan de colocarlos en el mercado- G. Mántey, *Lecciones de Economía Monetaria*, UACyP-CCH-UNAM México 1994 p. 36

²⁸ "Las compañías de seguros pueden elevar la eficiencia del grupo por tres razones:

De esta manera, y en términos generales, hoy, la gama de productos financieros que ofrece una institución de *banca universal* va desde los tradicionales, como depósitos en cuenta corriente o a la vista, instrumentos de inversión a diferentes plazos y rendimientos, tarjetas de crédito, etc., hasta el manejo de portafolios de inversión²⁹ o bien, servicios de asesoría y contratación de seguros, en lo que se ha dado en llamar *sistema banca-seguro*.

En el futuro la lista será mucho mayor, en la medida en que la competencia siga siendo el factor determinante para efectuar **innovaciones de carácter financiero**.

Este planteamiento nos introduce al concepto de mercado de valores, pues éste, si se define con precisión, incluye las instituciones que administran instrumentos de crédito a corto y largo plazo, las políticas necesarias para su buen funcionamiento, así como las medidas dirigidas a incrementar la efectividad de las instituciones existentes, mediante el desarrollo de nuevos instrumentos financieros.

1.5 MERCADO DE VALORES

El mercado de valores constituye el mecanismo de emisión, colocación y distribución de títulos y valores, es decir, representa dentro del sistema financiero el medio para el comercio entre oferentes y demandantes de valores; de ahí que las figuras principales de este rubro financiero sean los inversionistas y los emisores.

Los primeros buscan colocar e invertir sus recursos adquiriendo (o vendiendo) títulos, con el fin de obtener un rendimiento (o una *ganancia de capital*); por su parte, los emisores concurren al mercado como una opción de financiamiento mediante la oferta de instrumentos que representan parte de su capital social (acciones) o valores garantizados con un crédito respaldado por la institución (obligaciones, títulos de deuda, etc.).

i) porque, como cualquier otro cliente, elevan el flujo de caja del banco al depositar temporalmente sus ingresos por ventas de seguros;

ii) porque al invertir sus reservas en acciones de otras empresas pueden influir en los consejos de administración de éstas y hacer que sus operaciones bancarias se realicen en el banco del del grupo...;

iii) porque al invertir sus reservas en valores, las compañías de seguros podrían adquirir aquellas emisiones garantizadas por el banco del grupo que estuvieran en proceso de maduración... En otras palabras, habría una especialización dentro del grupo... Dentro de este esquema de *división del trabajo*, al banco le corresponden las tareas de elevar la rentabilidad de las empresas (mediante la asignación del crédito), y de realizar la ganancia derivada de la capitalización de utilidades (aumentando el capital social de las empresas empleando el incremento en las utilidades para pagar dividendos a nuevas acciones que se emitían). A la compañía de seguros, por otra parte, le corresponde la tarea de adquirir los valores a precios artificialmente altos, mientras estos se fortalecen (es decir al elevarse la rentabilidad de las empresas con el crédito". *Ibid* p. 38-39

²⁹ El manejo puede incluir administración, valuación y asistencia

Bajo estas condiciones, el mercado de valores representa una fuente importante de intermediación financiera nacional, dada su relación con el desarrollo de proyectos productivos y su alto potencial para la atracción de recursos internos y externos.

Dicha intermediación de valores y títulos corresponde a las **casas de bolsa** y a los **especialistas bursátiles**³⁰, que son corporaciones empresariales cuya organización, funciones y responsabilidades están definidas por la Ley del Mercado de Valores; además forman parte del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, a la vez que son los accionistas de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

Una casa de bolsa actúa como suscriptor primario en una oferta pública de valores y, también como intermediario en transacciones secundarias dentro de los principales mercados (el *de capital* o el *de dinero*) en los pisos de remate de la BMV o a través de los sistemas automatizados de la misma Bolsa.

Mercado Primario y Mercado Secundario

Dependiendo de en qué momento se efectúa la intermediación, se puede hablar de los mercados primario y secundario.

Con el nombre de mercado primario se designa al mercado donde es hecha una *oferta de valores o acciones por primera vez*, es decir, cuando la emisora obtiene *recursos frescos* a través de una *oferta pública*; mientras que en el mercado secundario las operaciones se realizan entre inversionistas, quienes compran o venden de acuerdo a sus necesidades de recuperar recursos financieros, toma de utilidades, diversificación de su portafolio o búsqueda de mejores oportunidades de utilidad, riesgo o liquidez.

El objetivo es que ambas partes del mercado funcionen de manera uniforme, de modo que se complementen la una con la otra, pues, a menos que exista un mercado secundario eficiente que provea la liquidez necesaria a los inversionistas los ahorradores se mostrarán *reacios* a invertir directamente en emisiones de empresas nuevas o en nuevas emisiones de empresas ya existentes.

Las transacciones del mercado secundario se llevan a cabo en los pisos de remate de la BMV con la participación de las casas de bolsa a través de sus corredores de

³⁰ Hasta principios de 1990, sólo existía un tipo de intermediario: las casas de bolsa; pero el decreto del 28 de diciembre de 1989 publicado en el Diario Oficial el 4 de enero de 1990, que reformó y adicionó a la Ley del Mercado de Valores, contempló la autorización legal de un nuevo tipo de intermediario: el **especialista bursátil**.

piso autorizados, quienes actúan de acuerdo con las instrucciones dadas por sus clientes y los precios determinados por la libre interacción de la oferta y la demanda.

El mercado secundario se distingue por su dinamismo y *variabilidad*, pues en una simple sesión, un título o valor puede cambiar numerosas veces de manos a la vez que su precio puede estar variando, moviéndose a la alza o a la baja en cada una de esas transacciones.

Renta Fija y Renta Variable

En cuanto a la clasificación de los títulos, dependiendo de su *naturaleza* y los *beneficios esperados*, pueden ser de renta variable o de renta fija.

Esta distinción es relevante con respecto a las estrategias de inversión, dado que indica los diferentes *grados de riesgo*.

Los títulos de renta variable, tales como las acciones, representan bienes, y su valor fluctúa dependiendo de las condiciones del mercado, la situación financiera de la compañía emisora, su potencial para ganancias futuras y los efectos derivados de la oferta y la demanda (*bursatilidad*).

Los valores de renta fija, por su parte, ofrecen a sus tenedores una renta preestablecida, lo que los hace instrumentos de crédito. Asimismo, son emitidos con una fecha de vencimiento específica; mientras que los títulos con renta variable no tienen especificada una fecha de vencimiento, y su retención depende completamente del interés del inversionista por conservarlo.

Plazo de la Inversión

Otro aspecto a considerar en los títulos y valores es el *plazo de la inversión*; de ahí que los instrumentos de inversión a *largo plazo*, esto es cuyo término de vencimiento es superior a un año, forman parte del denominado **mercado de capital**, donde pueden mencionarse a las acciones, las obligaciones o los fondos mutuos.

El objetivo de estos instrumentos es contribuir al incremento de capital con el vencimiento y proceso de valuación del instrumento; no obstante, el tenedor de

titulos y valores puede vender en cualquier momento, ya sea por liquidez o por una reestructuración estratégica en su portafolio de inversión.

Por otra parte, en el **mercado de dinero**, se operan las categorías de crédito a *corto plazo*, es decir donde los plazos de vencimiento son menores a un año, y en ocasiones menores a un mes.

Los inversionistas de este mercado buscan un rendimiento fijo en sus fondos y esperan recuperar éste rápidamente. Los emisores por su parte, ofrecen este tipo de instrumentos para mantener un flujo balanceado de recursos.

Otro tipo de transacciones llevadas a cabo en los pisos de **rentate de BMV** corresponden al **mercado de metales**, que incluye la compra y venta de monedas acuñadas, tales como centenarios y onzas *troy* de plata.

INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE CAPITAL

ACCIONES

de compañías industriales, comerciales y de servicios
de compañías de seguros y fianzas
de casas de bolsa
de sociedades de inversión común
de sociedades de inversión de renta fija
de sociedades de inversión de capitales

OBLIGACIONES

Hipotecarias: Aquellas que están respaldadas por activos fijos específicos de la empresa emisora

Convertibles: Aquellas que bajo ciertas condiciones pueden ser intercambiadas por acciones de la empresa emisora

Quirografarias: Aquellas respaldadas únicamente con la firma de la empresa que las emite; y otras como las denominadas en moneda extranjera, las corporativas, con rendimiento compuesto, etcétera.

BONOS

Bonos Bancarios de Desarrollo (BBDs): Títulos emitidos por instituciones bancarias de desarrollo que documentan créditos en favor de esos bancos, los cuales los utilizan para promover el desarrollo en sus áreas de competencia. Son documentos a largo plazo, pagan intereses que se consideran fijos periódicamente y, considerando la garantía del emisor, prácticamente carecen de riesgo.

Bonos de Renovación Urbana del D.F. (BORES): fueron emitidos en 1986 para indemnizar a los propietarios de los inmuebles expropiados por el Gobierno del Distrito Federal a raíz de los terremotos.

CERTIFICADOS

Certificados de Participación Inmobiliaria (CPIs): Certificados de participación ordinaria en fideicomisos constituidos con bienes raíces por empresas privadas.

Petrobonos: Certificados de participación ordinaria y bonos amortizables por un fideicomiso de Nacional Financiera, garantizados por cierto número de barriles de petróleo.

Certificados de Plata (CEPLATAS): Certificados de participación ordinarios en un fideicomiso constituido por el Banco de México y dos empresas mineras. Su precio está asociado al precio de la plata en el mercado de Nueva York y al tipo de cambio.

INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE DINERO

Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES)

Títulos de crédito al portador, emitidos por el Gobierno Federal a través de subastas públicas hechas por el Banco de México. Se colocan con descuento (a un precio menor a su valor de amortización) por lo que el rendimiento que se obtiene al invertir en ellos, es a través de *ganancias de capital*; sus plazos de vencimiento son a 28, 91, 182 y 364 días. Son el instrumento *líder* en este mercado, además son utilizados por las autoridades monetarias para el financiamiento a corto plazo del Gobierno Federal, para regular la oferta monetaria y; hasta hace algún tiempo, las tasas de interés.

Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES)

Títulos-valor que documentan créditos en dólares que el Banco de México otorga al Gobierno Federal y que se colocan en el mercado de valores. Su rendimiento es a través de ganancias de capital y se les considera valores de renta fija.

Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS)

Son títulos de crédito denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar, en una fecha determinada, una suma en moneda nacional, equivalente al valor de dicha moneda extranjera, calculado al tipo de cambio libre.

Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES)

Fueron emitidos por el Gobierno Federal con el propósito de financiar proyectos de desarrollo a largo plazo. Las primeras emisiones fueron a un año de plazo, su riesgo es nulo y pagan intereses periódicamente.

Bonos Ajustables del Gobierno Federal (AJUSTABONOS)

Son títulos de crédito a largo plazo, denominados en moneda nacional, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno de pagar una suma determinada de dinero. Estos bonos proporcionan a los inversionistas cobertura contra el riesgo de erosión del valor real de sus ahorros ya que periódicamente su valor es ajustado de acuerdo a los cambios del Índice Nacional de Precios al Consumidor.

Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV)

Los bancos reciben directamente de sus clientes depósitos que documentan como PRLV, y son valores que los bancos colocan en la Bolsa, caracterizándose porque los intereses se pagan al vencimiento del contrato y, porque los plazos especifican cierto número de meses.

Aceptaciones Bancarias

Letras de cambio emitidas por empresas medianas o pequeñas, y avaladas por instituciones bancarias con base en créditos que la institución aceptante concede a las emisoras.

Papel Comercial

Pagarés que se utilizan para documentar créditos a corto plazo y sin garantía específica. Los rendimientos que ofrecen a los inversionistas provienen de ganancias de capital ya que se colocan a descuento. Existen tres tipos: Avalado, Quirografario e Indizado al tipo de cambio.

CAPITULO 2

BOLSA MEXICANA DE VALORES

2.1 ANTECEDENTES

Cuando se habla de mercado de valores es común asociar éste concepto al de bolsa de valores, y aunque ésta última constituye el medio físico para propiciar la aproximación a un "mercado", en el cual, todos los participantes tengan información completa sobre las ofertas, demandas y operaciones de títulos, no debe confundirse con el mercado mismo, ya que éste tiene un significado más amplio al ser el mecanismo que, por cualquier medio, pone en contacto la oferta y la demanda.

No obstante, en nuestro país, tanto la existencia de un mercado de acciones y bonos como la de un núcleo operativo de éste, tienen sus antecedentes en un mismo momento histórico, hace poco más de un siglo.

El afianzamiento del régimen porfirista que provocó el desarrollo de la incipiente, pero progresiva industria, así como un auge en la producción exportable de metales preciosos y metales industriales; hizo que en la capital de la República, aumentara notablemente el grupo de personas nacionales y extranjeras, que de una manera especial, se venía dedicando a la compra y venta de títulos mineros o bien a servir de intermediarios entre los interesados en adquirir tales papeles y aquellos que los vendían.

En poco tiempo estas reuniones, llevadas a cabo en la segunda calle de Plateros (hoy Francisco I. Madero) donde se hallaba establecida la Pastelería de la viuda de Genin, adquirieron mayor importancia, incorporándose valores emitidos por otro tipo de compañías e instituciones, que sumado a la suscripción de acciones y formulación de escrituras de nuevas empresas, despertaron el interés entre los inversionistas por los negocios bursátiles.

Lo anterior, y la necesidad de unirse más los que verdaderamente eran especialistas en la materia, motivó a que, el 21 de octubre de 1894, fuera fundada la primera bolsa de valores de nuestro país, la Bolsa de México, estableciendo sus salones y oficinas en la casa número 9 de la calle de Plateros antes mencionada.

En esta primera Bolsa de México, fue donde se iniciaron los remates de acciones de empresas emisoras como el Banco Nacional de México, el Banco de Londres y México, la Compañía Industrial Orizaba y las fábricas de Papel San Rafael.

Sin embargo, la inadecuada organización que se le dió a la bolsa y el sistema poco práctico que en ella se implantó, hicieron que poco a poco las negociaciones se redujeran a su mínima expresión de tal forma que, en 1896 ya no se registraban operaciones, y la institución cerró. Este hecho, no extinguió las aspiraciones de establecer locales y mecanismos que facilitaran las

relaciones y operaciones entre la oferta y demanda de valores; por el contrario, fueron llevados a cabo, más o menos, varios intentos de organizar núcleos operativos, aunque por numerosas razones, desaparecían al poco tiempo.

Fue hasta principios de siglo, que los corredores y agentes se percataron de la conveniencia de tomar un local por cuenta propia y, suscribiendo en poco tiempo el capital para fundar una bolsa, tomaron en arrendamiento la parte del edificio de la Compañía de Seguros la Mexicana, en el callejón de la Olla (hoy primera cerrada de 5 de Mayo), quedando constituida, por escritura con fecha 4 de enero de 1907, la Bolsa Privada de México y que el 3 de junio de 1910 se transformaría en la Bolsa de Valores de México.

Durante la Revolución Mexicana, los valores de compañías mineras y de empresas explotadoras de petróleo aumentaron las opciones de inversión, pero todavía los inversionistas manifestaban escaso interés, debido a que algunas de estas últimas empresas eran consideradas poco confiables.

Años después, un decreto publicado en 1916 concede autorización para la apertura de un local dedicado específicamente a la negociación de valores, aunque previene la intervención directa de la Secretaría de Hacienda. Reglamentos subsecuentes dictaminaron que: las transacciones con títulos-valor y los establecimientos en que se realizaran quedan sujetos a la inspección de la Comisión Nacional Bancaria (1928).

Para 1932 el Gobierno Federal reconoció la importancia alcanzada por el mercado de valores, al incluir en su nueva Ley General de Instituciones de Crédito un capítulo especial sobre "Bolsas de Valores", llegando incluso a considerarlas organizaciones auxiliares de crédito del sistema bancario. Además otorgó la concesión al organismo que, en 1933, se transformaría en la Bolsa de Valores de México S.A..

Hasta entonces el mercado accionario nacional fue preponderantemente minero, con algún espacio para las acciones bancarias y menor importancia del sector industrial. Sin embargo, al inicio de los años 40, es la minería la que pasa al último lugar, pues México inicia su transformación en busca de una industrialización avanzada; de ahí que, la expansión extraordinaria que minas y bancos habían adquirido en bolsas extranjeras desde el Porfiriato, comenzaron ahora a concentrarse al ámbito nacional.

Dada la significación y desarrollo alcanzados por el mercado, las autoridades financieras crearon, en 1946, la Comisión Nacional de Valores CNV.

Para 1960, existían en México tres Bolsas de Valores organizadas: la Bolsa de Valores de México, establecida en la capital en 1907; la Bolsa de Valores de Monterrey, establecida en 1950 y, la Bolsa de Valores de Occidente, establecida en Guadalajara en 1960.

De las tres, la Bolsa de la Ciudad de México era la más importante, manejando más del 90% del volumen total de transacciones en acciones y bonos llevadas a cabo en conjunto y, aunque en ese tiempo, el volumen de transacciones efectuado por las tres bolsas organizadas era relativamente bajo, el monto de los fondos canalizados a través de los mercados de dinero y capital por medio de emisiones de valores de renta fija, era considerable.

El año de 1970 marca claramente el principio de una nueva etapa en el desarrollo del mercado de valores y de su núcleo operativo.

En ese año, la SHCP solicita a la Bolsa de Valores de México, la elaboración de un proyecto de Ley General de Bolsas de Valores, además de su reglamento interior. Este precedente serviría de base para que en 1975 se optara por emitir un precepto que conjugase y ampliase a toda la legislación inherente, promulgándose así la Ley del Mercado de Valores LMV (DOF 2 Ene 1975), que dentro de sus aspectos más relevantes contempló el fortalecimiento de los agentes de valores en su calidad de personas morales (casas de bolsa), una clara definición de las responsabilidades y deberes de la CNV y los requisitos tanto de emisión como de intermediación en el mercado.

Esta Ley, junto con otras reformas financieras anteriores, conduciría a la creación de la Bolsa Mexicana de Valores SA de CV (BMV) como resultado de la fusión acordada en 1975 por los socios de la Bolsa de Valores de Occidente, la Bolsa de Valores de Monterrey y la Bolsa de Valores de México, a fin de eliminar la fragmentación regional del mercado de valores.³¹

Pese a esta institucionalización, el contradictorio ejercicio de la política económica provocó la postergación de desarrollo del mercado de valores durante el periodo 1975-1977: por una parte, el gasto expansivo orientado a sostener el ritmo de la actividad económica y satisfacer las demandas del desarrollo y, por la otra, paradójicamente, una política monetaria y crediticia contractiva, a efecto de atenuar las presiones inflacionarias.

El resultado económico de esta mezcla de políticas, hizo acentuar la desviación de los recursos disponibles hacia las esferas de mayor rentabilidad en el corto plazo, particularmente hacia los circuitos monetarios y cambiarios.

³¹ Se adoptó como local el edificio de la calle de Uruguay número 68

2.2 EVOLUCION

Durante 1978, año en que la economía mexicana vivió el auge petrolero de aquel entonces, el optimismo en aumento de los inversionistas acerca de las perspectivas de las empresas mexicanas se había expresado en una fuerte demanda por sus acciones en la BMV, lo cual había empujado el precio de éstas en el mercado hasta casi cuatro veces su valor contable.³²

Los inversionistas reconocieron que en los primeros meses de 1979 se estaban pagando ya precios exagerados por las acciones de esas empresas, por lo que su valor en las transacciones registradas en el mercado empezó a ajustarse a magnitudes más acordes con el potencial económico de las compañías, es decir con su verdadera capacidad para generar utilidades y reinvertirlas o distribuirlas como dividendos a sus accionistas.

Este ajuste a la baja de los precios de las acciones fue la terminación natural de la tendencia de valuación ascendente que había degenerado en un proceso especulativo a principios de 1979.

Poco después, a partir de junio de 1981, la economía mexicana entró en una severa crisis a raíz de que los precios del petróleo en el mercado internacional empezaron a bajar. Las expectativas del público inversionista acerca de las utilidades futuras de las empresas que participaban en la BMV se volvieron mucho menos favorables, lo cual se reflejó a su vez en menores cotizaciones de sus acciones en el mercado. Para diciembre de 1982, cuando la crisis se manifestaba con gran crudeza, el precio de las acciones cotizadas en la BMV llegaba apenas a 35% del valor contable de las empresas³³. Los inversionistas veían un pobre potencial económico en éstas compañías y, por ello, solo estaban dispuestos a pagar precios muy bajos a cambio de sus acciones.

Este estado deprimido del mercado accionario mexicano se mantuvo prácticamente inalterado durante el periodo 1983 a 1985, con algunas variaciones menores que obedecían a ligeros cambios en las expectativas que el público tenía respecto al futuro de la economía nacional y sus implicaciones para las empresas. Todavía en junio de 1986, el precio de las acciones cotizadas en la BMV llegaba únicamente a 45% de su valor contable.

Sin embargo, a partir de julio de ese año la situación cambió notablemente. Los inversionistas aceptaban pagar múltiples crecientes de valor contable de las acciones al adquirirlas. De esta manera, para diciembre de 1986, el precio de las acciones comerciadas en la BMV

³² El calculado según prácticas convencionales de contabilidad de activos y pasivos

³³ Las cifras presentadas fueron tomadas de *Las Razones y las Obras Crónica del Sexenio 1880-1988* editado por el FCE y la Presidencia de la República, varios tomos y del *Informe Anual* de la Bolsa Mexicana de Valores, varios años.

reflejaba ya 85% del valor contable de las empresas y, entre enero y julio de 1987 esa proporción ascendió rápidamente hasta llegar a 230%, nivel comparable al registrado en la segunda mitad de 1980. El público en la BMV había vuelto a considerar atractivo comprar acciones de empresas en el mercado bursátil y la mayor demanda por éstos títulos financieros empujó de nueva cuenta sus precios al alza.

Mientras que entre el primero de enero y el primero de julio de 1986 el **Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC)**³⁴ de la BMV pasó de un nivel de alrededor de 11 000 puntos a otro ligeramente superior a los 15 000 puntos (incremento de 36.6%); para el segundo semestre de ese año el crecimiento del IPyC se disparó: la apreciación de los valores bursátiles en el periodo julio a diciembre de 1986 fue de 213.6%. El IPyC llegó al final del año a 47 101 puntos, o sea, 299% mayor que su nivel de 12 meses antes.

Con esta tasa de rendimiento, las inversiones en el mercado accionario nacional superaron por un amplio margen de ventaja a las demás opciones financieras de inversión en México y en el extranjero. Los factores que se conjugaron a lo largo del segundo semestre de 1986 y en los primeros meses de 1987 para que el público inversionista mexicano adquiriera acciones de empresas en la BMV fueron varios.

Por una parte, en el tercer trimestre de 1986, el gobierno de México consiguió el apoyo de los principales organismos financieros internacionales para integrar un importante paquete crediticio que permitiera a la economía mexicana recuperarse en los siguientes dos años del brusco impacto recesivo que le había ocasionado la crisis petrolera mundial de finales de 1985. El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos y la Junta de Bancos de Reserva Federal de ese país respaldaron a mediados de 1986 al gobierno de México en su negociación con la banca internacional para que la deuda externa del país se restructurara a largo plazo.

Por otro lado, como parte de la política económica seguida en México durante 1986 para hacer frente a la crisis petrolera de ese año se adoptaron dos medidas de gran importancia:

- 1) un rápido encarecimiento del dólar en relación con el peso y,
- 2) una elevación de las tasas de interés nacionales.

La apreciación del dólar ante la moneda nacional volvió comparativamente más rentables a las empresas exportadoras que aquellas orientadas hacia el mercado nacional. Buen número de las

³⁴ El IPyC es el principal indicador del mercado accionario, ilustra el comportamiento de un conjunto de emisoras representativas del universo de empresas que cotizan en bolsa con respecto a su valor de capitalización. El valor de capitalización o de mercado de una compañía es el número de acciones tantas veces el precio por acción.

principales compañías exportadoras del país se cotizaban en la BMV, de tal forma que los inversionistas se interesaron cada vez más en comprar sus acciones; mientras que, el notable aumento de las tasas de interés nacionales la situó a finales de 1986 bastante por arriba de la inflación que se vivía en el país, además de hacerlas más atractivas que los rendimientos ofrecidos en los mercados financieros internacionales. Esto estimuló la entrada de capitales privados al país desde el extranjero.

La conjunción de los factores anteriores creó un ambiente favorable para que los ahorradores canalizaran sus recursos a la adquisición de valores bursátiles. Entre diciembre de 1986 y marzo de 1987, la relación entre el valor de mercado y el mercado de las acciones cotizadas en la bolsa prácticamente se duplicó, al pasar de 85 a 160 por ciento, en términos aproximados.

El número de personas que ingresaron al mercado bursátil hacia mediados del año aumentó rápidamente. Muchos de estos inversionistas compraban "paquetes" formados por distintas acciones y valores de renta variable, ofrecidos por las casas de bolsa como fondos de inversión común. No obstante, otros inversionistas solicitaban acciones de empresas específicas, basando sus decisiones en información supuestamente privada acerca de las perspectivas de esas compañías en particular.

La demanda por títulos bursátiles empezó a tomar matices especulativos alrededor del mes de junio de 1987.

Para septiembre, la demanda de valores bursátiles alcanzaba magnitudes inimaginables en México, luego del quinto informe de gobierno del presidente De la Madrid y, no obstante, que los especialistas en el mercado advertían públicamente acerca de un inmediato ajuste a la baja de los precios y cotizaciones de los instrumentos negociados en la BMV, nadie parecía escuchar.

Es en octubre cuando se inicia un proceso de inestabilidad y descenso en los precios de los títulos, que culminaría el día 19 cuando, *"el espectro del caos financiero recorrió el mundo: el público en México escuchó en los medios electrónicos informativos la noticia de que unas horas antes los mercados bursátiles de París, Londres y Nueva York, entre otros, habían registrado pérdidas de gran importancia de tal suerte que, el pánico que imperaba en los medios financieros mundiales se apoderó también de los inversionistas mexicanos y del deseo de vender a cualquier precio sus títulos bursátiles"*³⁵.

Luego del desplome en los precios de la BMV y, tanto por el desengaño como por la pérdida real que sufrieron cientos de inversionistas, las autoridades iniciaron una investigación a

³⁵ *Las Razones y las Obras Crónica del Sexenio 1982-1988 Quinto Año.* FCE/Presidencia de la Rep. México 1987 p. 412

fondo de cada una de las casas de bolsa. En la mayoría de los casos se encontró que estas instituciones funcionaban conforme a los reglamentos y leyes aplicables. Sin embargo, en algunas de ellas había irregularidades que corregir.

Así, el colapso de la BMV en 1987 muy probablemente frenaría el notable crecimiento que venían teniendo las casas de bolsa en el país³⁶, a la vez que, llevaría al gobierno a considerar una serie de reformas en distintos aspectos del patrón financiero existente.

Las primeras medidas de reforma parecen haber estado guiadas por la búsqueda de desregular y liberalizar el sistema bancario, para aproximarlos a un funcionamiento de mercado y para mejorar su competitividad con las casas de bolsa en la gestión de los fondos que se canalizaban al mercado bursátil.

El conjunto de reformas al sistema bancario culminan en 1990 con la decisión gubernamental de reestablecer el régimen de banca mixta. En este contexto, es evidente que no puede asumirse la decisión de reprivatizar la banca como una simple desincorporación de empresas públicas o como una devolución de esas instituciones al sector privado. Antes bien, esta medida apareció como parte de un proyecto más amplio que buscó readecuar al sistema financiero. Lo que por una parte quiere decir, inducirlo a operar con mayor eficiencia y prepararlo para su internacionalización; pero también, por otra parte, implica adecuar su estructura de relaciones propias.

La inauguración del Centro Bursátil, en abril de 1990, simbolizó la realidad que vivía la BMV, y en general el Mercado de Valores, y fue también reflejo de su posición en el ámbito nacional e internacional. Actualmente, la BMV constituye una institución moderna, dinámica y eficiente, que busca elevar su capacidad de adaptación estratégica a los cambios que pudiera experimentar el entorno financiero y bursátil mundial.

La creciente importancia del financiamiento bruto del mercado de valores en el contexto nacional sobresale cuando se observa que en 1985, el bursátil era la mitad del de la banca, en 1988 estaba 181% por arriba y, en 1989 era casi dos veces mayor. Pero esta situación no fue exclusiva del mercado bursátil nacional; efectivamente, a pesar de la crisis de octubre de 1987, la década de los ochenta representó para los mercados accionarios del mundo, desarrollados y emergentes, una era de excepcional crecimiento.

³⁶ Los recursos del público ahorrador confiados a estos intermediarios habían pasado de 8.7 billones de pesos en enero de 1987 a 29.3 billones en julio y a 40 billones a principios de octubre, esto es, un crecimiento de 400% en solo 10 meses. *Indicadores Económicos*, Banco de México.

Mercados Emergentes

El término "Mercado Emergente" (ME) es, por su naturaleza, general y puede aplicarse a muy diversos y distintos tipos de países. Usualmente el término hace referencia a mercados de valores que están en vías de desarrollo, de una etapa incipiente hacia una más moderna y eventualmente más madura. No obstante, el término no está necesariamente vinculado a los mercados de valores, pues estos son simplemente uno de tantos indicadores reflejo del ritmo de desarrollo económico del país en cuestión.

El emerger o surgimiento de nuevas y crecientes economías es un proceso inevitable y paralelo al decaimiento de los países industrializados.

En los años cincuenta las economías industriales crecían a un 6% anual, estimuladas en gran parte por la reconstrucción de la posguerra; manteniéndose en 5% anual durante la década de 1960. Para los setenta, la crisis del petróleo, y en realidad las consecuencias de la inflación luego de la guerra de Vietnam, frenó el crecimiento de los países industrializados a apenas arriba del 3% anual y para los ochenta experimentaron el más lento ritmo de crecimiento desde la Gran Depresión, alrededor de 2.5% anual. Los noventa no parecen ser mejores, aún cuando los estándares de vida, en estos países, continúan en rápido ascenso (principalmente en Europa y Japón).

Por su parte, los llamados países en vías de desarrollo han experimentado un crecimiento promedio más o menos constante de 6% anual por casi 50 años desde la Segunda Guerra Mundial. Esta tendencia, sin embargo, no ha sido regular en conjunto.

Durante los años cincuenta, sesenta y setenta América Latina creció anualmente en 6%, mientras que en los países del Este asiático no se consiguió esa tasa hasta la década de 1960. Para los ochenta América Latina tuvo un crecimiento mínimo de 2% por año, mientras que en el Este asiático surgieron países con tasas del 8% anual. En los últimos diez años, los llamados "dragones" del Este asiático - Hong Kong, Corea del Sur, Singapur y Taiwan - junto con China han contribuido con el 18%, casi una quinta parte, del aumento en las exportaciones mundiales. Por su parte, África y el Medio Oriente se han estancado en muy variados niveles de producto.

Así, pues, el fenómeno de los Mercados Emergentes (MEs) tiene que ver más con el crecimiento económico y comercial que con los mercados accionarios y financieros. Sin duda, estos últimos son un instrumento clave para movilizar los capitales, pero el ingrediente esencial son las condiciones previas de crecimiento y desarrollo.

Fue precisamente en 1979, con la caída de los precios del petróleo y la consecuente recesión global, que llegó a su fin, para los países de América Latina, un periodo de casi 30 de alto crecimiento económico.

Los programas de desarrollo basados en subsidios, proteccionismo y sobreinversión, disminuyeron la capacidad de los sectores público y privado de estos países, volviéndolos ineficientes y agobiándolos con montos colosales de deuda.

Para 1990, la mayoría de los países de América Latina, incluido México, emprendieron la implementación de reformas estructurales que se consideraban necesarias para llevar a cabo una transición hacia economías más modernas y congruentes con el nuevo orden mundial. Medidas que incluyeron la reducción del déficit fiscal, control de la inflación, estabilización cambiaria, liberalización comercial, privatización de empresas públicas, entre otras.

La creación de un mercado de valores eficiente fue identificada de inmediato como una meta importante en la reforma del sector financiero, ya que el aumento de recursos en dicho mercado posibilitaría a las empresas dentro del sector privado a optar por la vía del financiamiento bursátil. Además, el mercado de valores tendría el efecto benéfico de proporcionar un vehículo más para la movilización de los ahorros del sector inversionista privado, especialmente de la élite capitalista que surgió con considerables montos de riqueza de los años de crecimiento económico expansivo.

Dentro de la comunidad financiera, existe una gran confusión sobre lo que exactamente constituye un ME. La definición utilizada por la **International Finance Corporation (IFC)**, una organización afiliada al Banco Mundial y la más grande fuente de información estadística sobre MEs, es la que ha alcanzado la mejor aceptación. La IFC tiene clasificados a los MEs como aquellos correspondientes a países en vías de desarrollo con economías *de bajo a mediano ingreso*, tal y como fueron definidos por el Banco Mundial en 1993³⁷.

Es importante enfatizar que la mayoría de los MEs poseen un conjunto bien definido de características cuantitativas y cualitativas que son particularmente notables cuando se les contrasta con los mercados desarrollados, como su tamaño relativamente pequeño, su actividad de mercado

³⁷ Ese año, el criterio de clasificación de las economías definido por el Banco Mundial era: economías de bajo ingreso aquellas con un PIB per cápita de 675 dólares o menos en 1992; economías de mediano ingreso aquellas con un PIB per cápita de 675 a 8,355 dólares en 1992; economías de alto ingreso aquellas con un PIB per cápita de 8,355 dólares o más en 1992.

reducida, volatilidad elevada, mecanismos institucionales insuficientemente desarrollados y acceso limitado a la inversión extranjera³⁸.

No obstante, el interés en los MEs aumentó rápidamente en los últimos cuatro o cinco años. Particularmente, el volumen diario en los cuatro más grandes mercados accionarios de América Latina (México, Brasil, Chile y Argentina) aumentó de 75 millones de dólares en 1990 a casi 175 millones en 1993, impulsado en gran parte por los *inversionistas institucionales* extranjeros. Sin embargo, las nuevas emisiones de mercados emergentes cayeron bruscamente en 1994 frente a 1993, especialmente debido a las fluctuaciones en los mercados de crédito estadounidenses, es decir, a los movimientos en las tasas de interés de ese país³⁹.

Efectivamente, los movimientos en los precios de las acciones, y de éstos su demanda, por definición, reflejan los cambios en el valor descontado de los dividendos futuros esperados (es decir las utilidades esperadas de la emisora). Por ello, tales movimientos están influenciados por cambios inesperados en los factores macroeconómicos que afectan las utilidades de las compañías y la tasa implícita a la cual dichas utilidades serán descontadas en el mercado: particularmente variables como el crecimiento en el producto interno bruto, la inflación y las tasas de interés.

Estudios empíricos dentro de los mercados desarrollados, han confirmado la facultad de estos factores macroeconómicos en la explicación de los movimientos en los precios de las acciones en el largo plazo, y no existe razón para pensar que los resultados pudieran ser sustancialmente diferentes en los MEs; pero el pronóstico de cambios en las utilidades futuras y movimientos en la tasa de interés en países en vías de desarrollo se complica con factores adicionales, tales como, cambios significativos y frecuentes en la política económica interna, alta sensibilidad a sucesos económicos externos, y entornos políticos inciertos; rasgos que parcialmente explican los altos niveles de volatilidad que caracterizan a los MEs.

No obstante, uno de los principios o máximas en materia de inversiones, nos dice que el riesgo puede ser reducido a través de la **diversificación**.⁴⁰

³⁸ El tamaño de un mercado de valores está dado por la *capitalización* de éste, es decir, por el valor total del mercado al final de un periodo: número de acciones tantas veces el precio por acción. La actividad del mercado está generalmente medida por el *valor total comerciado*, el *volumen negociado* y el *grado de concentración* de las transacciones. La *volatilidad* del mercado está medida por la desviación estándar de los rendimientos. El *desarrollo institucional* de un mercado comprende la calidad/disponibilidad de información relacionada a éste, la eficiencia y disposiciones acordadas en la custodia de valores, así como al grado de protección al inversionista.

³⁹ *Emerging Stock Markets Factbook 1995*. International Finance Corporation. Emerging Markets Data Base. Central Capital Markets Dept. Washington DC EUA 1995

⁴⁰ El premio Nobel en economía fue otorgado en 1990 a Harry Markowitz, por una rigurosa explicación de este fenómeno. El enfoque de **portafolio de inversión**, introducido por Markowitz en 1952, fue uno de los mayores avances teóricos dentro de la teoría financiera moderna.

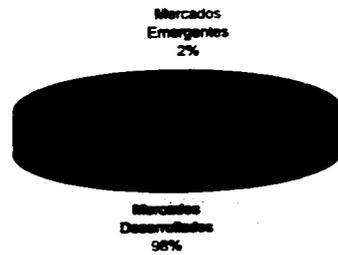
CAPITALIZACIÓN DE MERCADO 1982-1994
(Millones de dólares-EUA)*

Año	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
 Mercados Emergentes													
Argentina	974	1.386	1.171	2.037	1.591	1.519	2.025	4.225	3.268	18.509	18.633	43.967	36.864
Brasil (Sao Paulo)	10.249	15.102	28.995	42.768	42.086	16.900	32.149	44.398	16.354	42.759	45.261	99.430	189.261
Chile	4.395	2.599	2.106	2.012	4.062	5.341	6.849	9.587	13.654	27.884	29.644	44.622	68.195
Colombia	1.322	857	762	416	822	1.255	1.145	1.136	1.416	4.036	5.681	9.237	14.028
Filipinas	1.981	1.389	834	669	2.008	2.948	4.280	11.985	5.827	10.197	13.794	40.327	55.519
Grecia	1.923	964	766	765	1.129	4.464	4.285	6.378	15.228	13.118	9.489	12.319	14.921
India (Bombay)	7.058	7.178	6.370	14.384	13.588	17.057	23.623	27.318	38.587	47.730	65.119	97.676	127.515
Indonesia	144	101	85	117	81	68	253	2.254	8.061	6.823	12.038	32.953	47.241
Jordania	2.845	2.713	2.188	2.454	2.839	2.643	2.233	2.182	2.001	2.512	3.365	4.891	4.594
Korea	4.408	4.387	6.223	7.381	13.924	32.905	94.238	140.948	110.594	98.373	107.448	139.420	191.778
Malasia	13.903	22.796	19.401	16.229	15.065	18.531	23.318	38.842	48.611	58.627	94.004	220.328	199.276
México	1.739	3.886	2.167	3.886	6.888	8.371	9.878	10.978	10.978	10.978	10.978	10.978	10.978
Nigeria	1.458	2.670	3.191	2.743	1.112	974	980	1.086	1.372	1.682	1.121	1.029	2.711
Pakistán	877	1.126	1.228	1.370	1.710	1.980	2.480	2.487	2.890	7.326	8.028	11.602	12.263
Portugal	92	84	73	192	1.530	8.857	7.172	10.618	9.201	9.613	9.213	12.417	16.294
Tailandia	5.086	7.599	9.889	10.432	15.367	48.634	120.017	237.012	100.710	124.864	101.124	195.198	247.325
Tailandia	1.280	1.486	1.720	1.856	2.878	5.485	6.811	25.648	23.886	35.615	58.259	130.510	131.479
Turquía	952	968	956	-	935	3.221	1.135	6.783	19.085	15.703	9.931	37.496	21.605
Venezuela	2.415	2.792	-	1.128	1.510	2.278	1.816	1.472	8.361	11.214	7.600	8.010	4.111
Zimbabwe	355	285	176	380	410	718	774	1.067	2.395	1.394	628	1.433	1.828
Otros	3.544	3.452	3.798	4.116	16.595	20.064	18.942	16.467	7.487	8.195	217.417	292.270	411.918
Total MEs	86.980	83.222	92.127	115.224	145.164	204.193	368.289	615.288	471.783	642.852	956.858	1.636.106	1.928.972
 Mercados Desarrollados													
Alemania	66.900	62.600	78.480	183.785	257.677	213.166	251.777	365.176	379.389	393.454	348.138	463.476	470.519
Canadá	103.500	140.600	136.700	147.000	166.300	216.817	241.880	291.328	241.920	286.874	243.018	326.524	315.009
Estados Unidos	1.520.167	1.088.083	1.082.945	2.324.846	2.636.586	2.586.880	2.793.816	3.505.888	3.089.651	4.089.479	4.467.833	5.223.768	5.081.810
Francia	28.000	38.100	41.100	79.000	149.500	172.048	244.833	384.841	341.686	348.063	350.858	456.111	451.263
Japón	430.817	585.184	667.049	978.683	1.841.785	2.802.852	3.806.680	4.382.587	2.917.679	3.130.863	2.396.004	2.969.756	3.719.914
Reino Unido	196.200	225.880	242.700	328.680	438.500	680.721	771.206	828.588	687.588	967.952	927.129	1.151.846	1.210.245
Otros	322.654	355.733	323.738	510.582	876.086	1.015.019	1.184.624	1.346.183	1.238.400	1.220.800	1.188.534	1.843.378	2.007.875
Total MDEs	2.670.238	3.388.880	3.350.632	4.551.688	6.367.446	7.891.613	9.404.616	11.062.419	9.078.343	10.447.505	9.882.614	12.484.857	13.256.635
Total	2.737.198	3.389.282	3.442.759	4.886.880	6.512.612	7.985.806	9.773.085	11.707.705	9.548.106	11.080.357	10.919.372	14.100.763	15.185.607

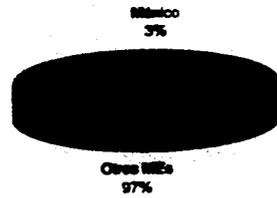
* Cambios al final del año
Otros MEs: China, Hungría, Perú, Egipto, Sri Lanka, etc.
Otros MDEs: Australia, Bélgica, Israel, Italia, Países Bajos, España, etc.

FUENTE: Emerging Stock Markets Factbook 1995

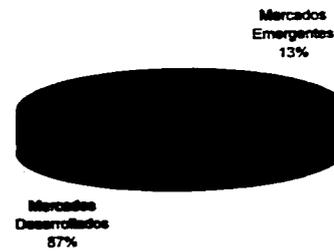
CAPITALIZACIÓN DE MERCADO 1982



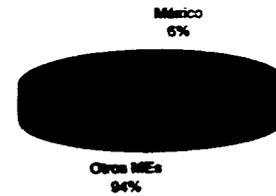
México dentro de los Mercados Emergentes 1982



CAPITALIZACIÓN DE MERCADO 1994



México dentro de los Mercados Emergentes 1994



Por ello, es importante que en un portafolio constituido por acciones, no todas dependan de las mismas variables económicas. De este modo, dado que las acciones en el portafolio no se mueven completamente en paralelo, las fluctuaciones en las *fortunas* de las acciones individuales serán al menos parcialmente compensadas unas con otras y el desempeño del portafolio será más estable que las fluctuaciones de los componentes individuales.

El principio de la diversificación estriba en que, conforme el número de títulos del portafolio aumenta, el *riesgo total* (o *varianza* de los rendimientos) de la cartera se reduce.

Claro está que, las acciones en el portafolio deben ser ampliamente diversificadas para alcanzar dicho efecto.

Ahora bien, dado que los movimientos de las economías en desarrollo (emergentes) y de sus mercados accionarios, no siempre están en sincronía con aquellos de las economías desarrolladas y sus mercados accionarios; puede lograrse una reducción adicional del riesgo mediante la inclusión en el portafolio, de títulos de compañías foráneas.

Un portafolio diversificado internacionalmente - que incluya acciones de compañías de países europeos, del este asiático, así como de norte y latinoamérica- tenderá a ser significativamente menos *riesgoso* que uno constituido solamente con acciones locales (o *domésticas*).

En resumen, puede decirse que la diversificación de las inversiones permite alcanzar tres propósitos:

- a) la distribución geográfica de las inversiones, por regiones, dentro de un mismo país, y países vecinos o lejanos;
- b) la distribución económica de las inversiones en diferentes ramas y sectores de una economía;
- c) la distribución financiera de las inversiones en títulos de distinta naturaleza.

En este sentido, la diversificación representa ventajas más atractivas para los inversionistas, ya que ofrece una inteligente distribución de los riesgos y la posibilidad de un mayor rendimiento de las inversiones, la participación en un gran número de empresas cuidadosamente escogidas, la vigilancia constante de los capitales invertidos, realizada por personas especializadas, la adaptación de las inversiones a cualquier circunstancia nueva, la posibilidad de participar en prósperas empresas locales y foráneas, y la de recobrar en cualquier momento el capital invertido.

Cualquier beneficio asociado con la inversión en títulos de MEs puede ser medido en el contexto del efecto de esas acciones sobre el riesgo, el rendimiento y la eficiencia riesgo/rendimiento total de la cartera o portafolio del inversionista.

De este modo, los inversionistas de mercados desarrollados, incorporarán en sus carteras o portafolios, acciones y títulos de MEs sólo si su inclusión induce a un aumento en el rendimiento total de la cartera sin incrementar el riesgo total, o bien, a una reducción del riesgo de la cartera que no afecte los rendimientos totales; es decir, **si aumenta la eficiencia riesgo/rendimiento de la cartera.**

2.3 PAPEL EN LA CONFORMACIÓN DE UN NUEVO PATRÓN DE FINANCIAMIENTO Y ACUMULACIÓN

En el periodo que transcurre entre el inicio de la crisis en 1982 y fines de 1987, el *capitalismo mexicano* experimentó modificaciones intensas y profundas, tanto en lo que se refiere al **patrón de acumulación** como en la esencia de las relaciones financieras. Los cambios en éstas fueron, básicamente, la dependencia creciente de la economía nacional respecto de la deuda externa, la **atadura de las finanzas públicas a un tipo de endeudamiento interno más oneroso que el tradicional** y la expansión de los mercados de dinero no bancarios.

La crisis desatada durante 1981 y 1982 fue un momento culminante en el **largo periodo de transformaciones y ajustes** que venía experimentando la economía mexicana desde los años 70.

La deficiencia y debilidad del sistema del sistema monetario-financiero nacional ante dicha crisis se evidenció en el comportamiento incontrolado del índice inflacionario, la fuga de capitales, la devaluación y todo tipo de prácticas especulativas. En consecuencia, se **presentaron una serie de restricciones a la continuidad de la reproducción ampliada del capital social**, tales como la inestabilidad de los precios y del tipo de cambio, el estrangulamiento del sector externo y de las finanzas públicas, así como la **falta de ahorro disponible para inversión productiva privada.**

Dentro de ese contexto, la estatización de la banca y el control de cambios decretados por el presidente López Portillo casi al final de su gestión, el primero de **septiembre de 1982**, parecieron ser decisiones que podían frenar las tendencias apuntadas; y que con ello el Estado podría recuperar la capacidad de regulación de los flujos de dinero internos y su articulación con los externos, a la vez que tendría el control en el uso y la distribución de los excedentes.

Sin embargo, el ascenso del presidente De la Madrid tres meses después de haberse decretado aquellas medidas, significó un cambio radical en los supuestos, los objetivos y las estrategias de la política económica con que se **haría frente a las mismas circunstancias críticas.**

Así, se fijaron dos premisas principales para la gestión de corto plazo:

- 1) que el pago de la deuda externa era una variable inamovible, con la idea de que el país debía volver a ser sujeto de crédito externo y campo confiable de la inversión extranjera directa, y
- 2) que para abatir las presiones inflacionarias se mantendría una severa contracción monetaria y crediticia, por lo cual se definieron condiciones que orillaron al gobierno a financiar su gasto a través de la colocación de títulos de deuda pública, impulsando con ello la expansión del mercado de valores.

Este impulso a dicho mercado, junto con el sostenimiento de altas tasas de interés para fomentar el ahorro nacional y evitar la fuga de capitales en el contexto recesivo del mercado interno, explica porque las empresas privadas, y en general todo el público en condiciones, trataran de valorizar su capital en el medio bursátil.

Efectivamente, ante una capacidad de ahorro deteriorada y la necesidad de cumplir con el servicio de la deuda externa, se aplicó una política económica que pretendió elevar dicho ahorro por medio de rendimientos financieros altos; pero dadas las circunstancias, la liquidez capturada por ésta vía no se convirtió en financiamiento a la inversión productiva, sino que se colocó en inversiones de cartera que redituaban altos beneficios en el corto plazo.

Así, este incremento del capital disponible canalizado como ahorro financiero⁴¹ no se tradujo en demanda efectiva que estimulara la producción; ésto incidió a su vez en menores ventas, producción en descenso y caída en la demanda de medios de producción, abatiendo los niveles de ingreso y empleo, a pesar de que continuaba incrementándose el ahorro nacional bajo forma financiera.⁴²

La nueva condición estructural por la cual el país se convirtió en un exportador neto de capitales tuvo una gran importancia, porque el endeudamiento externo había sido la salida tradicional del sector público ante las presiones de su déficit y la dificultad política de subsanarlo con fuentes internas, en razón de la disputa con los banqueros privados. Así, la participación de la deuda externa en el financiamiento del sector público se redujo de 33.6% en 1983 a 2.6% en 1985, elevándose dicha participación a 7.7% en 1986.

⁴¹ El ahorro financiero se define como el incremento de los activos financieros (título y obligaciones de mediano y largo plazos) del sector privado en bancos y en el gobierno.

⁴² Cabe hacer una distinción clara entre el ahorro propiamente dicho y los excedentes transitorios de liquidez: los excedentes transitorios de liquidez son aquellos fondos que los distintos sectores pueden poner a disposición del resto de la economía temporalmente, mientras no los requieran para efectuar sus propios pagos. En cambio el ahorro propiamente dicho lo conforman los fondos que no se destinan a satisfacer necesidades inmediatas y que, por consiguiente, pueden canalizarse hacia la inversión, a mediano y largo plazo.

Este cambio de signo en los flujos financieros con el exterior a partir de 1982, trajo como contrapartida la elevación de la deuda pública interna, con la cual se cubriría el déficit público, llevándolo a absorber recursos del sistema financiero de manera creciente, lo que explica la colocación del incrementado ahorro financiero privado.

Además de su gravitación sobre las finanzas públicas, la elevación del costo financiero de los recursos internos tuvo otros efectos en las relaciones de financiamiento, como la de impulsar al sector privado a buscar otras fuentes financieras menos onerosas.

Entre esas vías de financiamiento, surgió el denominado mercado *paralelo*, que correspondía a los flujos de fondos entre las empresas o particulares fuera de los marcos de la intermediación financiera institucional, realizados entre los que disponían de liquidez de corto plazo y aquellos que demandaban financiamiento y no encontraban satisfacción en la oferta de fondos bancarios. Otro signo de la recomposición en el conjunto de modalidades de financiamiento a la acumulación de capital, fue convertir la deuda externa privada en capital de las empresas a través de programas como FICORCA⁴³.

Finalmente, y quizá la más importante opción de financiamiento, fue el mercado bursátil.

A las casas de bolsa y sociedades de inversión se les adjudicó la responsabilidad de operar el mercado de capitales, como modalidad principal para el financiamiento a la acumulación del capital.

La situación de la banca estatizada quedó muy claramente delimitada: por una parte, por las elevadas tasas de interés activas que aumentaron el costo financiero de la inversión y que restringieron la demanda de créditos; y por la otra, con el incremento del encaje bancario hasta el 90%, absorbiendo todo el crédito bancario en beneficio del gobierno, hicieron que la banca comenzara a *perder terreno* frente al mercado de valores y los intermediarios bursátiles.

Así, la reforma financiera fortaleció los intereses de las fracciones capitalistas que dominaban los circuitos financieros bursátiles y, al mismo tiempo, generó las bases de una tensión entre banca estatizada y casas de bolsa, consistente en la competencia por el control de los recursos y el crédito.

⁴³ El Fideicomiso para Cobertura de Riesgos Cambiarios, se creó hacia la mitad de marzo de 1983, por razones de tipo institucional se instaló formalmente el 6 de abril como fideicomiso dependiente del Banco de México y empezó a operar los primeros días de mayo. El objetivo fundamental de este fideicomiso era establecer medidas que permitieran diferir el pago de la deuda exterior de las empresas con el fin de disminuir los requerimientos de divisas en momentos de aguda escasez, así como aliviar la situación financiera de las empresas y permitir la continuación del proceso productivo nacional. El mecanismo que se estableció consistía en la venta a futuro de divisas a una cotización especificada en el momento en que se efectuaba la transacción. FICORCA concluyó definitivamente sus actividades al completarse la reestructuración de los adeudos externos aún pendientes (Diario Oficial de la Federación 24/VIII/92).

Por otro lado, la misma permanencia del estancamiento económico con inflación, hizo que la intención de convertir al mercado de valores en un mercado de capitales, que procurará financiamiento de largo plazo, lo llevara a desarrollarse como un potencial espacio de alta e inmediata rentabilidad especulativa.

Fue así como, se llevó a cabo un desarrollo del sistema financiero con base en los intermediarios privados no bancarios, de los que se esperaba promovieran la acumulación de montos suficientes de dinero como para permitir el financiamiento de la inversión productiva, que debería acompañar al cambio estructural. Aunque se institucionalizó, al mismo tiempo, el mecanismo de transferencia de excedentes a una parte del sector privado por parte del sector público, a través de la deuda de éste último., lo que fue el fundamento de la acumulación financiera lograda por los grupos del gran capital nacional y las empresas trasnacionales en esos años.

En el contexto del nuevo patrón financiero, y en especial del nuevo significado asumido por el financiamiento de la deuda pública interna, el mercado de valores vive una expansión extraordinaria.

El impacto de ésta expansión se hace evidente en su proporción respecto al PIB. El importe operado total entre 1978 y 1982 alcanzó el 18.1% del PIB, mientras que entre 1982 y 1986 llegó al 70%, proporción que contrasta con la fase recesiva de la dinámica económica.

Al mismo tiempo este crecimiento refleja la importancia del mercado de valores como espacio de financiamiento a los sectores institucionales de la economía, en detrimento del sistema bancario.

Este auge del mercado de valores permitió la obtención de utilidades extraordinarias por parte de los principales inversionistas y casas de bolsa. Pero además de esos ingresos, estos agentes adquirieron una enorme capacidad para influir en la política económica, debido a su singular papel en el nuevo patrón de financiamiento y acumulación.

CAPITULO 3

MÉXICO EN LA INTERNACIONALIZACIÓN Y GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA

3.1 APERTURA COMERCIAL

Desde la Revolución Industrial la especialización de los hombres y la división del trabajo se han desarrollado notablemente. Lo mismo ocurrió en el plano geográfico: hoy un país ya no intenta producir todo lo que necesita, prefiere cambiar parte de sus riquezas por las riquezas de los demás. Estos intercambios (*importaciones y exportaciones*) son una variable que está estrechamente vinculada con la industrialización interna de cada país. Fue así como los países de Europa Occidental y de América del Norte, junto con Japón, se beneficiaron de la rápida expansión de su industria para dominar gran parte de la economía mundial.

Como en otros países de América Latina, en México la industrialización tomó impulso en la década de los cuarenta en el curso de la Segunda Guerra Mundial, que acentuó la necesidad de producir bienes que ya no se podían importar.

En la época moderna de industrialización del país, a partir de los años cincuenta, la política económica seguida en México protegió a la producción nacional imponiendo restricciones a la entrada de productos importados mediante tarifas aduaneras, impuestos a la importación y requerimientos de permisos previos de importación. Al mismo tiempo se utilizaron los subsidios y estímulos financieros y fiscales para apoyar la inversión del empresariado mexicano.

Efectivamente, desde 1953 se puso en marcha un programa de *industrialización hacia adentro*, es decir, una estrategia de desarrollo industrial basada en la sustitución de importaciones. Las divisas para financiar las importaciones requeridas para industrialización pudieron obtenerse mediante exportaciones agropecuarias y extractivas, servicios de turismo y, en cierta medida, créditos externos. La industrialización abarcó prácticamente todas las ramas productivas de bienes para los consumidores y gran parte de los bienes intermedios para procesos productivos subsecuentes, pero fue comparativamente menos exitosa en la producción de *bienes de capital*, principalmente debido a la complejidad tecnológica de los mismos. Sin embargo, esta eficacia de la industrialización mexicana se vió limitada en ciertos casos, porque la calidad y los costos de los productos nacionales no podían competir favorablemente con los de los productos extranjeros.

Al llegar los años setenta, proseguir el crecimiento económico vía sustitución de importaciones fue cada vez más difícil conforme escaseaban las oportunidades relativamente sencillas para invertir.

Por otro lado, el deterioro de los precios internacionales de las exportaciones tradicionales, sumado a un proteccionismo creciente por parte de los países industrializados, limitó la capacidad de los sectores agropecuario y minero para aportar divisas y financiar el crecimiento como en el

pasado. Así, como resultado de ambos factores, el ritmo del crecimiento económico del país tendió a ser progresivamente más lento.

El sector petrolero mexicano actuó a finales de la década de los setenta como nuevo motor de la economía, aportando divisas y generando demanda interna para los productos industriales. Esto permitió continuar esencialmente el estilo anterior de desarrollo económico todavía durante algunos años.

En 1980, como resultado de la política industrial, México tenía el sector industrial más grande de los países en vías de desarrollo, después de Brasil y China. Sin embargo, el sector industrial mexicano desde sus inicios fue altamente deficitario con respecto al exterior, en virtud de que nunca se integró adecuadamente, ya que avanzó en la sustitución de bienes finales, más no en la sustitución de bienes de capital.

La dependencia y vulnerabilidad de la economía mexicana respecto del exterior, que se hizo evidente durante la crisis de 1982, acentuó la urgencia de abrir mercados internacionales diversificados para los productos mexicanos y, junto con ello la necesidad de transformar y hacer eficiente la producción nacional. En concreto, había que promover el desarrollo y la diversificación de las actividades exportadoras no petroleras y mejorar la calidad y los costos de la producción nacional, tanto para asegurar la competitividad de los productos mexicanos en el extranjero, como para beneficio propio de los consumidores dentro del país.

3.2 ACUERDO GENERAL SOBRE ARANCELES ADUANEROS Y COMERCIO

Con el inicio del nuevo gobierno en 1982 se emprendió una reorientación de la estrategia económica, tanto en el plano del *ajuste macroeconómico* -para corregir los desequilibrios fiscal y comercial, bajar la inflación y realinear los precios relativos-, como en el cambio estructural, para darle nuevamente viabilidad al crecimiento industrial, sin depender totalmente del sector público.

En particular, el modelo de industrialización que seguía el país se encaminó hacia el exterior, de manera que la promoción de las exportaciones sirviera como base para la expansión sucesiva de la producción, la generación de empleo y la ampliación del ingreso nacional.

Un problema recurrente para los exportadores mexicanos durante muchos años fue la frecuencia con que otros países, Estados Unidos el más importante, cerraron sus puertas a los productos nacionales, aduciendo distintas razones para ello, pero, sobre todo, a presiones internas de grupos de interés afectados por la competencia de los productos mexicanos. Para terminar con este problema el gobierno del presidente De la Madrid se propuso efectuar acuerdos

internacionales que lograrán el compromiso de otros países de no proceder con arbitrariedad al bloqueo de sus mercados para los productos de México. En reciprocidad, el gobierno de México ofrecía dar igual trato a los productos de esas naciones.

Ante lo costoso y complejo de efectuar estos acuerdos país por país, lo cual, además hubiera redundado en una constelación ininteligible de reglamentaciones individuales, se observó la conveniencia de establecer tales acuerdos en un contexto multilateral. Para ello, el gobierno de México presentó a finales de 1985 su solicitud de ingreso al **Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio o GATT** (*General Agreement on Tariffs and Trade*), en el que 91 países de todo el mundo entre los que se realizaba cerca del 70% del comercio mundial, habían fijado reglas de aplicación y observancia general respecto al comercio internacional que realizaban entre sí.

El GATT fue creado en 1948, luego de la Segunda Guerra Mundial, como parte de las nuevas instituciones que tenían como propósito fundamental reestructurar e impulsar la actividad económica mundial. Su principal objetivo era facilitar el libre comercio entre las naciones, de modo que, al poder vender cada país sus productos, no solamente dentro de su mercado nacional, sino también en los mercados de otros países, se alcanzaran mayores volúmenes de producción y de empleo, con la ventaja adicional de que la competencia entre las distintas naciones, para ganar mercados, trajera como resultado mayor calidad de los productos y mayor eficiencia de los productores, al utilizar sus recursos humanos y naturales, propiciando la especialización de los países en aquellos productos en los que tuvieran *ventajas comparativas* frente a los demás.

A diferencia de otras entidades internacionales de carácter económico, como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial, el GATT nunca tuvo un poder institucional real, pues constituía meramente un compromiso voluntario entre las partes contratantes, para obedecer los principios estipulados en el acuerdo y beneficiarse de sus efectos.

El GATT evolucionó mediante rondas de negociaciones comerciales multilaterales, en las cuales los países miembros elaboraban los conjuntos de nuevas concesiones que se otorgaban luego recíprocamente.

Una octava ronda se empezó a preparar en 1986, año en que culminó el proceso de negociación para que México se convirtiera en el país miembro número 92 del Acuerdo.

Como miembro del GATT, México adquirió una serie de derechos y obligaciones, delimitados durante el proceso de negociación y estipulados en el protocolo finalmente suscrito. Los derechos fueron de dos tipos: unos ordinarios, que se comparten por igual con todos los demás

miembros, y otros con caracter especial, obtenidos como prerrogativas para nuestro país en el proceso de negociación.

Entre la serie de derechos ordinarios adquiridos, México logró la seguridad de la entrada de los productos mexicanos a los mercados de los demás países miembros, pues los aranceles que esas naciones aplicaban a los productos mexicanos permanecerían fijos y no serían alterados arbitrariamente, generando así un entorno más estable y menos incierto para los exportadores mexicanos; además se consiguió el acceso al foro más importante del comercio mundial, para consultas, negociación y solución de los conflictos que pudieran surgir en el intercambio comercial multilateral, lo que permitiría a México defender mejor sus mercados y productos internacionalmente.

Dentro de la prerrogativas obtenidas por nuestro país destacaron:

- a) la incorporación con caracter de "nación en desarrollo", por la que recibiría un trato preferencial y límites en los compromisos adquiridos;
- b) la exclusión de los energéticos de la lista de productos sujetos a negociación;
- c) la consideración del sector agrícola como elemento clave para el desarrollo económico del país y,
- d) el poder del país para restringir sus importaciones si así lo deseara, apelando a una cláusula de salvaguarda, en caso de surgir serios problemas de balanza de pagos.

Como contrapartida de estos derechos, México asumió, en reciprocidad, varios compromisos en materia de comercio exterior. Principalmente, nuestro país otorgó a las otras 91 naciones pertenecientes al GATT un listado de concesiones específicas, que permitirían la importación a México de gran variedad de productos clasificados en 373 fracciones arancelarias. Esencialmente, dichas concesiones consistieron en la eliminación de barreras para la importación de las mercancías correspondientes, como son los requerimientos de permisos previos para importación, y la reducción de aranceles, es decir, la disminución de los gravámenes impositivos a la importación.

Como resultado de las negociaciones de la Ronda Uruguay del GATT (1994), los países participantes se comprometieron a realizar reducciones arancelarias significativas⁴⁴. Uno de los

⁴⁴ "los países desarrollados reducirán sus aranceles en un promedio de 40%, mientras que los países en desarrollo lo harán en alrededor de 30%". Secretaría de Comercio y Fomento Industrial. "México firma el Acta Final de la Ronda de Uruguay del GATT". El Mercado de Valores, Mayo 1994. p.13

principales beneficios que México obtuvo de las negociaciones, fue el mejoramiento de las condiciones de acceso para las exportaciones nacionales en mercados como el europeo, japonés y el sureste asiático.

Otro de los resultados importantes de la Ronda de Uruguay es la creación de una nueva entidad que, "viene a fortalecer y ampliar las bases legales junto con el marco institucional para la conducción de las relaciones comerciales de todos los países"⁴³: la **Organización Mundial de Comercio OMC** (*World Trade Organization WTO*); organismo que, en teoría, permitirá, mediante la coordinación de sus actividades con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, un mayor equilibrio en las definiciones de la política económica internacional.

La OMC ha de intervenir para favorecer la actividad comercial a nivel internacional; no obstante, tiene ante sí la difícil tarea de conciliar las desigualdades en el desarrollo económico, que a escala mundial se hacen realmente dramáticas, debido principalmente a que el desigual reparto de la riqueza en el mundo se encuentra estrechamente ligado al poder económico.

Dos mundos coexisten en la actualidad: el de las regiones industrializadas, que transforman y distribuyen los bienes, y el de las zonas poco desarrolladas, que extraen las riquezas naturales. En aquellas predomina la producción de maquinaria y productos manufacturados; en éstas, la de alimentos y materias primas.

En los países desarrollados casi siempre existen grandes plantas industriales, en las cuales una mínima parte de la producción se destina a la maquila y las plantas se dedican más a la manufactura que al simple ensamble o procesamiento; en los países en vías de desarrollo sucede lo contrario, existen pequeñas plantas cuya producción en su totalidad o la mayor parte, es para la exportación y, si bien, la empresa maquiladora constituye una fuente importante de ingreso de divisas al país, esto es muy relativo.

Es indudable que el grado de desarrollo económico mundial depende, en cierto modo, de la geografía, y fue hasta la crisis del petróleo en los años 70, que los proveedores de materias primas tomaron conciencia de su posición "privilegiada". Su fuerza reside igualmente en su número: dos tercios de la humanidad, la mayor parte de las naciones del mundo. Al darse cuenta de esto, las grandes potencias comenzaron a multiplicar sus contactos con aquellos países llegando, incluso, a influir en su vida política. Fue entonces que se recordó, como la *geografía económica* es un buen instrumento capaz de ofrecer adecuadas soluciones a todos estos intrincados problemas.

⁴³ Manuel Tello, "La Nueva Organización Mundial de Comercio". *El Mercado de Valores*, Agosto 1994, p. 43

De esta manera, se reafirmó y extendió la idea de integración de zonas económicas en distintas regiones del planeta quizá, como fase intermedia hacia una globalización total.

3.3 TRATADO DE LIBRE COMERCIO DE AMERICA DEL NORTE

En el contexto económico internacional que prevalece desde finales de los años 70, la estrategia de integración económica⁴⁶ permitió que:

- 1) se conformaran bloques comerciales y se globalizaran los procesos productivos;
- 2) se acentuaran las políticas proteccionistas internacionales y, perdieran eficacia las normas de comercio internacional, y principalmente,
- 3) que se acrecentara la competencia en los mercados de exportación y de capital.

Ante estas condiciones, fue a principios de ésta década, cuando el gobierno de México reconoció la importancia de la búsqueda de reciprocidad dentro de su estrategia de apertura comercial en otros mercados del mundo, especialmente el de Estados Unidos.

De este modo, los gobiernos de ambos países, y posteriormente el de Canadá, manifestarían su interés por iniciar las negociaciones para la conformación de una zona de libre comercio a través del establecimiento de un acuerdo, el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, con el propósito de que esto contribuyera a que los tres países enfrentaran exitosamente los retos derivados del proceso de globalización económica que tenía lugar en todo el mundo.

La importancia del comercio de México con Estados Unidos siempre ha sido considerable. A finales del siglo pasado, alrededor del 70% de nuestras exportaciones y el 50% de nuestras importaciones, ya se llevaban a cabo con los Estados Unidos. Este país es hoy para México el principal socio comercial y, para ellos, el flujo comercial con nosotros, principalmente productos manufacturados, representa el tercero en importancia después de Canadá y Japón.

Por lo que se refiere a Canadá, para 1987, México ya ocupaba el noveno lugar como su proveedor y se consideraba como su décimo quinto mercado, esto como resultado directo del auge petrolero. Hoy, los productos no petroleros, particularmente los manufacturados y en menor grado los agrícolas, forman el grueso de las exportaciones a Canadá; el sector automotriz, en su mayor parte refacciones y motores, constituye más de la mitad de las compras que Canadá le realiza a México. Mientras, Canadá es fuente importante para México de trigo, ganado bovino, materias primas y de productos semiacabados como el azufre, el acero, la pulpa y el papel, asbestos y plásticos.

⁴⁶ La integración puede adoptar varias formas que representen grados variables de integración: áreas o zonas de libre comercio, unión aduanera, mercado común, unión económica e integración económica total.

En este sentido, se identificó al tratado como el mecanismo que permitiría aprovechar la complementariedad existente entre las economías de México, Estados Unidos y Canadá, tanto en la dotación de recursos, como en los procesos productivos, elevando la competitividad de toda la región con respecto al resto del mundo; de aquí la propuesta de efectuar una negociación que fuera más allá de las reglas para el intercambio de mercancías, considerando la posibilidad de establecer principios para la prestación de servicios y para la inversión.

Así pues, el gobierno de México determinó, en 1991, que el establecimiento de un Tratado de Libre Comercio era la mejor alternativa para lograr un crecimiento sostenido de la economía, y fue él mismo quien, convencido de que muchos serían los beneficios que se obtendrían de su aplicación, definió la decisión nacional en favor de dicho acuerdo.

La posición del gobierno en las negociaciones estuvo enfocada, en principio, a:

- a) promover un mejor y más seguro acceso de nuestros productos a los Estados Unidos y Canadá;
- b) reducir la vulnerabilidad de nuestras exportaciones ante medidas unilaterales y discrecionales;
- c) permitir a México profundizar el cambio estructural de su economía, al propiciar el crecimiento y fortalecimiento de la industria nacional mediante un sector exportador sólido y con mayores niveles de competitividad, y,
- d) ampliar las posibilidades de dar empleo en el sector formal de la economía a una parte importante de la población.

Sin embargo, y no obstante que la estrategia de apertura económica global, como medio para mejorar la participación de nuestra economía en otros mercados del orbe, encontraría uno de sus argumentos más importantes en la concretización de un acuerdo de libre comercio con Estados Unidos y Canadá, también fueron importantes los efectos de las reformas que el gobierno tuvo que realizar para aminorar las asimetrías entre nuestro país y los otros países miembros del TLC; a saber: liberar la mayoría de los sectores económicos del país para que la inversión extranjera pudiera realizar operaciones hasta en ciento por ciento; eliminar la discrecionalidad y elevar a rango de ley las nuevas reglamentaciones; el control de la inflación, el saneamiento de las finanzas públicas, el saldo de la balanza de pagos y, en particular, las diversas concesiones que México debió hacer durante los procesos de ratificación del tratado.

Finalmente, a poco más de dos años de negociaciones, que incluyeron acuerdos paralelos en materia laboral y medio ambiente, los tres países confirmaron su compromiso de promover el

crecimiento económico mediante la expansión del comercio y de las oportunidades de inversión en la zona de libre comercio.

A través de sus disposiciones, que son estrictamente compatibles con el articulado del GATT, el Tratado se propone: eliminar barreras al comercio, promover condiciones para una competencia justa, incrementar las oportunidades de inversión, proporcionar protección adecuada a los derechos de propiedad intelectual, establecer procedimientos eficaces para la aplicación del acuerdo y la solución de controversias, así como, fomentar la cooperación trilateral, regional y multilateral.

Si bien la parte nuclear del TLC prevé la eliminación de todas las tasas arancelarias sobre los bienes originarios de México, Canadá y Estados Unidos, en el transcurso de un período de transición, un aspecto relevante en el proceso de las negociaciones, fue el relacionado con los servicios, en particular, los servicios financieros.

El TLC establece un **enfoque integral** sustentado en principios sobre las disposiciones gubernamentales que regulan la prestación de servicios financieros. Los preceptos de este rubro se aplican a las medidas que afectan la prestación de servicios por instituciones financieras de banca, seguros, valores y otros. Adicionalmente, cada país define sus compromisos específicos de liberación y períodos de transición.

Paralelamente al TLC, México firmó otros acuerdos comerciales y de cooperación, tales como:

- el Acuerdo Marco de Cooperación con la Comunidad Económica Europea (1991);
- el ingreso a la Conferencia de Cooperación Económica del Pacífico entre países de la Cuenca (1991);
- y quizá los más importantes, por razones históricas, políticas y culturales, para el fortalecimiento de nuestros vínculos de cooperación con los países de América Latina, que intensificarán la colaboración económica y la liberación comercial con buena parte de ellos: Acuerdos con Chile, con Costa Rica, con Bolivia, el denominado Grupo de los Tres (Colombia, Venezuela y México).

Sin duda, América Latina es una opción muy importante como área de integración, ante el papel de la región como exportadora de materias primas y proveedora de mano de obra no calificada que, individualmente la hace extremadamente vulnerable *en un mundo de materiales sintéticos y automatización.*

3.4 GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

En las últimas dos décadas los mercados financieros del mundo han estado sujetos a un conjunto de cambios que han transformado radicalmente sus formas de comportamiento; y que, paralelamente a los cambios políticos y sociales que dieron lugar a un nuevo orden internacional, definieron un nuevo proceso de interrelaciones económicas y financieras entre todas las naciones.

La globalización financiera se define como "la generación de una estructura de mercado caracterizada por el comercio de capitales a nivel mundial, por parte de agentes que consideran las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de su actividad y que ha representado una mayor diversificación y expansión de las fuentes y usos de fondos financieros"⁴⁷, esto es, la globalización de los mercados financieros significa, la integración de dichos mercados dentro de un *mercado financiero mundial*.

El motor principal de éste proceso ha sido, como en todo fenómeno de competencia, la generación de altas ganancias por parte de los emisores e intermediarios financieros, producto de las innovaciones tecnológicas en instrumentos, mercados, mecanismos de transacción, de difusión e información, etcétera.

En este sentido, pueden considerarse como las bases de la globalización a:

- 1) la desregulación o liberación de los mercados financieros y las actividades de los participantes del mercado, especialmente con respecto a transacciones foráneas en centros financieros clave del mundo;
- 2) los avances tecnológicos para el monitoreo, la ejecución de órdenes y el análisis de oportunidades financieras en cualquier mercado del mundo; y,
- 3) la creciente institucionalización de los mercados.

Así, la globalización representa, en lo fundamental, la evolución y comportamiento de los mercados financieros a nivel mundial, de manera que los recursos e intermediarios financieros han adquirido libre movilidad para dirigirse y ubicarse prácticamente en cualquier mercado del mundo, de una manera casi instantánea.

Dentro de los determinantes del proceso de globalización financiera, uno de los más importantes que trastocó el sistema económico mundial, fué la crisis del petróleo de 1973, que generó, por un lado, distorsiones en mayor o menor grado en las cuentas corrientes de las balanzas de pagos, tanto de los países industrializados importadores de petróleo como en la de los exportadores. En términos financieros, éste fenómeno provocó un cambio importante en las

⁴⁷ Bolsa Mexicana de Valores. "El proceso de globalización financiera en México". México 1992. p. 15

direcciones de los flujos de ahorro e inversión, así como la necesidad de un mayor desarrollo de los mercados financieros, para la colocación de recursos crecientemente capitalizados por los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y para el financiamiento del déficit comercial de los países industrializados.

Por otro lado, el aumento de los precios del petróleo provocó un aumento sustancial en los costos de producción de las empresas, iniciándose así un proceso inflacionario mundial, que desencadenó una gran variabilidad en las tasas de interés internacionales y la adopción de sistemas de tipo de cambio flexibles en los principales países industrializados.

Fue así como, el deseo de las corporaciones productivas de reducir sus elevados costos financieros, se vio favorecido por el incremento en sus respectivas relaciones *valor neto/activos totales*, producto fundamentalmente de la caída en la inversión. Esto significó una reducción en el endeudamiento, vía sistema bancario, en favor del *autofinanciamiento*.

Adicionalmente las empresas desarrollaron la estrategia de diversificar las fuentes de financiamiento, mediante la expansión de la emisión de bonos corporativos y acciones denominadas en moneda extranjera y la tendencia a la diversificación de instrumentos.

Cambios Tecnológicos

De manera paralela a los cambios económicos generales, se dió un conjunto de cambios tecnológicos que coadyuvó a la innovación financiera.

A lo largo de las últimas décadas se desarrolló una nueva tecnología en computación y se modernizó considerablemente el sistema mundial de telecomunicaciones.

Estos avances tecnológicos favorecieron la difusión de la información a nivel mundial, lo cual contribuyó a perfeccionar el *arbitraje* entre mercados y, por tanto, a reducir los diferenciales entre los rendimientos de activos financieros denominados en diferentes monedas. Igualmente, favoreció la *titularización* de gran parte de los activos financieros, en especial los que se encontraban en posesión de los *inversionistas institucionales*. Sólo a través de una revolución en la tecnología mediante el uso de la computadora, se ha podido agrupar un conjunto de activos atomizados,⁴⁸ invertirlos, recolectar sus rendimientos y distribuirlos entre sus propietarios.

⁴⁸ En lo que se ha dado en llamar carteras o portafolios

Así pues, el desarrollo tecnológico en la informática ha provocado el comercio de activos financieros por medio de las computadoras y, la nueva tecnología de los sistemas de comunicación ha aumentado la integración de los mercados en el mundo.

Desregulación

Los cambios en materia de desregulación, a partir de los setenta y hasta la fecha, han sido significativos y han contribuido, por otras vías, a acelerar el proceso de globalización financiera; cabe mencionar la aparición de una nueva estructura financiera basada en la idea de una *banca universal*, que es otro señalamiento de los rápidos cambios que ha experimentado el proceso de desregulación en los ámbitos financieros internacionales.

El proceso de globalización financiera mundial, asociado principalmente a la difusión de la información financiera de los diferentes mercados de capitales, provocó una mayor interrelación entre los comportamientos de los mercados de valores más importantes a nivel internacional, de modo que hoy, los sucesos que alteran el comportamiento de un mercado en particular, repercuten casi de inmediato en el resto de los mercados del mundo.

La investigación econométrica muestra, entre otras conclusiones, que el grado de interrelación internacional de los índices de precios y cotizaciones de los diferentes países se ha incrementado sustancialmente después de octubre de 1987.

Bajo éstas premisas, con el proceso de globalización financiera, una de las grandes preocupaciones de los emisores e intermediarios es la exposición al riesgo derivado de la volatilidad de la tasa de interés y del tipo de cambio.

La globalización en México

En lo que respecta a nuestro país, los efectos del proceso de globalización financiera fueron, desde sus inicios y hasta muy avanzada la década de los ochenta, preponderantemente negativos, dado el fenómeno de descapitalización que se vivió provocado por la *fuga de capitales*⁴⁹.

Este fenómeno se explica por la conjunción de varios factores de expulsión de capitales; dentro de los cuales cabe considerar a los derivados de la política económica instrumentada en

⁴⁹ Durante el período de 1974 a 1982 la fuga acumulada, medida como el flujo de capitales de corto plazo, ascendió a una cifra de 32.7 mil millones de dólares, equivalente a cerca de 40% de la deuda externa bruta. En los años siguientes el flujo de recursos al exterior persistió, aunque en niveles inferiores. Hossain Askari. *Tird World Debt and Financial Innovation. The experiences of Chile and México*. OCDE. Paris 1991.

México durante ese periodo y referidos fundamentalmente a la sobrevaluación del tipo de cambio⁵⁰, la falta de incentivos al ahorro interno, debida a la generación de tasas de interés reales poco atractivas y, a factores de riesgo político.

No obstante, años después y como una reacción prácticamente inercial, comenzaron a gestarse del proceso de globalización efectos positivos; tales como, la desregulación y liberalización del sistema financiero y el incentivo al mercado de valores, así como la titularización de los activos financieros; consecuencia de la mayor competencia con otros países subdesarrollados para ampliar el flujo de recursos hacia sus economías, misma que nos llevaría a desarticular el doble proceso de fortalecer la estructura interna y diseñar la estrategia competitiva de inserción en el nivel mundial, colocandonos en una posición de extrema *fragilidad financiera externa*, pudiéndose definir como fragilidad financiera externa de una economía *la situación en que es alto el riesgo de que sus reservas de divisas se hagan insuficientes como para enfrentar una conversión importante de las tenencias de valores líquidos (de corto plazo) en moneda nacional que tiene el público en moneda extranjera.*

3.5 INSTRUMENTOS E INNOVACIONES EN LA GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los cambios en las estructuras de los sistemas bursátiles y financieros fueron acompañados de la creación de nuevas formas de operación, lo que implicó innovación en los instrumentos y mecanismos de operación. La creación de éstos es producto de la necesidad de los inversionistas de reducir sus riesgos, así como de tener acceso a las ganancias derivadas de la combinación adecuada de las diferentes alternativas que ofrecen estos nuevos productos.

De acuerdo con las características de las innovaciones, los nuevos productos financieros pueden dividirse en tres categorías:

- 1) los de transferencia riesgo-precio,
- 2) los de transferencia riesgo-crédito y,
- 3) los que generan liquidez.

Instrumentos de transferencia riesgo-precio

Estos instrumentos, tal vez los más importantes, permiten la transferencia directa del riesgo-precio a una contraparte denominada *especulador*, quien se encuentra dispuesto a asumirlo y

⁵⁰ La sobrevaluación cambiaria, al generar expectativas devaluatorias futuras y, por tanto, la posibilidad de pérdida potencial de capital, obliga a los tenedores de riqueza a denominarla en moneda extranjera y, por ende, a *fugarla*.

cuya existencia es imprescindible para el mercado, ya que toma la posición contraria a los agentes que buscan la cobertura del riesgo.

Los nuevos instrumentos que se ofrecen a los inversionistas son conocidos como *productos derivados*, denominados así porque *su valor depende de uno o varios instrumentos básicos o subyacentes*.

En muchas ocasiones dichos productos dependen del valor de determinada acción o bono, aunque también pueden basarse en otras variables financieras tales como las tasas de interés, tipos de cambio e índices bursátiles representativos de sectores o de un mercado en su conjunto.

El pago de un monto reducido en comparación con el valor total del activo subyacente o primario, asegura en este tipo de instrumentos la realización de la transacción entre los agentes comprometidos. Esta característica ofrece al inversionista un atractivo nivel de *apalancamiento*, por lo que no es necesario contar con toda la inversión en el momento de firmar el contrato.

Los productos derivados más comunes son: los *futuros*, las *opciones*, los *warrants*, y los *swaps*.

Los *futuros* son instrumentos que reflejan un acuerdo entre dos participantes para comprar o vender un activo en una fecha futura y a un precio determinado. Sus características más importantes son que el acuerdo entre los participantes es estandarizado y que el precio constituye su única variable. De acuerdo con esto, la transacción con futuros puede producirse por dos motivos: de una parte, por la ventaja que proporcionan al especulador su alto apalancamiento y su elevado grado de liquidez, y por la otra, por el proceso de protección que implica reducir o transferir el riesgo derivado de las tasas de interés y del tipo de cambio. En este sentido, este procedimiento es dinámico pues su puesta en marcha implica automáticamente una revisión y actualización continuas.

Las *opciones*, por su parte, otorgan al tenedor el derecho pero no la obligación, de comprar (*call option*) o vender (*put option*) un instrumento dentro de un cierto plazo y a un cierto precio. Los instrumentos pueden ser un activo, bonos, contratos a futuro, tasas de interés, un tipo de cambio, índices bursátiles, etc. En esta operación, la contraparte paga una prima por el privilegio de comprar o vender el instrumento al precio prefijado.

Los *warrants*, siendo instrumentos parecidos a las opciones, difieren de éstas últimas en varios aspectos, siendo el más importante que el emisor de un warrant es una empresa o un intermediario financiero, mientras que las opciones son contratos estandarizados determinados por una bolsa.

Los warrants sobre acciones se definen como documentos que, al igual que las opciones, dan a su tenedor el derecho, mas no la obligación, de comprar (*warrant de compra* o *call*) o de vender (*warrant de venta* o *put*) al emisor un cierto número de acciones, o una canasta de ellas, a un precio predeterminado (denominado precio de ejercicio), y durante un periodo o fecha establecida; o bien, pueden dar a su tenedor el derecho de recibir del emisor una determinada suma de dinero resultante del cambio de un índice de precios, una acción o una canasta de acciones (denominados *valores de referencia*). Estos títulos tienen objetivos múltiples, destacando los de ofrecer al inversionista instrumentos de cobertura y apalancamiento, disminuir la volatilidad, facilitar la capitalización de empresas emisoras, mejorar la eficiencia del proceso de formación de precios e incrementar la liquidez de los valores.

Finalmente, los *swaps*, son acuerdos entre dos participantes para intercambiar flujos de dinero en fechas futuras específicas, derivados de la aplicación de una fórmula sobre tasas de interés o tipo de cambio, convenida por ambas partes. Estos instrumentos permiten sacar ventaja del arbitraje entre el mercado de bonos a tasas fijas y la tasa flotante del mercado de crédito a corto plazo. Así, tanto los swaps de tasa de interés como de tipo de cambio, no implican el intercambio del principal, dado que el monto de riesgo es el monto de interés o tipo de cambio pagable. A finales de los ochentas y a consecuencia del problema de la deuda externa de los países en desarrollo, se han desarrollado los *swaps de deuda*.

Instrumentos de transferencia riesgo-crédito

Los instrumentos que transfieren el riesgo-crédito lo hacen a través de la movilización de documentos de préstamo. Dentro de éstos se encuentran las letras de crédito, las facilidades para la emisión de letras, los préstamos transables, el factoraje, el arrendamiento financiero y todos los derivados del proceso de *valorización* de los activos. Esta, a su vez, ha tomado tres formas: las ventas y comercio de préstamos bancarios, la emisión de valores que actúan como sustitutos de los préstamos, tales como el papel comercial, los pagarés de tasa flotante y los europagarés, y finalmente, la emisión de valores de activos respaldados.

Instrumentos que generan liquidez

Los *productos* dirigidos a acrecentar la liquidez permiten la negociación de los instrumentos financieros. Entre éstos se consideran las hipotecas con garantía colateral, las facilidades para la transferencia de préstamos, etc. En la actualidad la compra o emisión de estos

instrumentos se da en forma combinada, lo cual permite a los participantes reducir los riesgos no sistemáticos existentes en el mercado.⁵¹

La dinámica en la creación de todos éstos productos ha contribuido a mejorar la eficiencia de los mercados financieros, toda vez que sus precios reflejan en mayor medida la información disponible en un momento determinado.

Paralelamente a la entrada de nuevos productos, la importancia de los *denominados inversionistas institucionales* se ha incrementado de manera sobresaliente, de tal manera que hoy se observa un paulatino dominio de estos agentes en las actividades de los mercados internacionales, en sustitución de los inversionistas individuales.

La inversión institucional se basa en el principio de los fondos de inversión, que tuvieron su origen en los países europeos y en Estados Unidos, cuyo fin es negociar con valores propios y de terceros para otorgar una forma de crédito mobiliario como otra fuente de recursos, además de la que ofrece la banca comercial y de crédito en general.

Generalmente se considera como un *inversionista institucional* a la organización que comercia grandes volúmenes de valores y que tiene flexibilidad suficiente para hacer transacciones con libertad de criterio. Es el caso de las compañías de seguros, fondos de pensión y bancos de inversión o de fomento (banca de desarrollo), entre otros.

Así pues, el concepto de inversionista institucional se vincula por lo general a la noción de un inversionista *grande*, mas no sólo su volumen de operación o el saldo de su tenencia o patrimonio lo hacen merecedor del apelativo, muy probablemente lo que lo define mejor es su actitud y su forma de tomar decisiones.

Por poseer una mayor escala, los inversionistas institucionales, a diferencia de los participantes individuales, cuentan con una mayor habilidad para formular, analizar y desarrollar proyectos de inversión para una multiplicidad de inversionistas y mercados. Igualmente se encuentran mejor informados y capacitados para trabajar con una amplia gama de productos y mecánicas de operación.

En este sentido, el inversionista institucional mejora las condiciones de inversión para las unidades superavitarias porque su actuación influye sobre las características de riesgo, rendimiento, liquidez e información. Para las unidades deficitarias, el inversionista institucional crea un mercado

⁵¹ Un riesgo no sistemático (o riesgo diversificable o riesgo único) es aquel que afecta específicamente a un activo determinado o un pequeño grupo de activos, mientras que un riesgo sistemático (también llamado riesgo no diversificable o riesgo de mercado) es aquel que afecta un gran número de activos en mayor o menor grado.

de capitales sistematizado al que aquellas pueden acudir con seguridad en busca de una forma de financiamiento que no implique un excesivo endeudamiento.

Finalmente, cabe mencionar que, el surgimiento de nuevos productos y operaciones derivados del proceso de globalización financiera mundial, así como la desregulación con que ha ido acompañado, aunado al desarrollo tecnológico aplicado al manejo bursátil, ha creado la necesidad de reestructurar las bolsas de valores y de implementar modificaciones operativas, dirigidas a proporcionar mayor velocidad, eficiencia y seguridad en cada una de las operaciones efectuadas.

Dicha reestructuración ha abarcado todos los ámbitos del proceso de transacción bursátil y, como una consecuencia, en la actualidad coexisten, en el panorama internacional, el denominado sistema de *concentración* y el sistema de *market maker*.

El primero se caracteriza porque las operaciones se realizan en un piso de remates, mediante la concurrencia multilateral de posturas de compra-venta de los valores cotizados y cuyos precios se determinan de acuerdo con el equilibrio entre oferta y demanda. Este es el sistema que prevalece en la mayor parte de los sistemas del mundo, incluido México. En Estados Unidos existen siete de éstos mercados, en Japón ocho, y también constituye la forma básica de operación en Canadá, así como en la mayor parte de los países en vías desarrollo.

Actualmente, en los mercados que operan bajo el sistema de concentración se ha incorporado la figura del *especialista bursátil*, cuya función es la de mantener ordenado y fluido el mercado además de darle liquidez.

En cuanto al sistema de comercio a través de *market makers*, el precio del valor objeto de la negociación no se determina de acuerdo con las posturas globales de ofertas y demandas, sino con una negociación de carácter bilateral entre los operadores (*market makers*). Cada *market maker* tiene una posesión propia de valores y publica sus precios de compra y venta a través de pantallas o terminales; el o los interesados, se comunican telefónicamente con el *market maker* respectivo, para negociar la transacción, en términos de volumen e incluso precio, ya que por lo menos una parte de la transacción debe realizarse al precio que se publicó en las pantallas; como puede inferirse, en este tipo de mercado, la operación es automatizada.

En el plano internacional, cada vez más mercados han incorporado esta forma de operación, por ejemplo en Estados Unidos desde ya hace varios años, además del sistema tradicional, existe un mercado que cuenta con el sistema de *market maker*, representado por el *National Association of Securities Dealer Automated Quotations System (NASDAQ)*, y es

actualmente el segundo mercado en importancia en ese país; en él la negociación con valores no se realiza en un piso de remates sino a través de terminales de computadora desde donde se envían las órdenes de compra-venta.

Adicionalmente, en Estados Unidos se han desarrollado los denominados tercer y cuarto mercados; el primero de éstos se refiere a las transacciones financieras realizadas con valores inscritos en las bolsas, como la *NYSE (New York Stock Exchange)* o la *AMEX (American Stock Exchange)*, pero realizadas fuera del ámbito de dichas bolsas, por intermediarios no registrados en ellas⁵². El éxito de éste mercado radica en la flexibilidad del horario y en que las comisiones son menores. El cuarto mercado es aquel en el que el comprador y el vendedor realizan la transacción directamente, sin recurrir a ningún intermediario.

En Gran Bretaña, prácticamente ha desaparecido la operación a través de subasta realizada en piso de remates, en virtud de que han optado por el sistema automatizado, llevando a cabo las operaciones bajo el sistema de negociación electrónico denominado *Stock Exchange Automatic Quotation System (SEAQ)*.⁵³

En cuanto al mercado de valores japonés, el sistema básico es el de concentración, y tiene un paralelo en la figura del especialista, denominado *saitori*. Por lo que se refiere al mercado canadiense, tiene una forma muy similar de operación a la del mercado norteamericano.

Cabe señalar que el surgimiento de nuevos productos ha determinado, en algunos casos, la especialización de un segmento del mercado en la operación de éstos, o en su defecto, la creación de bolsas específicas dedicadas a la negociación de determinado tipo de contratos, como en el caso de opciones y futuros, un ejemplo de ello es la *Chicago Board Options Exchange*, en Estados Unidos.

En nuestro país, para impulsar de manera más decidida y sistemática estos mercados, se constituyó, a principios de 1993, un Comité de Productos Derivados, integrado por la Comisión Nacional de Valores, la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa y la Bolsa Mexicana de Valores.

Con el estímulo a la creación de nuevos productos, el proceso de globalización financiera también promovió el dinamismo de los instrumentos tradicionales: las acciones y los bonos.

⁵² Los llamados mercados extrabursátiles o *Over the Counter*

⁵³ Más aún, la transacción de valores de muchos países, principalmente estadounidenses, pasarían a integrarse en un sistema en red electrónicamente expandido NASDAQ/SEAQ, que tuvo como resultado un aumento sustancial de la posesión y negociación de títulos extranjeros propiedad de los inversionistas institucionales norteamericanos. Tales conexiones lograrán, para finales de los 90s, ofrecer menores costos de transacción, sistemas de equilibrio de mercado sencillos, y al final, conducirán a una estandarización de procedimientos contables, de información y de regulación; todo lo cual tenderá a fomentar aún más la actividad de los mercados financieros.

El mercado internacional de acciones, durante el periodo 1979-1989, experimentó un crecimiento promedio anual de cerca del 20%, mientras que el volumen de las transacciones alcanzó una tasa de 15% anual⁵⁴. Los inversionistas de Europa Continental y Gran Bretaña concentraron gran parte de estas transacciones, aunque los inversionistas japoneses fueron los más activos, pues en sólo tres años cuadruplicaron su tenencia de acciones. Por otro lado, Estados Unidos y Japón fueron los mayores emisores de este flujo, concentrando ambos alrededor del 50% del total emitido.

Por su parte, la emisión y comercio de bonos internacionales, principalmente llevadas a cabo en mercados europeos (*eurobonos*), también crecieron considerablemente a lo largo de la última década. Al considerar el mercado de bonos de acuerdo con los principales instrumentos, los de tasa de interés fija (*straight bonds*) y los bonos convertibles (*equity related bonds*), han adquirido mayor importancia con el proceso de globalización.

Durante el lapso de 1983-1990, más del 85% del total de las emisiones de bonos internacionales fue realizada por los países industrializados, mientras que las provenientes de los países subdesarrollados declinaron de un 6% en 1985 a 1.8% en 1989, para aumentar a 2.2 en 1990; a su vez esta emisión estuvo concentrada en los países asiáticos, pues representó en promedio para el periodo, el 70% del total emitido por los países subdesarrollados⁵⁵.

En el caso de América Latina, se observó a partir de 1990 una relativa reinserción al mercado. En particular, Petróleos Mexicanos realizó la primera emisión de bonos mexicanos de nominados en ECU's (Unidad Monetaria Europea) el 1º de Julio de 1991. El monto de la colocación originalmente era de 75 millones de ECU's pero debido a la demanda por parte de los inversionistas fue aumentado a 100 millones (113 millones de dólares); los bonos tuvieron un plazo de 3 años con un rendimiento de 11.50%.

Ha sido así como, el desarrollo de nuevos instrumentos y mecanismos de operación en el mercado de valores, ha contribuido a la ampliación y diversificación de alternativas para fomentar, tanto el ahorro como la inversión, y un caso de esto son los *ADRs*.

⁵⁴ Bolsa Mexicana de Valores. *El proceso de globalización financiera en México*. México 1992. p. 67

⁵⁵ *Ibid* p. 69

CAPITULO 4

LOS AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS

ADRs

4.1 ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL MERCADO DE VALORES

Como se mencionó en el capítulo anterior, el proceso de globalización económica y financiera, que ha permitido una integración más dinámica y efectiva de los mercados en las diversas regiones del mundo, ha sido, en los últimos años, un factor importante en la canalización internacional de los flujos de capital.

Este hecho se observa, particularmente en muchos países en vías de desarrollo, en el surgimiento de nuevos patrones de financiamiento, externo (foráneo) o interno (doméstico), estimulados por la vía de la liberalización financiera y la apertura comercial.

Efectivamente, en México, reformas estructurales como la privatización de empresas públicas, la apertura comercial, la *modernización* financiera, la desregulación del mercado y la flexibilidad de tratados de integración comercial de índole regional, han determinado las condiciones favorables para fomentar el flujo de capitales foráneos al país. En este contexto, destacan dos aspectos determinantes para la permanencia de la inversión extranjera en México; uno, la ratificación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte; y otro, la modernización del sector financiero.

El primer elemento indujo, en un principio, los flujos de inversión extranjera directa en sectores de alto potencial económico; mientras que, el segundo elemento, ha permitido la captación de *ahorro externo*, dada la liberación de las tasas de interés y de la asignación de recursos, la privatización bancaria y la reforma a la legislación que condujo a la formación de los grupos financieros, abriéndose de éste modo un espacio para acelerar la modernización financiera y atraer más recursos del exterior.

La reforma al Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera, decretada en mayo de 1989, fue un factor relevante en la dinámica de la inversión extranjera a partir de dicho año, toda vez que mediante el Reglamento se ha permitido una mayor participación del capital foráneo en las diversas actividades económicas.

Es precisamente en el marco de la inversión extranjera, desde que esta tomó impulso en 1989, que las autoridades han realizado una serie de modificaciones al marco jurídico para poder fomentar el ingreso de capitales del exterior, en lo que se ha denominado *Inversión Extranjera de Cartera*, y que consiste en la colocación de valores y títulos entre inversionistas extranjeros, ya sea en el mercado de capitales de renta variable, en el mercado de dinero o en la colocación de bonos de deuda por parte de instituciones mexicanas en el exterior.

Paralelamente, y en su esfuerzo por incorporarse a la globalización de los mercados y por estrechar contactos con los principales organismos financieros y bursátiles del mundo, la Bolsa Mexicana de Valores, ha intervenido activamente en la implantación y el impulso de nuevas modalidades de inversión extranjera, colaborando con autoridades y organismos, nacionales e internacionales, para la operación de instrumentos de inversión e intermediarios mexicanos en los principales mercados de valores del mundo.

A este respecto, las principales formas en las que se colocan valores mexicanos en el extranjero son:

1) la cotización de Fondos de Inversión en centros financieros mundiales, cuyo propósito principal es captar inversión extranjera mediante la composición de una cartera o portafolio de acciones y su colocación entre inversionistas extranjeros, pero además, buscando limitar los derechos de voto de los tenedores extranjeros, lo cual se consigue a través del esquema de fideicomiso.

Entre los más importantes están:

- a) el **Fondo México**, que es un fondo de inversión, similar a las sociedades de inversión comunes que funcionan en el país, y que fue colocado por Nacional Financiera en 1981 a través de Impulsora del Fondo México en los centros bursátiles de Nueva York y Londres;
- b) el **Fideicomiso Global de Acciones para Inversión Neutra o Fondo Neutro**, constituido por Nacional Financiera como institución fiduciaria en octubre de 1989, con una vigencia de 30 años. Mediante este fideicomiso el inversionista extranjero tiene la posibilidad de participar de los beneficios del tipo de acciones reservadas exclusivamente para mexicanos (normalmente serie A), ya que se *neutralizan* los *derechos corporativos* y se dejan *intáctos* los *derechos económicos*. Lo anterior se lleva a cabo mediante la emisión de **Certificados de Participación Ordinarios (CPOs)** en una proporción uno a uno respecto a las acciones correspondientes que los respaldan. Los CPOs confieren a su tenedor *derechos exclusivamente patrimoniales* neutralizando con ello el *derecho corporativo* a que da lugar la tenencia de acciones comunmente pertenecientes a la serie A. El derecho a voto en las *asambleas de accionistas* lo ejerce el fideicomiso e invariablemente lo hace en favor de la mayoría.

La misma Nacional Financiera, junto con impulsora del Fondo México, participó en 1992 en la constitución de *The Latin American Discovery Fund*, que incluye acciones de empresas emisoras de Argentina, Brasil, Chile y México.

- 2) Colocaciones de acciones nuevas, debidas a *aumentos de capital* de empresas mexicanas, específicamente creadas para su colocación en el extranjero.⁵⁶
- 3) Colocaciones de Bonos y Papel Comercial del Gobierno Federal y de Empresas en otros mercados, principalmente los europeos.
- 4) Finalmente, la emisión de American Depositary Receipts o ADRs.

Los mecanismos de inversión extranjera en el mercado de capitales, donde están incluidos los ADRs, son los que, a consecuencia del elevado dinamismo de los mercados emergentes, han mostrado el grado de capitalización más importante durante los últimos años. Este hecho puede observarse en el cuadro y la gráfica que muestran su evolución.

Sin embargo, la euforia por las reformas económicas en Latinoamérica y las altas tasas de crecimiento económico en Asia parecen haberse diluido, y ante esto, los grandes inversionistas globales comenzaron a retirarse de los mercados emergentes, al mismo tiempo que han empezado a aplicar una serie de estándares de valuación más rigurosos a los valores individuales.

Un informe de la Bolsa Mexicana de Valores (1995) indica que de 1991 y hasta diciembre de 1994, periodo que abarca el documento, la captación de recursos en el extranjero por el mecanismo de colocar títulos de las empresas ha mostrado una tendencia descendente.

En 1991, dice el informe, las nuevas colocaciones de empresas mexicanas inscritas en la bolsa significaron recursos por 10 mil 844.68 millones de pesos (3 mil 579.97 millones de dólares).

Para 1992, no obstante que sólo 11 empresas mexicanas realizaron nuevas colocaciones de títulos en el extranjero, estas operaciones representaron una captación de recursos para esas compañías de 10 mil 694.84 millones de nuevos pesos (3 mil 472.39 millones de dólares), una cantidad inferior en apenas 107.58 millones de dólares a la de 1991.

Sin embargo, durante 1993, cuando la economía mexicana entró en una etapa recesiva que derivó en un crecimiento de menos del 1% del producto nacional, a través de 16 operaciones 14 empresas inscritas en la bolsa lograron captar recursos útiles por 7 mil 173.71 millones de pesos, cantidad equivalente a 2 mil 306.63 millones de dólares.

⁵⁶ Títulos de Libre Suscripción: acciones que pueden ser adquiridas por inversionistas mexicanos como extranjeros, en general series B

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL MERCADO DE CAPITALES

FECHA	ADRs*		OTROS**		TOTAL (000 000 de)
	(000 000 de)	(%)	(000 000 de)	(%)	
89 Dic	402.00	49.9	408.00	50.2	808.00
90 Dic	2,086.83	61.2	1,992.62	48.8	4,079.45
91 Ene	1,991.96	53.4	1,737.40	46.6	3,729.36
Feb	2,111.49	48.9	2,208.93	51.1	4,318.42
Mar	3,299.24	54.9	2,742.71	45.4	6,041.96
Abr	4,229.72	54.5	3,627.81	45.5	7,753.53
May	6,317.20	61.8	3,945.36	38.4	10,262.56
Jun	8,231.54	74.4	2,146.43	25.6	8,377.97
Jul	7,723.90	68.0	3,636.56	32.0	11,360.67
Ago	9,918.79	72.2	3,777.09	27.8	13,596.88
Sep	10,188.05	68.6	4,438.65	30.4	14,627.70
Oct	11,478.18	72.0	4,473.32	28.0	15,951.48
Nov	12,220.18	71.8	4,778.29	28.1	18,000.47
Dic	13,733.46	74.1	4,608.33	25.9	18,341.79
92 Ene	15,336.87	72.3	5,962.92	27.7	21,291.49
Feb	17,828.21	73.3	6,478.22	26.7	24,304.43
Mar	18,663.58	73.3	6,811.62	26.7	25,475.40
Abr	19,148.88	73.1	7,049.37	26.9	26,198.23
May	20,534.57	75.9	6,715.84	24.7	27,240.21
Jun	18,202.40	79.9	5,815.94	29.7	22,117.74
Jul	17,061.88	77.8	4,828.78	22.1	21,877.77
Ago	16,873.97	78.7	5,318.87	24.3	21,993.84
Sep	16,713.12	78.7	4,778.20	23.3	20,499.32
Oct	18,886.81	78.6	6,994.68	24.1	24,880.49
Nov	20,783.07	74.9	6,940.38	25.1	27,783.43
Dic	21,153.88	73.8	7,514.06	26.2	28,668.00
93 Ene	21,044.88	73.7	7,513.98	26.3	28,560.21
Feb	18,480.23	72.9	6,868.20	27.1	25,333.43
Mar	22,210.82	73.9	7,848.78	26.1	30,066.57
Abr	19,882.43	72.3	7,336.75	27.7	27,232.18
May	18,872.48	71.8	7,388.78	29.4	27,738.24
Jun	29,388.88	70.0	8,881.87	30.0	38,873.83
Jul	21,141.79	87.7	10,073.88	32.3	31,214.88
Ago	22,888.34	88.9	11,488.96	33.7	34,198.28
Sep	22,088.84	88.8	11,887.87	34.5	33,984.51
Oct	24,373.31	88.5	13,798.78	36.1	38,188.07
Nov	26,508.93	81.8	16,518.76	39.4	43,028.59
Dic	33,989.83	62.2	20,872.50	37.8	54,632.06
94 Ene	38,147.14	62.9	22,777.41	37.4	60,924.55
Feb	34,883.46	62.1	21,283.36	37.9	56,168.82
Mar	31,034.28	61.7	19,281.77	36.3	50,288.03
Abr	20,981.28	62.0	18,347.04	39.0	48,328.32
May	31,900.94	61.8	19,881.75	36.4	51,782.98
Jun	28,824.46	61.8	17,820.81	39.4	46,445.26
Jul	31,647.30	62.1	18,384.13	37.9	51,032.43
Ago	33,386.88	68.2	22,037.30	39.8	56,394.18
Sep	33,367.74	58.7	22,846.33	40.3	55,813.07
Oct	28,582.80	68.9	21,188.64	41.7	50,747.84
Nov	29,088.88	57.7	21,338.40	42.3	50,489.88
Dic	21,182.85	61.8	13,232.30	38.5	34,388.15
95 Ene	14,881.23	83.9	8,291.83	39.1	22,873.98
Feb	12,811.78	88.7	9,309.41	33.3	18,921.20
Mar	13,447.74	87.4	6,497.28	32.6	18,846.00
Abr	14,982.88	84.8	6,142.29	35.2	23,125.15
May	13,888.35	63.3	8,064.98	36.7	21,882.44
Jun	14,904.06	63.5	8,940.27	37.5	23,844.27
Jul	17,438.38	62.7	10,350.39	37.3	27,788.77
Ago	18,820.85	61.2	10,558.44	38.8	27,178.39
Sep	18,444.17	61.4	9,721.27	38.8	25,188.44
Oct	13,221.71	60.3	8,714.90	39.7	21,838.61

* Incluye GDRs

**Otros Mecanismos: Libre Suscripción

Fondo Neutro (No incluye CPOs que respaldan ADRs)

Fondo México (Total al fin de mes del año)

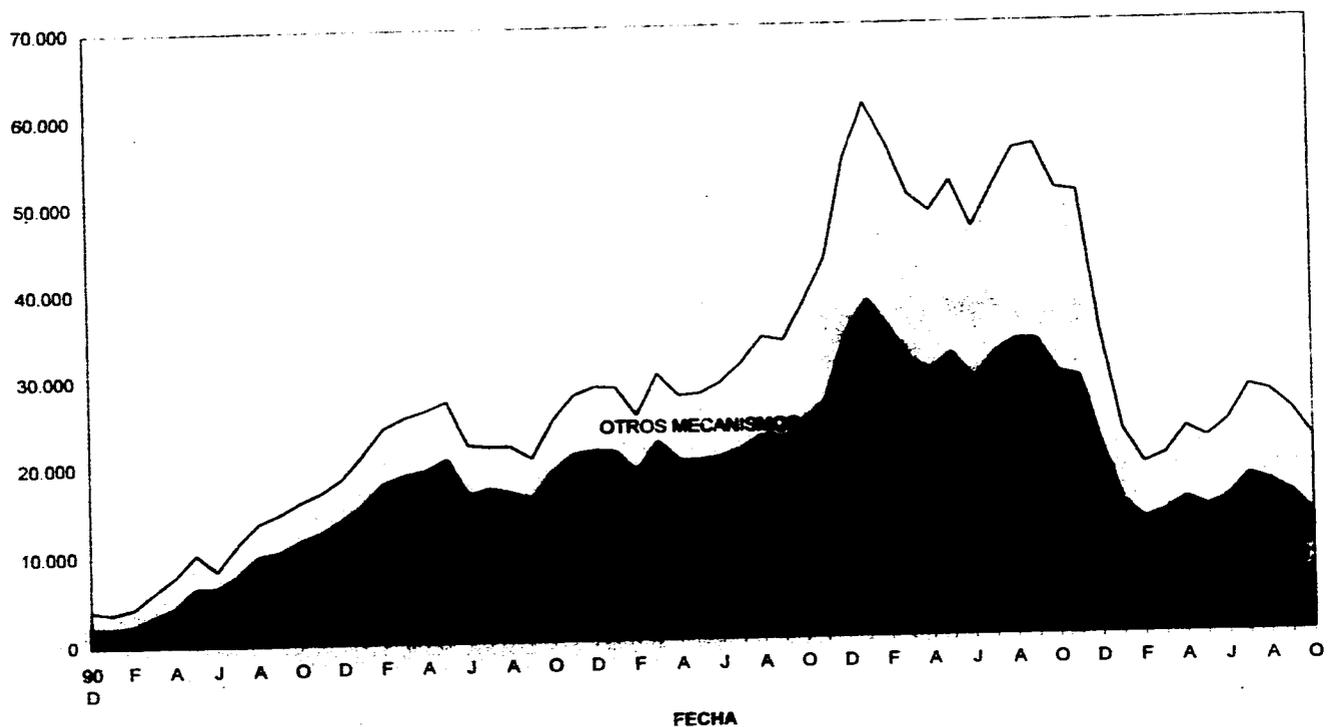
Mercado Intermedio (a partir de Julio 1993)

Warrants (a partir de Octubre 1993)

FUENTE: Indicadores Semestres B/M/ Varios Meses

INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL MERCADO DE CAPITALES

000,000 dts



Así, de 1992 a 1993, la cantidad captada por empresas bursátiles mexicanas a través de nuevas colocaciones de títulos en el exterior disminuyó en 32 por ciento..

Pero fue en 1994 cuando la captación de recursos por esta vía registró el menor saldo. La información de la BMV señala que 12 empresas mexicanas que cotizan en el mercado accionario realizaron 17 operaciones de colocación de títulos en el extranjero, que significaron una captación de recursos en divisas por un monto de 4 mil 656.9 millones de pesos (mil 422.18 millones de dólares), 35.8 por ciento menos que el año anterior.

Sin duda, esta tendencia prevalecería, e incluso se agravaría, durante 1995; pues, las empresas nacionales demandantes de capital, pueden acceder a los mercados internacionales de capitales, bajo la restricción de su propio desempeño económico y, el impacto de la devaluación en el costo financiero de las empresas, la caída de sus volúmenes de producción y en general la contracción del mercado interno ha repercutido en el virtual desplome de la cotización de sus títulos representativos, pues los mercados han descontado los efectos del entorno recesivo sobre las utilidades operativas de las empresas.

4.2 CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS

Con el fin de facilitar los negocios y transacciones que se realizaban con acciones de compañías extranjeras, las autoridades financieras norteamericanas autorizaron a algunos bancos para actuar como depositarios virtuales de dichas acciones y emitir al amparo de las mismas, títulos denominados en dólares y considerados legalmente como valores estadounidenses: los American Depositary Receipts o ADRs; instrumentos que permiten a los inversionistas de aquel país penetrar en mercados internacionales que, por motivos legales y/o tributarios, prohíben o hacen poco redituable e inconveniente la inversión extranjera directa en dichos mercados de valores.

Así, el ADR es un certificado o recibo negociable y transferible, cotizado en dólares y operado en los mercados accionarios de Estados Unidos, que representa la propiedad de un número específico de acciones de una compañía de capital mayoritariamente no estadounidense.

Es importante señalar que un ADR representa el derecho de propiedad sobre los denominados *American Depositary Share* o ADS, y son éstos últimos los que representan un cierto número de acciones. De este modo, El ADR implica la posesión del volumen de acciones representativas conforme la relación preestablecida que se determine para los ADS.

Un ADS puede amparar una sola acción (a la par), en cuyo caso la proporción es de 1:1, o bien representar varias acciones subyacentes, donde la proporción es n:1.

Cabe hacer una distinción importante, pues en términos de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera no siempre será posible que las acciones emitidas por sociedades mexicanas sean propiedad de extranjeros.

Atendiendo a esta circunstancia, en ocasiones se emiten acciones de voto limitado (o restringido) o incluso, se afectan en fideicomiso, emitiéndose Certificados de Participación Ordinarios, que sólo representan derechos patrimoniales sobre las acciones, siendo los CPOs los que se utilizan como instrumento subyacente de los ADS y ADRs.

Asimismo existen, aunque en menor proporción dadas las características de su mercado, programas de ADRs para bonos, y en general para cualquier instrumento financiero que opere en los mercados norteamericanos sin importar el país de procedencia.

Existen, además, los denominados *Global Depositary Receipts* o *GDRs*, equivalente global de los ADRs, cuya principal diferencia con estos, y característica propia, radica en los mercados de valores dentro de los cuales se autoriza su operación.

Así, mientras un ADR está autorizado para listar solamente en los mercados norteamericanos, el GDR puede listar en otros mercados de manera simultánea a los estadounidenses, generalmente los europeos.

De hecho, los GDRs han venido a reemplazar a los denominados *European Depositary Receipts* (EDRs), recibos de depósito específicamente dirigidos a inversionistas europeos.

Finalmente, cabe mencionar que, también existen los *International Depositary Receipts* (IDRs), recibos de depósito cotizados en divisas distintas al dólar, por lo regular francos franceses, libras esterlinas o marcos alemanes.

4.3 ANTECEDENTES Y DESARROLLO

A principios de este siglo, los inversionistas estadounidenses empezaron a interesarse en los mercados extranjeros, con lo que las relaciones y vínculos entre los capitales del exterior y los locales de muchos países, se diversificaron y asumieron nuevas formas.

En un principio este proceso se basaba tan solo en permitir a inversionistas extranjeros la adquisición y operación de empresas cotizadas en los mercados locales, lo que presentaba inconveniencias y problemas tales como la variación e inestabilidad en los tipos de cambio, diferencias en el horario de operación, en los procedimientos de negociación y traspaso, en los

procesos de liquidación y compensación, en los regímenes tributario y legal, los altos costos asociados con negociar en los mercados internacionales, así como, las diferentes prácticas financieras y contables.

Por estas razones, y ante la necesidad de financiamiento que mostraban diversas empresas para continuar con su crecimiento, por un lado, y la tendencia de los inversionistas a diversificar internacionalmente sus *portafolios*, por otro; fue como surgió el concepto de ADR, diseñado y desarrollado por institución financiera *Morgan Guaranty*, a través del cual las empresas cuyo capital mayoritario no fuera estadounidense podían ser listadas en los mercados norteamericanos y cotizar sus valores en cualquiera de éstos. Esto permitió llevar las acciones al mercado de los inversionistas, haciéndolas más accesibles y atractivas para muchos que de otra forma no hubieran invertido en ellas o lo hubieran hecho en menor proporción.

Fue en 1927 cuando se emitió el primer ADR representando a *Selfridge Stores*, una empresa inglesa.

En el caso de México, fue hasta principios de la década de los sesenta, cuando empresas mexicanas recurrieron al mercado de valores estadounidense, pues el dinamismo que mostraba la economía, les permitió colocar acciones y obligaciones e incursionar por primera vez en los mercados norteamericanos.

El primer ADR mexicano fue respaldado por Teléfonos de México en 1960, y en 1963 se cotizó en la *American Stock Exchange* el primer ADR *patrocinado* de Tubos de Acero de México.

En 1965 se realiza la primera emisión significativa de una compañía mexicana en el mercado informal o de mostrador (*over the counter OTC*), cuando Celanese Mexicana, una industria de productos químicos industriales, incrementó su deuda en 8'000,000.00 de dólares, directamente a través de dicho mercado⁵⁷, convirtiéndose éste en un importante proveedor de fondos para emisores mexicanos.

Ya en esa década, y aún antes, la acción del capital extranjero en nuestro país era muy singular y compleja, destacando las relaciones que mantenía con diversas fracciones del capital mexicano: diversas empresas tenían participación de capitales privados domésticos y aún del Estado, en otros casos las empresas que operaban en el país mantenían vínculos con el capital extranjero por medio del uso de marcas, licencias, tecnología, redes de comercialización y servicios diversos, y a su vez, las filiales de las denominadas empresas transnacionales, que no obstante de tener un 100% del capital en poder de la matriz, utilizaban los servicios bancarios y

⁵⁷ Las cifras presentadas fueron tomadas del trabajo "El Mercado en Estados Unidos para Valores Mexicanos", realizado por Operadora de Bolsa.

financieros nacionales, se beneficiaban de los precios y tarifas de diversos bienes producidos por empresas estatales y su expansión se relacionaba con el crecimiento del mercado interior.

Sin embargo, en ningún momento desde los años cincuenta puede sostenerse que la presencia de capitales extranjeros se da principalmente por medio de empresas que no tienen vínculos con el mercado de capitales nacional, ya que en la mayoría de los casos se trataba de filiales de empresas transnacionales, que simplemente desplazaban a los capitales domésticos y al propio Estado.

Así, a principios de los años setenta operaban en México aproximadamente 1800 empresas con capital extranjero y un número no preciso de compañías que usaban marcas, pagaban por patentes o estaban estrechamente ligadas a la red de comercialización de las empresas extranjeras.⁵⁸

Fue esto, y la práctica de remitir al extranjero cuantiosas sumas de divisas por dividendos, regalías u otros pagos, lo que quizá motivó la expedición de la ley sobre inversiones de 1973 que, aunque probablemente dió la impresión de una medida nacionalista que pretendía restringir grandemente el radio de acción del capital extranjero, el disponer de la mayoría de capital de una empresa, 51% o más, no basta para controlarla en la práctica.

El control de la tecnología y el conocimiento de nuevos procesos, la habilidad administrativa, el fácil acceso al mercado financiero internacional, el dominio del mercado y en síntesis, el poder a veces enorme de las empresas transnacionales y el capital extranjero, suele ser lo que les permite jugar el papel dominante, aún cuando su participación en el capital de la filial sea relativamente pequeña.

Independientemente de las conexiones del capital extranjero con algunos de los grupos más importantes tanto privados como gubernamentales, cuando de momento no existía un socio mexicano que tomara la parte del capital que le reservaba la ley, la "mexicanización" se llevó a cabo a través del mercado de valores; hecho por el que, en la segunda mitad de los años setenta, algunas empresas con capital extranjero que no encontraron socios que cubrieran de inmediato la parte mexicana del capital, fueron autorizadas a colocar acciones en el mercado de valores, lo que dió a éste significación financiera e indujo, por otra parte, a empresas mayoritariamente mexicanas, como Aluminio, MetMex Peñoles, Acumuladores Mexicanos y Celanese Mexicana, a colocar emisiones en Estados Unidos, llegándose a completar una colocación directa de 45'000,000.00 de dólares en 1978.

⁵⁸ La participación del capital extranjero era del 100% en el 53.7% de las empresas y de menos del 25% en el 4.1% de ellas. La Inversión Extranjera en México, Bernardo Sepúlveda y Antonio Chumacero, México FCE 1972.

Entre 1979 y 1980, nuevas emisoras colocan sus acciones en el mercado directo, tales como Industrias Resistol, Grupo Industrial Camesa y Tubos de Acero de México (Tamsa).

Es la misma Tamsa, quien en octubre de 1980 lanzó al mercado norteamericano 36'000,000.00 de dólares, que equivalió al 49% de una emisión total de 73'000,000.00 de dólares, la oferta más grande de una compañía mexicana hasta esa fecha. Al año siguiente, las acciones del Banco Nacional de México son listadas y negociadas en la Bolsa de París, al tiempo que, las acciones de Telefonos de México constituyen un importante mercado informal (OTC) en los Estados Unidos.

Es precisamente, en la década de los ochenta, que en Estados Unidos los ADRs se convirtieron en la forma más común de invertir en valores extranjeros. En este período la demanda por títulos foráneos experimentó un crecimiento muy importante entre los inversionistas norteamericanos, debido a su interés por **diversificarse internacionalmente** y al **mejor desempeño de otros mercados**

Como respuesta a esta demanda, la colocación de valores mexicanos en el mercado estadounidense se posibilitó mediante la emisión de ADRs y de GDRs en otros mercados.

En Europa, muchas industrias de las más grandes alimentaron su crecimiento a través de enormes ofertas públicas en el mundo entero, ejemplo que algunas empresas de Asia y América Latina, a decir mexicanas, intentaron seguir.

En 1988, Nacional Financiera suscribió con el Banco de Nueva York, principal emisor de ADRs en Estados Unidos, un convenio de custodia y administración de las acciones de empresas mexicanas que respaldan la emisión de ADRs por dicho banco. Según datos de su informe anual, durante 1990, Nacional Financiera recibió en depósito un total de 141 millones de acciones y se cancelaron⁵⁹ 125 millones de ADRs que se encontraban en circulación: asimismo, la operación anual ascendió al equivalente de 366,693 millones de pesos de ese entonces.

Cabe señalar que, como parte de su proceso de venta y privatización, Teléfonos de México realizó en 1991 una oferta pública secundaria de 15,000 millones de acciones serie L, de voto limitado (sin expresión de valor nominal), que pudieron ser adquiridas por extranjeros a través de ADRs. Las acciones ofrecidas eran propiedad del Gobierno Federal y representaban 14.1 por ciento del capital social de la empresa y el 23.6 por ciento del total de acciones serie L.

⁵⁹ Si un tenedor de ADRs desea obtener físicamente las acciones que compró, únicamente tramita la cancelación de sus recibos de depósito y pide el embarque de dichas acciones.

Esta oferta se realizó en forma simultánea en México, Estados Unidos y otros mercados internacionales, de modo que en nuestro país fueron ofrecidas 100 millones, en Estados Unidos 800 millones y en otros mercados 600 millones de acciones.

Quizá fueron estos hechos, los que generaron que este tipo de movimiento accionario se convirtiera en una opción sumamente atractiva para las compañías nacionales emisoras de acciones.

Esto se refleja en el hecho de que, los programas de ADRs (y GDRs) de empresas mexicanas en mercados del exterior, pasaron de cinco en 1989 a alrededor de setenta en 1994.

4.4 ESQUEMA DE EMISIÓN Y OPERACIÓN

El proceso que sigue una emisión de ADRs se desprende de su concepto y naturaleza mismos: el ADR es un recibo negociable, emitido en Estados Unidos en forma de certificado, que representa valores de una compañía extranjera; los emite un banco depositario norteamericano cuando las acciones subyacentes son depositadas en el extranjero en un banco custodio, normalmente por un corredor, quien las ha comprado en el mercado bursátil; una vez emitido, el ADR se puede negociar libremente como cualquier otro valor estadounidense, en el mercado extrabursátil o en una bolsa de valores, de acuerdo a sus propios estándares de operación.

En forma más detallada, el procedimiento de emisión de ADRs se puede describir como sigue:

La empresa mexicana interesada en cotizar sus valores en el mercado estadounidense, registra la emisión de acciones a ser ofrecidas en la sección especial del Registro Nacional de Valores e Intermediarios; procediendo al aumento de su capital, la emisión de las acciones correspondientes y el depósito de las mismas en el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL) u otra institución en posibilidad de fungir como agente custodio. En caso de existir restricciones para participar en el capital de las emisoras, es en este momento que se constituye el fideicomiso sobre dichas acciones al tiempo que se emiten los CPOs .

De acuerdo con un contrato previamente celebrado con una institución de depósito norteamericana (usualmente un banco), las acciones depositadas en el custodio se registran a favor de dicha institución, quien las recibe virtualmente en depósito.

Por su parte, la institución bancaria estadounidense reconoce mediante la creación de los ADS, el derecho sobre los beneficios generados por las acciones dividido en partes o porciones.

A su vez, el propio banco emite el ADR que representa los ADS antes referidos. De esta manera, los ADRs constituyen la concretización de los ADS o, de acuerdo con la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, constituyen el documento necesario para ejercer los derechos en el consignados.

Descrito el proceso de emisión de un ADR, cabe señalar a los participantes en el esquema de operación completo⁶⁰:

La **Compañía Emisora** de acciones, la cual no deberá ser estadounidense de manera mayoritaria; sus acciones son inscritas en la sección especial del **Registro Nacional de Valores e Intermediarios**, a cargo de la **Comisión Nacional de Valores**.

Un **Banco Custodio**, el cual mantendrá bajo su poder, las acciones corporativas que avalen la emisión de los ADRs y deberá ser corresponsal del banco depositario estadounidense que los emita.

Un **Banco Depositario**, el cual deberá ser estrictamente estadounidense y aprobado por la SEC⁶¹, y tendrá a su cargo la emisión de los ADRs así como la obligación de proveer ciertos servicios a la compañía y a los inversionistas; como el envío y la entrega a los inversionistas del material requerido sobre la asamblea de accionistas; adquirir información de las compañías sobre planes de recapitalización, acuerdos en las votaciones de accionistas y otros proyectos, la cual procura enviar lo más rápido posible a los tenedores de ADRs.

Sirve también como enlace entre la compañía y los *market makers*, o especialistas, en el mercado norteamericano y mantiene a los inversionistas informados de cualquier cambio en el mercado local. Además, debe buscar establecer un sistema de custodia en el mercado doméstico para captar las acciones del mercado local y establecer un sistema por el cual estas puedan ser negociadas rápidamente⁶².

Finalmente, funge como agente pagador de los dividendos declarados sobre las acciones, mismos que son recolectados por el agente local, realiza la conversión en dólares y, deduciendo su cuota, envía al tenedor del ADR un cheque.

El **Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL)** que llevará a cabo el registro de las instituciones o inversionistas que posean las acciones y a su vez, según sea el

⁶⁰ Es decir, emisión, colocación, cotización, arbitraje, pago de dividendos, cancelación, etc.

⁶¹ Cualquier oferta de valores en el mercado estadounidense debe ser registrada ante la **Security & Exchange Commission**, en los términos de la ley que regula dicho mercado de valores.

⁶² Por ejemplo, el convenio Banco de Nueva York-Nafin

caso, podrá fungir como depositario y custodio de los valores en base a los cuales se emitan los ADRs.

La **Bolsa Mexicana de Valores** que dará seguimiento y registro de las cotizaciones de los ADRs en comparación con sus valores colaterales mexicanos y de las operaciones de *arbitraje* que de éstas se deriven.

Las **Casas de Bolsa** mexicanas y estadounidenses, las cuales actuarán como agentes colocadores en y entre ambos mercados, según corresponda.

Los **Corredores de Bolsa** mexicanos y estadounidenses, quienes compran y venden los títulos (acciones y ADRs) en sus respectivos mercados y de acuerdo a sus órdenes.

Finalmente, el o los **inversionistas** en los Estados Unidos, que buscan obtener un cierto rendimiento mayor que aquel que pudieran captar en el mercado de su país, adquiriendo valores con la misma facilidad con que compran acciones de cualquier emisora estadounidense. Adicionalmente, un inversionista de ADRs puede tomar ventajas de las variaciones entre las cotizaciones en el mercado mexicano y el mercado estadounidense para dichas acciones mediante operaciones de arbitraje, que consiste simplemente en negociar un título que se cotiza en diferentes mercados, comprando en uno y vendiendo en otro simultáneamente.

El arbitraje se realiza con el fin de obtener una ganancia (*ganancia de capital*) derivada de los diferentes precios a los que opera un título⁶³. Sin embargo, su efecto tiende a igualar los precios, es decir, presiona a los diferentes mercados a fin de que las cotizaciones respectivas se muevan dentro de una banda lo más estrecha posible.

Finalmente, cabe mencionar que si un tenedor desea vender sus valores en el mercado norteamericano, lo hace endosando en blanco el ADR, de la misma manera como se hace la venta de una acción de una compañía estadounidense, en la que se entrega el certificado de acciones. Para finalizar la venta de acciones en el mercado nacional, el poseedor entrega su ADR al depositario, el cual se comunica con su agente custodio en México para liberar las acciones objeto de la venta y registrarlas o entregarlas al comprador designado.

Es así como, los ADRs facilitan a los inversionistas estadounidenses la compra y venta de acciones de compañías mexicanas, con la seguridad y respaldo que otorgan las figuras jurídicas que participan en la emisión y cotización de estos instrumentos.

⁶³ La ganancia de capital es la utilidad, sujeta a riesgo, obtenida del diferencial entre los precios de compra y venta.

Vemos ahora las posibilidades que por su parte, tienen las empresas.

4.5 TIPOS DE ADRs

Los ADRs se clasifican en función de quien gestiona su emisión, en:

- a) Patrocinados (*Sponsored*) y,
- b) No Patrocinados (*Un-sponsored*).

La diferencia esencial entre estos dos tipos de emisiones radica en la celebración o no de un acuerdo contractual entre la empresa no estadounidense interesada en la colocación de sus valores y alguna institución bancaria de inversión norteamericana.

Así, mientras que los programas de ADRs patrocinados son establecidos por la empresa misma, y usualmente comprometen el patrocinio (*sponsorship*) de un banco depositario; los programas de ADRs no patrocinados son llevados a cabo por iniciativa de una o varias instituciones bancarias depositarias estadounidenses, que desean poner a la venta las acciones de una emisora extranjera sin ningún tipo de acuerdo con ella, mas que su consentimiento.⁶⁴

En este sentido, para establecer un programa de ADR patrocinado, la empresa no estadounidense puede emitir nuevas acciones -ya sea publica o privadamente- o utilizar acciones de emisiones pasadas; mientras que, en un programa de ADR no patrocinado, sólo pueden utilizarse acciones de emisiones pasadas en propiedad de alguna institución bancaria.

ADR PATROCINADO

Este tipo de programa se establece por iniciativa propia de la empresa, o aconsejada por un banco depositario, un banco de inversión o por otra institución financiera estadounidense.

Una empresa opta por éste género, cuando está en búsqueda de alternativas de financiamiento de su desarrollo o con la finalidad de incrementar su capital, o bien porque pretende extender su mercado y desea controlar y salvaguardar sus intereses futuros en el mercado norteamericano.

A este respecto, el mercado de valores norteamericano ofrece a las empresas emisoras cuatro opciones para la colocación de ADRs patrocinados:

- i) un programa nivel uno, donde son negociados en un mercado de mostrador o mercado informal (*over the counter*);

⁶⁴ Hasta antes de 1983, los bancos emitían ADRs con el fin de negociarlos sin la aprobación de la empresa extranjera, pero, a partir de ese año, con la modificación de una regla de la SEC, se requiere que un empresa representada por ADRs apruebe el programa.

- ii) un nivel dos, donde son listados en una bolsa establecida (mercado formal);
- iii) un nivel tres, que implica la oferta pública de nuevos títulos, y;
- iv) un nivel cuatro, que comprende un colocación privada.

A una empresa que desea realizar una oferta pública y/o cotizar en los mercados bursátiles norteamericanos, se le considera que entra voluntariamente y como consecuencia debe cumplir los requisitos que cada tipo de colocación implica, ya que estos varían de acuerdo con el nivel o clase de ADRs que se emita.

ADR: PATROCINADOS NIVEL I

Este tipo de ADR es el mecanismo más simple que permite a empresas extranjeras tener acceso al mercado de valores de Estados Unidos.

Fue diseñado por el Banco de Nueva York en 1983 combinando la figura de ADR no patrocinado con los beneficios que ofrecía el Acuerdo o Reglamento sobre Depósito.

Este nivel de ADR es emitido y negociado en el mercado informal (*over the counter OTC*) denominado "mercado de papel rosa" (*pink sheet market*)⁶⁵, operado por la Asociación Nacional de Agentes de Valores a través de su sistema automatizado de cotizaciones (*NASDAQ*), de forma tal que no puede utilizarse para captar capital directamente del mercado y, como consecuencia, la empresa extranjera solicita la exención del registro⁶⁶ y no tiene que realizar cambio alguno en su contabilidad al presentar, previamente traducidos al inglés, sus reportes financieros de los últimos años y toda aquella información que le sea requerida por las autoridades reguladoras de su país de origen⁶⁷.

Conseguida la exención de registro ante la SEC, el siguiente paso en el establecimiento de un programa nivel I, es la celebración del acuerdo de Depósito: contrato de servicio estándar entre la empresa y el banco depositario donde se detallan las responsabilidades de cada parte, incluyendo las de los tenedores de ADR.

En general, los ADRs patrocinados nivel I permiten a una empresa no estadounidense:

- * ampliar el mercado para sus títulos, a través de una exposición más extensa y diversificada, la cual puede elevar o estabilizar el precio de los mismos en su país de origen;

⁶⁵ Se refiere al color del papel en que se manejan los recibos o cotizaciones.

⁶⁶ Igual que como ocurre para el establecimiento de un programa no patrocinado.

⁶⁷ No es necesario adaptarlos a las normas contables de Estados Unidos estipuladas por la *US GAAP, US Generally Accepted Accounting Principles*.

- * resaltar la imagen y opinión de sus productos, servicios o instrumentos financieros dentro del mercado estadounidense;
- * establecer un camino a bajo costo hacia el mercado financiero estadounidense y,
- * contar con una base que facilite posteriormente, luego del registro ante la SEC, listar en una bolsa establecida (ADRs Patrocinados Nivel II) o aumentar su capital mediante ofertas al público inversionista (ADRs Patrocinados Nivel III).

Así, pues, un programa Nivel I de ADRs patrocinados, esencialmente permite a las empresas no estadounidenses obtener los beneficios de la negociación pública de sus títulos en Estados Unidos sin tener que modificar sus prácticas e informes contables.

ADRS PATROCINADOS NIVEL II Y NIVEL III

Los ADRs de estos niveles permiten que las empresas extranjeras puedan, respectivamente, registrar sus acciones y cotizarias en alguna de las bolsas establecidas (*New York Stock Exchange NYSE*, *American Stock Exchange AMEX*, o incluso en el mismo *NASDAQ*), o aumentar su capital, emitiendo y captando recursos directamente del público inversionista norteamericano.

Para el caso de los ADRs cotizados en alguna bolsa establecida o en el sistema automatizado de valores, se requiere, además de cumplir con todos los requisitos de la bolsa en cuestión, el registro bajo el Acta de 1933 (*The Securities Exchange Act of 1933*). Para ADRs basados en una emisión de acciones que ha estado activa en algún mercado extranjero al menos 90 días, se presenta una forma que contiene información acerca de las obligaciones del depositario y las condiciones de ADR (Forma F6). Para ADRs basados en una oferta primaria de acciones se requiere registro completo ante la SEC y presentar un prospecto que contenga información detallada de la empresa (Formas F1-2-3).

Así, mientras mayor sea el nivel, más requisitos y obligaciones de información deben presentar las empresas ante la SEC⁶⁸ y deben además, presentar sus estados financieros de los últimos años con apego a las normas contables de Estados Unidos, lo cual en el caso de empresas como las mexicanas representa un costo adicional, ya que en México se aplica en los resultados financieros, y en su reexpresión, el Boletín B-10, del Instituto Mexicano de Contadores Públicos, además de reconocerse el efecto de la inflación; de modo que es necesario reconciliar ciertas cuentas para su ajuste.

⁶⁸ Es notable el cuidado que ha puesto dicha comisión, al aumentar los requerimientos para la negociación de títulos foráneos dentro de sus mercados internos regulados.

EMISION BAJO LA REGLA 144A

A partir de 1990, la SEC adoptó la Regla 144A, simplificando de manera importante la emisión de deuda, acciones y ADRs en el mercado estadounidense.

Esta nueva regla persigue básicamente el objetivo de hacer que los mercados estadounidenses sean más atractivos para emisores extranjeros⁶⁹ y norteamericanos al facilitar la operación de valores no registrados ante la SEC en el mercado secundario.

Más específicamente, permite que los valores de colocación privada⁷⁰, que están exentos de registro, sean vendidos a inversionistas institucionales sin que se altere dicha exención, ahorrando a las emisoras el costo que implican los gastos legales por este concepto, y los problemas para la presentación y manejo de la información contable que se requiere de las empresas que se registran como emisoras en alguna de las bolsas de Estados Unidos.

La compra de los certificados y demás títulos emitidos bajo este esquema está restringida a los inversionistas institucionales calificados (*Qualified Institutional Buyers QIBs*) como bancos, compañías de seguros, casas de bolsa, agentes de valores, fondos de pensión y corporaciones.⁷¹

De esta manera se eliminan, por parte de las autoridades estadounidenses, algunas de las barreras legales que impedían a las empresas emisoras tuvieran un financiamiento eficiente y que privaban a los inversionistas sofisticados de la posibilidad de beneficiarse al participar en el mercado de ofertas primarias colocadas fuera del territorio de Estados Unidos.

Así pues, los ADRs bajo la Regla 144A o RADRs, pueden considerarse una transacción patrocinada nivel III útil para aumentos de capital mediante colocaciones privadas dentro del núcleo o mercado contemplado por dicha regla.

Los requisitos para una emisión, de acuerdo con la Circular 144A son:

- a) las empresas pueden ofrecer y vender sus valores sólo a los denominados QIBs quienes a su vez podrán revender estos valores únicamente a otros QIBs o cancelar sus RADRs y vender las acciones ordinarias a inversionistas no estadounidenses:

⁶⁹ Empresas públicas, privadas y gobiernos de cualquier país.

⁷⁰ Aquellos que no son listados listados en alguna bolsa establecida o en el NASDAQ.

⁷¹ El requisito que exige la SEC para considerar a alguna institución como QIB es que tenga una inversión en cartera de por lo menos 100 millones de dólares. Es claro que, la filosofía reguladora detrás de la Regla 144A es que los QIBs no necesitan tanta protección como los pequeños inversionistas. Con grandes departamentos de análisis e investigación y administradores de fondos especializados a cargo, es de esperarse que los QIBs vean por sí mismos; pero su privilegio de invertir bajo la Regla 144A tiene un ancla: a los QIBs no les está permitido divulgar información acerca de la compañía o efectuar tratos con el público mientras es llevada a cabo la transacción.

- b) los valores no pueden ser intercambiados por valores que sí están registrados en las bolsas estadounidenses aunque si se autorizan las operaciones *side by side* con los valores cotizados en el mercado OTC, denominados *pink sheets*⁷²
- c) la empresa debe obtener permiso de la SEC para no reportar información financiera periódica pero si debe proporcionar información a los QIBs;
- d) es obligación del vendedor asegurarse de que el comprador sabe que está adquiriendo valores no registrados bajo el esquema 144A.

Para tomar ventaja de las oportunidades ofrecidas por la Regla 144A, los corredores y bancos depositarios, recomiendan a las empresas extranjeras que desean emitir acciones mediante una colocación privada, que primero obtengan acceso a un programa patrocinado nivel I, como el mecanismo más apropiado para tener acceso a este financiamiento.

De igual modo la Asociación Nacional de Agentes de Valores propuso, y consiguió, la implementación de un programa especial para favorecer las transacciones que calificaban bajo la Circular 144A y que se denomina *PORTAL Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages* u Ofertas Privadas, Reventas y Comercio a través de Redes Automatizadas.

Bajo las perspectivas planteadas, el programa que una compañía utilice dependerá de sus intenciones y objetivos.

Así, por ejemplo, si la empresa quiere una gran visibilidad de sus títulos dentro de Estados Unidos pero desea evitar el registro completo ante la SEC, puede optar por abrir un programa público comercializado los mercados extrabursátiles.

No obstante, si una compañía quiere una amplia distribución de sus acciones y además listar en el mercado, es más probable que se registre ante la SEC; en parte porque así puede utilizar en el futuro, para otras necesidades de financiamiento, los mercados organizados (es decir, las bolsas de valores establecidas)⁷³.

Por otra parte, si la compañía necesita fondos pero no necesariamente busca una gran proyección, puede optar por la colocación privada de los ADRs.

⁷² Un servicio u operación *side by side* combina un programa de emisión privada RADR o un programa GDR con un programa ADR patrocinado nivel I (aquel que es comercializado en los mercados *over the counter* de Estados Unidos)

⁷³ Mientras que en un mercado de *mastrador* -aquel que se forma en cualquier lugar donde se comercian valores en forma privada- no se reportan las cotizaciones al público en general y, por lo tanto, se ven menos sujetos a valores especulativos; la emisión pública goza de una mayor distribución de los títulos, lo que normalmente permite el desarrollo de un mercado secundario en el que los ADRs se negocian libremente y con mayor liquidez.

A finales de 1991 habían dos ADRs de empresas listados en la *New York Stock Exchange*; uno en la *American Stock Exchange*; uno en el *NASDAQ*; nueve en *PORTAL* a través de colocaciones bajo la regla 144A; y nueve comerciados en mercados de mostrador (*over the counter*). Para mediados de 1994, el número total de programas se había prácticamente triplicado, cotizándose más de veinte en la *NYSE*; dos en la *AMEX*; uno en el *NASDAQ*; alrededor de veinte bajo el esquema de la regla 144A incluidos algunos GDRs; y más de veinticinco en fragmentos *OTC* (Véase el Cuadro presentado).

ADR NO PATROCINADO

Este tipo de *American Depositary Receipts* son emitidos directamente por alguna institución o banco de inversión norteamericano cuando éste mantiene en su posesión un monto determinado de acciones de la compañía extranjera que puedan avalar la colocación de ADRs.

De este modo, y a diferencia de los patrocinados, la entrega de acciones en custodia para amparar la emisión de los ADRs no patrocinados no es llevada a cabo de manera real, ya que la institución o banco de inversión las mantiene en su poder antes de efectuar la emisión.

En otras palabras, debido a que la institución o banco que emite los ADRs mantiene las acciones representativas, la iniciativa de emitir, colocar y cotizar ADRs no patrocinados en el mercado bursátil norteamericano internacional corre por cuenta de dicha institución, como respuesta a la demanda del mercado secundario o como una opción de portafolio adicional para sus inversionistas.

Una característica adicional de este tipo de Instrumento radica en que, debido a la reducida participación de la empresa foránea en la emisión, los ADRs no patrocinados generalmente transfieren al precio de compra y al inversionista los costos administrativos que conlleva la emisión de dichos documentos. Con base en esos costos y las repercusiones que generan en el precio de compra, este tipo de ADR, se considera en la actualidad en decadencia, ya que el mercado estadounidense muestra una fuerte tendencia hacia la colocación de ADRs Patrocinados, mientras que, virtualmente han dejado de establecerse nuevos programas No Patrocinados.

ADRs DE EMPRESAS MEXICANAS

COMPANIA	PROGRAMA	COMPANIA	PROGRAMA
Aerovías de México/Aeroméxico	144A	Grupo Industrial Masca (serie A)	OTC
Apasco (acciones serie A)	OTC	Grupo Industrial Masca (serie B)	OTC
Apasco (acciones serie B)	OTC	Grupo Industrial Masca	144A
Aurrerá	OTC	Grupo Insuelli D	NYSE
Banpais	NYSE	Grupo Insuelli L	NYSE
Buffet Industrial (GBI)	NYSE	Grupo Mexicano de Desarrollo B	NYSE
Cementos Mexicanos/Cemex (serie A)	144A	Grupo Mexicano de Desarrollo L	NYSE
Cementos Mexicanos/Cemex (serie B)	OTC	Grupo Mexicano de Vidrio	144A
Cifra (convertible a acciones B)	OTC	Grupo Pasaña (serie A GDR)	144A
Coca Cola FEMSA (serie L)	NYSE	Grupo Pasaña (serie L GDR)	144A
Consortio G Grupo Dina	NYSE	Grupo Radio Centro	NYSE
Controladora Comercial Mexicana	OTC	Grupo Sábek	OTC
Corp. Industrial SanLuis (serie A)	OTC	Grupo Simec	AMEX
Corp. Industrial SanLuis (serie A1)	OTC	Grupo Silar	144A
Corp. Industrial SanLuis (serie A2)	OTC	Grupo Silar	OTC
Corporación Mexicana de Aviación	OTC	Grupo Synkro	OTC
DESC (Sociedad de Fomento Industrial)	OTC	Grupo Syr	OTC
EPN	OTC	Grupo Televisa	NYSE
El Puerto de Liverpool (GDR)	144A	Grupo Televisa	144A
Empaques Ponderosa	144A	Grupo Televisa (GDR)	144A
Empaques Ponderosa	OTC	Grupo Tribuna	NYSE
Empresas ICA Sociedad Controladora	NYSE	Grupo Videovision	144A
Empresa La Moderna (Clase I serie A común)	NYSE	Industria Eléctrica de México IEM	OTC
FAR-BEN	OTC	Interoceanic	OTC
Fomento Económico Mexicano/Femsa GDR	144A	Interoceanic (serie B)	OTC
Grupo Carso (GDR)	144A	Interoceanic (serie C)	144A
Grupo Casa Austrey	NYSE	Kimberly Clark (CFOa representando serie A)	OTC
Grupo Embajador de México	144A	México City - Tollman Toll Road GDR	144A
Grupo Financiero GBM Atlético	144A	Ponderosa Industrial	OTC
Grupo Financiero Bancomer (serie C)	144A	Sears Roebuck de México (serie B1)	144A
Grupo Financiero Bancomer (serie C GDR)	144A	Sears Roebuck de México (serie B1 GDR)	144A
Grupo Financiero Inverlat	OTC	Servicios Financieros Quiliman	NASDAQ
Grupo Financiero InverMéxico (serie B)	OTC	Teléfonos de México TelmexA	NASDAQ
Grupo Financiero InverMéxico (serie C)	OTC	Teléfonos de México TelmexL	NYSE
Grupo Financiero Mexivat C	OTC	Telmex	OTC
Grupo Financiero Prime Internacional	OTC	Telmex (colocación privada, bono convertible)	144A
Grupo Financiero Probuca (serie B)	OTC	Transportación Marítima Mexicana A	NYSE
Grupo Financiero Probuca (serie C)	OTC	Transportación Marítima Mexicana L	NYSE
Grupo Financiero Serfin	NYSE	Tubos de Acero de México/Tamam	AMEX
Grupo Gigante GDR	144A	Viro	NYSE

FUENTES: Alexandra Herrera, "ADRs paso a paso", *América Economía*, Abril 1994
 Mercer ADR Report
 BMV, "Mexico Company Handbook 1994/95"

4.6 RÉGIMEN LEGAL Y FISCAL

Una vez descrito el proceso de emisión y esquema de operación de los distintos tipos de ADRs, resulta fácil comprender como un inversionista estadounidense puede invertir en estos instrumentos, en lugar de invertir propiamente en las acciones de la sociedad mexicana emisora; adquiriendo directamente estos documentos ya sea en una bolsa, en un mercado de mostrador, o a través del sistema de registro de los inversionistas institucionales si pertenece a esta categoría.

En este contexto, resulta preciso determinar cuales son los derechos que confieren los ADRs a sus tenedores, como un aspecto fundamental para definir el régimen fiscal (mexicano) a que están sujetos los inversionistas extranjeros tenedores de este tipo valores.

En términos generales, los derechos que tienen los tenedores de ADRs consisten en participar de los beneficios económicos que produzcan las acciones subyacentes. Concretamente:

- a) el derecho a participar en los dividendos que la empresa declare y,
- b) el derecho a participar en la cuota de liquidación de la emisora.

En este sentido, destaca la conveniencia para el inversionista que adquiere ADRs de recibir en dólares los beneficios económicos antes referidos, ya que es una obligación del banco estadounidense emisor de los ADRs el efectuar la conversión cambiaria respectiva.

En lo referente a los derechos de carácter corporativo, los tenedores de ADRs no tiene, usualmente, derecho de voto, por lo cual, carecen de:

- i) la facultad para determinar la integración de los órganos sociales de la sociedad emisora y de,
- ii) el derecho a la realización de actos que permitan o faculten el ejercicio de otros derechos inherentes al carácter de socio, como por ejemplo, la facultad de convocar a la asamblea de accionistas.

Al carecer de las facultades señaladas, resulta válido expresar que conforme a Derecho Mexicano, los inversionistas de ADRs no tiene los llamados "derechos de carácter corporativo" que son propios de la condición de socio de una sociedad mercantil.

La circunstancia antes referida, se expresa invariablemente en los prospectos de colocación que se ponen a disposición de los inversionistas potenciales; si bien, actualmente es posible para ellos invertir prácticamente en todas las series de las acciones mexicanas⁷⁴, un inversionista de

⁷⁴ En un principio sólo podían emitirse ADRs con las acciones serie B, que son de libre suscripción para extranjeros; pero con la nueva reglamentación a la inversión extranjera, desde hace algunos años es posible emitir ADRs con acciones serie A, a través de los fideicomisos que se crean para ello, y de las acciones serie N, o de capital neutro.

estos valores es un *invercionista pasivo*, que se interesa por la obtención de una ganancia de capital, más que por ejercer su derecho de voto.

En este sentido, cabe señalar que las acciones subyacentes son normalmente votadas por el banco custodio (o por el fiduciario, en caso de tratarse de ADRs respaldados por CPOs), en el mismo sentido en que sean votadas la mayoría de las acciones de la emisora no afectadas a dicho depósito, es decir las que no son acciones subyacentes.

Planteado lo anterior, resulta importante determinar si dados los derechos de los tenedores de ADRs, éstos pueden considerarse como accionistas de la sociedad emisora de las acciones, y para ello conviene hacer un análisis del concepto *acción*.

En términos de los artículos 111 y 112 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, acción es la parte alícuota del capital social representada en un título de deuda que atribuye a su tenedor legítimo la condición de socio y la posibilidad de ejercer los derechos que de ella emanan, así como transmitir dicha condición a favor de terceros.

Es así que la acción es el documento que emiten las sociedades anónimas como fracción de su capital social, y que incorpora los derechos de su titular, atribuyéndole la calidad de socio.

Resulta muy importante establecer que los derechos de los socios de las sociedades anónimas, se encuentran incorporadas en el documento llamado acción, sin el cual no pueden ejercerse, y mediante cuya negociación pueden transmitirse.

De este modo, los ADS y, consecuentemente los ADRs, no pueden considerarse jurídicamente como acciones, ni como alguna forma derivada de las mismas, ya que simplemente las acciones de las sociedades anónimas son o no son, sin que sea aceptable admitir categorías intermedias.

La ausencia total de derechos corporativos conduce a concluir que los ADS (y los ADRs) no son acciones sino que, "se trata de un medio más de obtener recursos para la sociedad emisora de las acciones subyacentes, a través de la materialización de algunos derechos de carácter patrimonial"⁷⁵.

Así, pues, los ADS (y los ADRs) de ninguna forma representan una porción fraccionada del capital de la sociedad emisora de las acciones subyacentes, sino que por el contrario, representan, precisamente, algunos de los derechos que se derivan de acciones preexistentes.

⁷⁵ Manuel E. Tron. "Qué son y como operan los American Depositary Receipts". *Negobancos*. Enero 1994 p. 63

En cuanto al análisis fiscal, éste se centra en las disposiciones de la Ley del Impuesto Sobre la Renta (LISR), ya que las operaciones con ADRs no tienen efectos en materia de otras leyes tributarias.

Depósito de acciones ante el banco Custodio

En este supuesto, la sociedad emisora de las acciones subyacentes recibe ciertas cantidades de dinero como consecuencia de la emisión y colocación de los ADRs correspondientes.

Lo dicho anteriormente corresponde al pago de un aumento de capital que no constituye ingreso gravable para la sociedad emisora en términos del artículo 15 segundo párrafo de la LISR que establece lo siguiente:

“ Para los efectos de este Título, no se consideran ingresos los que obtenga el contribuyente por aumento de capital, por pago de la pérdida de sus accionistas, por primas obtenidas por la colocación de acciones que emita la propia sociedad o por utilizar para valuar sus acciones el método de participación; así como los que obtenga con motivo de la revaluación de activos y de su capital.”

Retiro de las acciones o CPOs por los tenedores de ADRs

El artículo 144 de la LISR, establece que los no residentes en México (como son el banco estadounidense emisor de los ADRs y los inversionistas tenedores de los mismos), están obligados al pago de este impuesto conforme al Título V de dicha Ley por los ingresos que obtengan en efectivo, bienes, crédito o servicios, cuya fuente de riqueza se encuentre en territorio nacional.

Por su parte, el artículo 151 de la LISR, comprendido dentro del propio Título V de dicha Ley, establece que en los casos de enajenación de acciones emitidas por sociedades residentes en México, los no residentes están sujetos al pago del impuesto a la tasa del 20% sobre el monto total de la operación, o a la del 30%, sobre la ganancia obtenida, en ciertos casos.

Bajo este supuesto, se tiene en primer lugar, que no se presenta una enajenación para efectos fiscales conforme a las reglas de Código Fiscal de la Federación, pues el banco emisor de los ADRs (que representan los ADS) lo único que hace es entregar un bien depositado (acciones subyacentes o en su caso CPOs) a quien como titular del certificado de depósito, es decir del ADR, tiene derecho a ello, de modo que, al no existir enajenación, no se causaría impuesto en términos del citado artículo 151 de la LISR.

Suponiendo, sin conceder, que la entrega en cuestión fuese considerada como una enajenación para efectos fiscales, no se causaría el impuesto sobre la renta en consideración a lo siguiente:

Según se mencionó, el artículo 144 de la LISR establece la obligación de pago del impuesto, para aquellos residentes en el extranjero que obtengan ingresos de fuente de riqueza en territorio nacional.

A su vez, el artículo 151 de LISR, comprendido dentro del mismo Título V de la Ley, establece el gravamen sobre ingresos por enajenación de acciones para residentes en el extranjero.

De acuerdo con lo anterior, para poder aplicar el artículo 151 de la LISR, será indispensable que el enajenante residente en el extranjero, obtenga un ingreso, ya sea en efectivo, bienes, servicios o crédito, según dispone el artículo 144 de la propia LISR.

Dicho de otra forma, si en una enajenación no existe un ingreso para el enajenante, no existe base gravable y consecuentemente, al faltar un elemento esencial de un gravamen, no se causa el impuesto.

Bajo este esquema, es evidente que al recibir el banco estadounidense los ADRs para su cancelación y entregar a cambio las acciones subyacentes, no obtiene ingreso alguno.

Es así que, al no existir ingreso para el banco estadounidense, ninguna de las diversas hipótesis de fuente de riqueza prevista en el Título V de la LISR puede resultar aplicable, no existiendo por ello impuesto en la operación.

Por lo que respecta al titular del ADR, no se presenta una *adquisición a título gratuito*, pues al recibir las acciones hace entrega de dicho certificado, mismo que adquirió con anterioridad, y por tanto, tampoco es aplicable el penúltimo párrafo del artículo 151 de la LISR que precisamente, grava las adquisiciones a título gratuito de acciones de emisoras mexicanas recibidas por no residentes en México.

Enajenación de ADRs

Como se mencionó anteriormente, el artículo 151 de la LISR grava ingresos que obtengan residentes en el extranjero por la enajenación de acciones emitidas por personas morales mexicanas.

Ahora bien, si como fue expresado en su momento los ADRs no son acciones, resulta lógico concluir que su enajenación no se encuentra gravada en términos de dicho precepto.

A mayor abundamiento, cabe hacer una serie de consideraciones adicionales.

El sexto párrafo del artículo 151 de la LISR exenta del pago de impuesto a los ingresos obtenidos por residentes en el extranjero cuando la enajenación de las acciones de emisoras mexicanas se realice a través de la bolsa de valores autorizada en el país, y siempre que las mismas, sean de las que son colocadas entre el *gran público inversionista*, conforme a las reglas generales que al efecto expidan las autoridades fiscales.

A este respecto, el artículo 169 del Reglamento de la LISR, establece que para efectos del Título V de dicha Ley, se considerará que los títulos de deuda son colocados entre el gran público inversionista cuando reúnan los siguientes requisitos:

- a) Se inscriban en una bolsa de valores autorizada conforme a la legislación del país de que se trate;
- b) Que su colocación se efectúe a través de dicha bolsa de valores del extranjero, y que su enajenación se lleva a cabo con la intervención de casas de bolsa;
- c) Que su colocación se efectúe en un país en el que exista un mercado de valores reconocido para esos efectos, que tenga como mínimo cinco años de operar y siempre que dicho país no tenga un régimen fiscal privilegiado, entendiéndose como tal cuando los intereses percibidos de fuente extranjera estén exentos o causen una tasa inferior al 15% en el país de origen.

Debe precisarse que esta condición (de estar colocada entre el gran público inversionista) operará aún cuando conforme a la ley estadounidense, una colocación no se considere pública.

Por otro lado, la Regla 98 de la Resolución que Establece Reglas Generales y Otras Disposiciones de Carácter Fiscal para el año de 1993 (Resolución Miscelánea) publicada en el Diario Oficial de la Federación el 31 de marzo de 1993, establece que:

“ De conformidad con la Ley del Impuesto sobre la Renta, los títulos que representen acciones emitidas por sociedades mexicanas, cualquiera que sea el nombre con que se les designe, tendrán el mismo tratamiento fiscal que para la enajenación de acciones prevé dicha Ley, cuando los mismos se enajenen en México o en el extranjero.”

Dicha Regla 98 no debe ser entendida en el sentido de pretender ampliar el gravamen de los ingresos derivados de la enajenación de acciones a otra clase de títulos valor que sin ser acciones las representen, como es el caso de los ADRs, ya que ello significaría ampliar el supuesto

legal del artículo 151 de la LISR a través de una disposición administrativa en contravención del principio de legalidad que rige en materia tributaria.

Por el contrario, dicha regla 98 de la Resolución Miscelánea ratifica o confirma la interpretación de considerar como exentos del impuesto sobre la renta, a los ingresos derivados de la enajenación de valores (que no son acciones) que representen acciones emitidas por emisoras mexicanas cuando se efectúen en mercados bursátiles.

4.7 LOS ADRs COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

Una economía puede describirse como un conjunto de agentes, cada uno de los cuales posee activos que le generan una corriente de ingresos; y pasivos que le generan una corriente de obligaciones. En particular, las empresas operan hoy con obligaciones de pago heredadas del pasado y su inversión en el presente determina las obligaciones que enfrentarán en el futuro.

Para el conjunto de empresas, los recursos propios generados proporcionan el grueso de los fondos utilizados para el desarrollo de sus proyectos, la expansión de la planta y equipo, la formación de inventarios y el incremento del *capital de trabajo*. El resto de los fondos tienen que provenir de las aportaciones de los accionistas y en la forma de créditos y otros endeudamientos a corto y largo plazo⁷⁶.

En este sentido, la *estructura de deudas* de una empresa condicionará la inversión de ésta, ya que dicha estructura determina como se distribuyen las utilidades; es decir cuánto recibirán los acreedores, cuánto a los accionistas, y cuánto puede dedicarse a la *acumulación de capital* (inversión).

De este modo, uno de los factores que determinan el volúmen de las inversiones y su composición en la economía, es el *costo de capital* para las empresas, pues como cualquier otro insumo o factor de la producción que la empresa utiliza, el capital tiene un costo⁷⁷.

El costo de capital de una empresa puede ser definido como el costo combinado de los componentes de su financiamiento.

Veámos; las fuentes de fondos para una empresa pueden encontrarse en el lado derecho de su balance o estado financiero (*columna del haber*). Dicho lado completo, es referido como la *estructura financiera* de la empresa, y las fuentes de financiamiento de largo plazo como su *estructura de capital* (pasivos a largo plazo y capital accionario); de modo que, el costo de capital

⁷⁶ Las empresas en formación, obviamente sólo pueden contar con los dos últimos mencionados.

⁷⁷ Para una argumentación de esta relación, pueden verse: "Financial theory and theory of investment" de Joel Fried en *Journal of PostKeynesian Economics* vol. 14 no. 4 (1992) p. 461-481; o, "Internal Finance and Firm Investment" de R. G. Hubbard, A. K. Kashyap y T. M. Whited en *Journal of Money, Credit, and Banking* vol. 27 no. 3 (1995) p. 683-701.

está compuesto por el *rendimiento esperado* de los proveedores de recursos financieros, sean estas instituciones bancarias, inversionistas en títulos de deuda (bonos o papel comercial) que emite la empresa o demandantes de acciones que representan el capital social de la empresa.

Así, el costo de capital puede apreciarse como un promedio ponderado, por sus respectivas proporciones, de los costos del endeudamiento y del capital accionario (*weighted average cost of capital*)⁷⁸; y la noción de una *estructura de capital óptima* está relacionada con la elección de una combinación de financiamiento que haga el promedio ponderado del costo de capital tan bajo como sea posible.

En el mundo teórico de las finanzas corporativas esta elección es hecha en un escenario donde los mercados de capital trabajan perfectamente y las tasas de interés y cotizaciones de las acciones son libremente determinadas. En tales circunstancias las empresas basan sus decisiones entre financiamiento interno y externo por un lado, y entre deuda y acciones por otro, sobre la también llamada *teoría de la jerarquía (pecking order)*, que postula: *depender primero de las utilidades retenidas, entonces emitir deuda (bonos, papel comercial o préstamos directos) y posteriormente, emitir nuevas acciones.*

Sin embargo, las condiciones reales de los mercados son diferentes y por ello, todas las empresas continúan y activamente buscan instrumentos y mecanismos de financiamiento que minimicen su costo de capital; de suerte tal que, la incertidumbre referente a los requerimientos financieros futuros, así como la presencia de costos en la contratación de fondos en el mercado de capitales, son los incentivos para que una empresa se encamine en la *planeación financiera*⁷⁹.

Ahora bien, el ahorro generado en el interior del país es insuficiente para atender las necesidades normales de inversión y por ello se requiere atraer capitales del extranjero que complementen las inversiones nacionales.⁸⁰

La inversión extranjera ha sido y es un instrumento para el desarrollo del país; un instrumento relativamente muy importante, porque nos permite disponer de *ahorro externo*, de

⁷⁸ Calcular el costo de capital implica un proceso de tres etapas:

- 1) estimar los costos de capital específicos, es decir de cada componente de la estructura de capital;
- 2) determinar los pesos o proporciones en la estructura de capital y,
- 3) combinar los costos y los pesos para obtener una estimación del costo de capital.

⁷⁹ La planeación financiera se define como aquellas actividades de la empresa que están dirigidas a la estimación de los requerimientos financieros futuros y la determinación del nivel óptimo y carácter de la contratación financiera a ser empleada en el presente para aquellas necesidades. El elemento clave de esta definición es que la planeación financiera implica una actividad presente (pronóstico y contratación) que afectará las transacciones futuras de la empresa. A este respecto puede revisarse "Financial Planning where the firm's demand for funds is nonstationary and stochastic" de John D. Martin y George Emir Gordon, *Management Science*, Septiembre 1988, p. 1054-1066.

⁸⁰ Esto quizá no constituye una distorsión del sistema en sí, sino que simplemente refleja el bajo nivel de ingreso por habitante y la consecuente pequeña escala de actos individuales de ahorro e inversión.

tecnología y de canales de acceso a los mercados internacionales. Sin embargo, es sólo un instrumento que tiene que utilizarse integralmente con todas las otras acciones que lleven a cabo autoridades, empresarios y trabajadores. La política de México en esta materia debe inspirarse en el principio de que la inversión extranjera es aceptable y bien recibida, cuando venga a acelerar y a promover nuestro desarrollo y se subordine a nuestras leyes y a nuestros objetivos de política económica y social.⁸¹

Es de recalcar que la economía mexicana ha necesitado de fondos de inversión a largo plazo, requiriendo de los sectores ahorradores, individuales, familiares e institucionales la provisión de una oferta continua de recursos a dicho propósito. No era de esperarse que que estas necesidades pudiera satisfacerlas completamente el sistema bancario o el Estado; y las instituciones financieras intermediarias debieron incentivar y *modernizar* el enfoque de las empresas respecto a su integración en el sistema financiero no sólo mediante préstamos directos, sino incursionando en formas adicionales e innovadoras de financiamiento.

Fue así como, el capital contable comenzó a convertirse en el principal mecanismo de financiamiento para la ampliación y desarrollo de proyectos de inversión y expansión; aumento que se explica por la mayor participación de los recursos de los accionistas vía incrementos en el capital social y por la retención de utilidades para financiar la inversión. (Véase Cuadro *Aumentos de Capital via ADRs*).

Lamentablemente, esta situación coincidiría con la liberalización y apertura comercial, misma que impactaría en la competitividad de las empresas, y por consiguiente, en el riesgo de la estrategia adoptada por muchas empresas establecidas.

Ante la apertura comercial, las empresas se han visto en la necesidad de fortalecer sus nichos de negocio al tener que enfrentar una nueva competencia tanto en el interior de país como en el extranjero lo mismo por mercados como por recursos. Al mismo tiempo, se han visto en la necesidad de igualar a la baja los precios de sus bienes y servicios con respecto a los producidos en el exterior y, no obstante el mayor valor de sus ventas, las utilidades se han ido reduciendo a lo largo de los últimos años debido a que los costos y gastos se han elevado también.

Para hacer frente a las condiciones de competencia derivadas de la apertura comercial, las empresas mexicanas han tenido que ser capaces de desarrollar herramientas financieras más acordes con el proceso de globalización económica, pues cuando el crecimiento de las empresas se

⁸¹ "... el fin del desarrollo no es acumular capital, ni tecnología, ni infraestructura, tampoco es registrar estadísticas cada vez mejores de crecimiento, inversión, ahorro, balanza de pagos o reservas internacionales. El fin del desarrollo es elevar el nivel de vida de la población, erradicar la miseria y elevar el ingreso por cabeza a través de una justa distribución de éste ..."

AUMENTOS DE CAPITAL A TRAVES DE ADRs

FECHA	EMISORA	TOTAL (millón dls)
2/10/91	Grupo Carso	106.8
30/10/91	Tamsa	61.5
6/1/91	Transportación Marítima Mexicana	32
7/1/91	Grupo Videovisa	39.3
12/1/91	Empaques Ponderosa	32.8
20/1/91	Aeromexico	95.4
4/12/91	Grupo Situr	80
17/12/91	Grupo Televisa	460
23/03/92	Bancomer	837
23/03/92	Sears Roebuck	144.7
2/04/92	Cemex	1200
8/04/92	Empresas ICA	221.3
11/05/92	Teléfonos de México	425
10/06/92	El Puerto de Liverpool	1403.1
17/06/92	Transportación Marítima Mexicana	110
22/06/92	Toluca Toll Road Trust	75
18/12/92	Grupo Embotellador de México	207
2/02/93	Grupo Carso	135
6/04/93	Consorcio Grupo Dina	335
1/07/93	Grupo Simec	175
8/07/93	Grupo Radio Centro	53.2
4/08/93	Servicios Financieros Quadrum	41.25
2/09/93	Coca Cola Femsa	42
29/09/93	Grupo Tribasa	100.9
18/10/93	Maseca	131.75
10/11/93	Bufete Industrial	90
1/12/93	Grupo Financiero Serfin	365
6/12/93	Grupo Mexicano de Desarrollo	141
8/12/93	Grupo Casa Autrey	102
14/12/93	Grupo Televisa	640
9/02/94	La Moderna	171
9/02/94	Grupo Tribasa	376
29/03/94	Grupo Financiero GBM Atlántico	55
6/04/94	Grupo Embotellador de México	119
21/06/94	Grupo Iusacell	156
30/06/94	Banpais	103
11/07/94	Grupo Sidek	100
14/07/94	Grupo Industrial Durango	105
20/07/94	DESC	101
22/07/94	Grupo Iusacell	155

Fuente:

Latin Finance Núm. 63 p. 40

sustenta esencialmente en el ahorro interno de ellas mismas, esto es, en la capitalización de utilidades no distribuidas y en el crédito de corto plazo, sea este de bancos o de proveedores; puede determinarse una estructura financiera extremadamente sujeta a riesgos, que frene las posibilidades de un desarrollo sano y ordenado de las empresas ⁸².

Conscientes de que la dificultad estriba esencialmente en que las inversiones exigidas requieren de financiamientos a largo plazo y a costo más barato de lo que se pueden conseguir muchas veces en las instituciones del mercado de dinero, los ADRs representan una de las alternativas para captar recursos del exterior, permitiendo que las empresas mexicanas participen cada vez más activamente en los mercados financieros internacionales.

Estos instrumentos permiten a las empresas establecer una adecuada política de diversificación de su pasivo, fortaleciendo su estructura financiera en su estructura de capital, gracias a la participación de un instrumento más para captar fondos de largo plazo, minimizando el costo promedio de las fuentes de capital.

Adicionalmente, el registrarse en un mercado accionario estadounidense o europeo mejora la imagen de la empresa a nivel internacional; y cotizar en tales mercados, aumenta la liquidez de los valores en el mercado local, lo cual en el caso concreto de la BMV es un importante beneficio, ya que genera una mayor demanda por las acciones lo que tiende a elevar su precio. El aumento en el valor accionario de las empresas hace que estas puedan incrementar sus obligaciones sin deteriorar la relación pasivos/capital.⁸³

Para ejemplificar lo expuesto en párrafos anteriores considerese la siguiente nota⁸⁴:

"Grupo DESC (Sociedad de Fomento Industrial) colocará un total de 30 millones de acciones serie C, representativas de aproximadamente el 10.5 por ciento de su capital, mediante una oferta primaria simultánea en los mercados de México, Estados Unidos y otros segmentos internacionales."

"De acuerdo con el precio de la acción de los últimos días y el tipo de cambio vigente, el monto total de la oferta será de poco más de 200 millones de dólares, pero podría llegar a alrededor de 235 millones de dólares si se ejerce en su totalidad el derecho de *sobreasignación* otorgado a los líderes colocadores."

⁸² Ante un financiamiento de ese tipo, en una primera etapa la inversión, el ingreso y las utilidades aumentan, pero el financiamiento tiende a aumentar a un ritmo más acelerado, esto es así porque los proyectos de inversión tienen un periodo de *maduración* antes de empezar a generar ingresos y en ese lapso las empresas se ven precisadas a solicitar nuevos préstamos para cubrir el servicio de sus deudas acumuladas.

⁸³ Relación que también se llama *apalancamiento*.

⁸⁴ Elaborada por Juan Vázquez en *Reforma* 21/Junio/94 p.17A.

"DESC utilizará dichos recursos en el desarrollo de sus proyectos de inversión en los sectores en que participa, principalmente en los de autopartes, bienes raíces y alimentos."

"En México se colocará el 25 por ciento de la oferta, en la bolsa de Nueva York el 53 por ciento y en el *SEAQ International* el 22 por ciento restante." (Ver cuadro: *Perfil de la Oferta*).

"Los directivos de DESC informaron que se tienen presupuestadas **inversiones en activos fijos** por 2 mil 400 millones de nuevos pesos para el bienio 1994-1995, el 32 por ciento de los cuales se realizará en el sector de autopartes, el 28.5 por ciento en el de bienes raíces, el 22.8 por ciento en alimentos, el 10.4 por ciento en el de productos de consumo y el restante 6 por ciento en el químico."

"Tales inversiones se financiarán con los recursos provenientes de la oferta pública, con ingresos de la operación y con deuda adicional a largo plazo."

"El grupo elevará la capacidad instalada de algunas de sus plantas de autopartes y de productos de consumo, y modernizará y relocalizará otras, en el sector químico."

"Asimismo, buscará fortalecer sus operaciones mediante la compra de compañías. Para reforzar su sector de autopartes espera comprar el 100 por ciento de *TREMEC* (productora de transmisiones ligeras para automóviles y camiones), en aproximadamente 70 millones de dólares. También contempla compras de empresas manufactureras o de distribución en los sectores de alimentos y productos de consumo."

Perfil de la oferta de DESC

Mercado	Acciones	% Oferta	% Capital
Total	30.000.000	100.00	10.50
México (BMV)	7.500.000	25.00	2.62
EU (NYSE)**	16.000.000	53.33	5.59
Europa (SEAQ)**	6.500.000	21.67	2.27

** En EU y Europa se ofrecerán ADS cada uno de los cuales representa cuatro acciones serie C.

Ahora bien, la suscripción primaria de una emisión de títulos (*underwriting*) que tiene lugar al establecerse cualquier nivel de ADRs patrocinado, asegura a la empresa emisora que los fondos que busca estarán a su disposición cualquiera que sea el éxito público de la emisión. Para

evitar una caída en las cotizaciones de los valores, el agente suscriptor debe estar preparado para comprar el monto de ellos que se ofrezca por debajo del precio de oferta acordado con la empresa; en otras palabras, puede decirse que el suscriptor controla el precio de los valores regulando la oferta en el mercado.

Para el caso de los ADRs, esto representa un beneficio adicional, pues además de lo mencionado anteriormente, la empresa puede contar con el aval necesario para efectuar emisiones futuras.

Cabe mencionar que, la colocación primaria se facilita en los mercados informales. Para un banco depositario (suscriptor) es ventajoso el operar en un mercado de mostrador, pues este mercado, al no informar al público en general sobre las cotizaciones ni sobre los montos negociados de los valores que maneja, evita que las grandes compras o ventas de bloque de valores afecten las cotizaciones y, al reducirse las fluctuaciones de precios de los valores manejados por los bancos depositarios, los requisitos de capital para intervenir en el también disminuyen, en beneficio de la empresa.

Si la emisión no es una oferta pública inicial, el precio de la acción subyacente sirve como punto de referencia, aunque en general, los ADRs tienden a negociarse a un precio un poco mayor que los precios internos debido a que se considera que los recibos de depósito son más líquidos que las acciones⁸⁵. Para una oferta inicial, la determinación del precio no es tan sencilla, pues no existe un precio de referencia; entonces los agentes colocadores (banco depositario) toman en cuenta cierto número de factores, incluyendo el riesgo del país, los pronósticos de crecimiento en el sector, y el valor de la compañía misma; aunque a veces es difícil apreciar el verdadero valor de una empresa debido a la *euforia* que acompaña a una emisión; a veces el sólo hecho de anunciar una emisión de ADRs eleva el precio de los títulos locales sin que esto refleje la verdadera capacidad de la empresa para generar utilidades⁸⁶.

De este modo, la emisión de ADRs (ya sean de acciones ó bonos) puede realizarse con todas las garantías y el respaldo que el banco depositario otorga con el fin de facilitar el contacto entre el vendedor (empresa) y el comprador (inversionista), en especial proporcionando a ambos la

⁸⁵ El argumento económico implícito en este razonamiento estriba en que debe darse a los inversionistas un reconocimiento (*premio*) en interés o rentabilidad para compensar el riesgo que ellos asumen, considerando el concepto de la absorción del riesgo en el propósito principal de la retribución por invertir en activos financieros.

⁸⁶ El vínculo teórico de la valuación del mercado accionario y las decisiones de inversión está resumido en la *teoría q* de la inversión (puede revisarse a Funtio Hayashi, "Tobin's marginal *q* and average *q*: a neoclassical interpretation", *Econometrica* 50 (1982) p.213-24). De acuerdo a la teoría neoclásica, cuando los precios de las acciones son altos, los valores *q* de las empresas -valor de mercado de una empresa dividido por el valor de reemplazo de una unidad adicional de capital- son mayores a uno y las empresas pueden aumentar su utilidad mediante su inversión.

información necesaria para asegurar una buena transacción. Adicionalmente, el banco depositario, junto con el custodio, mejora el mecanismo de colocación de ahorros financieros externos en las inversiones locales más provechosas. En estos dos casos, la competencia de dicha institución financiera debería medirse por la no discriminación en favor de grandes empresas y grandes ahorradores, fenómeno que se observa en forma muy aguda.

Así se ayudará a las pequeñas y medianas empresas locales a darse a conocer en el sistema financiero nacional e internacional, habilitándolas para emitir acciones y bonos, y posteriormente ADRs, por conducto del mercado de intermediación y posibilitando su acceso a nuevas modalidades de financiamiento⁸⁷.

En la ponderación correcta de las proporciones entre acciones y bonos, no debe subestimarse la carga financiera que implica la colocación de acciones y de ADRs, pues los rendimientos pagaderos sobre estos títulos (dividendos) pueden ser más fácilmente diferidos en algunos años y se pueden ofrecer rendimientos iniciales inferiores a los de los bonos en virtud de las perspectivas de apreciación de valor de las mismas.

Una opción interesante que pueden desarrollar los intermediarios financieros, en especial para las empresas que no desean perder el control de su negocio ni compartir sus rendimientos y que no favorecen la emisión de valores de renta variable, es la emisión de ADRs de bonos convertibles en acciones. Con el desarrollo de este instrumento, y si los ingresos de las compañías llegan a crecer más rápidamente que en el pasado, esto impulsará al alza el precio de las acciones y hará más interesante para los tenedores de ADRs de bonos convertibles la conversión de los mismos en acciones.

Otra innovación que, desde hace ya más de un año se ha utilizado con múltiples ventajas, dadas sus características, es la colocación de *opciones sobre ADRs*⁸⁸.

Algunas personas han predicho que los ADRs podrían desaparecer, pues la tendencia hacia la globalización de los mercados de capital mundiales, que hizo popular a los ADRs entre los inversionistas también puede provocar su extinción, ya que, "si los mercados financieros realmente

⁸⁷ Cabe mencionar que en Julio de 1993, la BMV puso en operación la Sección B o Mercado Intermedio. Esta sección tiene por objetivos crear un mecanismo alternativo de financiamiento para el estrato de empresas medianas del país, ampliar la gama de oportunidades a los inversionistas nacionales y extranjeros, fortalecer las actividades de la banca de inversión mexicana y mejorar los mecanismos de formación de precios en el mercado de valores nacional. Los requerimientos para listar en este mercado aparecieron en la Circular 11-22 de la CNV (DOF 13/IV/93).

⁸⁸ "Dadas sus características clave (su valor se deriva de algún otro valor, título o producto básico; son vehículos para transferir el riesgo y son instrumentos apalancados), las opciones sobre ADRs se pueden utilizar para reducir los riesgos, disminuir los costos de transacción, mejorar el proceso de colocación y formación de precios a la vez que representan una posibilidad de aumentar rápidamente la amplitud y liquidez de las acciones subyacentes". Bruce Benson y Milton Lee, "Another Option: Latin ADRs list on US Option Exchanges", *Latin Finance* 55 (marzo 1994) p.40-41

FALTA PAGINA

No.

110

se globalizan, con una red internacional de custodia y transferencia de acciones, los ADRs podrían dejar de ser atractivos"⁸⁹.

Lo cierto es que, la globalización de los circuitos financieros, que convirtió las apertura y desregulación de los mercados de capitales en un elemento central de la nueva configuración del sistema financiero internacional, junto con las corrientes de capital que esto generó, también ha sido responsable de serios desequilibrios y graves crisis en diversas partes del mundo, principalmente en países en desarrollo como el nuestro, que han llevado al cuestionamiento la apertura a los flujos de capital externo y han hecho que el proceso globalizador, en ciertos momentos, se *desacelere*.

En nuestro caso particular, para que la economía mexicana tuviese éxito en el proceso de globalización, era necesario acometer profundas reformas estructurales que le permitiesen ser competitiva en las nuevas condiciones. Pero lo cierto es que la competitividad de una economía depende de muchos factores, no solamente de los precios, como consideró el gobierno. El problema fue haber reducido toda la problemática de la competitividad a una cuestión de precios relativos. Pero, Tecnología, infraestructuras, comunicaciones, redes de distribución -no solo nacionales sino también en el exterior-, financiamiento de la administración, organización y modernización de las empresas, formación de la mano de obra, preparación de los dirigentes empresariales y un largo etcétera, constituyen elementos estratégicos al momento de competir con el exterior.

Nuestra economía presentaba importantes retrasos en muchas de estas variables. Por eso el riesgo era considerable y la tarea a emprender, importante. El Estado debería haber asumido un papel protagonista en esta labor, pero la concepción liberal implícita en la orientación de la política económica hizo creer que la economía se adaptaría espontáneamente y que las empresas se acomodarían por sí mismas a la nueva situación. La *reconversión industrial* consistió mucho más en ayudar a dismantelar industrias y sectores considerados no competitivos que a la creación de otros nuevos. El Estado se limitó a asumir los costos de cierre, o reducción de determinadas actividades, y a patiar parcialmente los problemas sociales que de ellos se derivaban. En realidad, se confiaba en que la iniciativa privada crease las nuevas actividades. Es más en esa estrategia, y con la finalidad de abaratar la importación de los bienes y equipos necesarios para las nuevas industrias, la economía se encaminó a conseguir un *peso fuerte*. Además de que, al buscar un *ancla*

⁸⁹ Jeffery E. Friedman, "The Last Days of the ADR", *Institutional Investor*, Junio de 1990 p. 97.

que permitiese recuperar la estabilidad de precios, esta se encontró en el tipo de cambio, así como en un equilibrio de las finanzas públicas.

Así, apesar de la orientación liberal seguida por el gobierno en materia de política económica, el buen éxito del combate a la inflación se debió principalmente a un instrumento de naturaleza diferente, el Pacto, que implementado en 1987 bajo el gobierno del presidente De la Madrid, prevaleció bajo distintas denominaciones durante todo el régimen posterior. Dos de los elementos básicos del pacto fueron el mantenimiento del tipo de cambio, con un *deslizamiento* convenido y anunciado y la contención salarial, también bajo reglas anunciadas previamente⁹⁰.

Sin embargo, por la inercia inflacionaria, era difícil impedir que el peso se *sobrevaluara*, dado el ritmo de deslizamiento del tipo de cambio pactado. La continua *apreciación* de nuestra moneda abarató los productos extranjeros y encareció en términos relativos los de producción nacional. El resultado de unir este nuevo factor a las variaciones anteriores fue, lógicamente, que las importaciones se incrementaron a un ritmo mucho mayor que las exportaciones con la consecuente aparición de un cuantioso déficit comercial.

Entonces, se prefirió compensar dicho desequilibrio externo por la vía de la inversión extranjera (para lo cual se elevaron las tasas de interés) e incluso la del endeudamiento, para mantener semifijo el tipo de cambio.

Si bien los ingresos de capital extranjero superaron lo previsto y pudo contarse con divisas que permitieran incluso incrementar las reservas, dicho capital se orientó en buena proporción a las inversiones de cartera que son altamente volátiles y cuya permanencia depende en gran medida del comportamiento de la bolsa y de las tasas de interés, pues, muchas veces, para compensar tanto el riesgo de invertir en instrumentos con denominación en pesos como el efecto del aumento de precios sobre el poder adquisitivo del dinero resulta necesario elevar aún más las tasas de rendimiento. Este tipo de políticas premia la *especulación*, entendida como la búsqueda de altas ganancias en el menor tiempo posible y *castiga* a aquellos inversionistas *atados* a plazos largos.

Sin embargo, del primero de enero al 19 de diciembre de 1994, el tipo de cambio interbancario se depreció 12.6% dentro de la banda de flotación, lo cual demuestra la gran amplitud

⁹⁰ El régimen cambiario adoptado el 10 de noviembre de 1991, y que se mantuvo vigente casi hasta el final de 1994, consistía en fijar el tipo de cambio flotara dentro de una banda que se ensanchaba diariamente. Al efecto, se decidió inicialmente que el piso de la banda quedara fijo al nivel de 3.0512 nuevos pesos por dólar -tipo de cambio al cual el Banco de México estaba dispuesto entonces a comprar divisas-, mientras que al techo de la banda se le dio un ascenso diario llamado comunmente *desliz.* de .0002 nuevos pesos por dólar. A partir del 20 de octubre de 1992 el límite superior de la banda de flotación del tipo de cambio se comenzó a deslizar a razón de .0004 nuevos pesos por día, mientras que el límite inferior permaneció inalterado al nivel de 3.0512 nuevos pesos por dólar. Banco de México. *Informe Anual 1994* p. 51

que ésta había alcanzado ya. Ante esto, el 20 de diciembre de 1994 se elevó el techo de la banda 15.3%, conservándose el ritmo de desliz hasta entonces vigente. Esta fórmula no resultó sostenible, por lo que el esquema de banda se abandonó, pasándose a un régimen de *flotación* a partir del 22 de diciembre de ese año, y según el Banco de México, considerando 1994 en su conjunto, el peso mexicano se depreció en 71% con respecto al dólar de los EUA⁹¹. Hecho que tendría efectos inmediatos en los flujos de capital.

La flotación del peso (que destruye elementos de confianza que en el pasado contribuyeron a reducir la inflación) y el alza en las tasas de interés internas (a fin de hacer atractivo mantener el ahorro dentro del país e inhibir la salida de capitales), tienen efectos inflacionarios indirectos importantes, pues elevan los rendimientos esperados de activos de capital alternativos a la inversión productiva y con menor riesgo que ésta, por ejemplo depósitos bancarios en moneda nacional y extranjera, al tiempo que, encarecen el costo de los créditos bancarios, reforzando el efecto de la restricción crediticia.

De este modo, poco a poco, los resultados de la política contraccionista (alza en tasas de interés, en tasas impositivas, menor gasto público, y contracción del crédito) mostrarían signos de que irremediamente el país ingresaría en un proceso recesivo.

Ante el menor crecimiento del mercado interno, la disminución de la liquidez de las empresas consecuencia de la caída de sus ventas y el aumento de los costos de sus insumos y bienes de capital importados luego de una devaluación, los escenarios de las empresas cambiaron y la mayoría se ha visto obligada a replantear sus estrategias en algunos sectores productivos en los que participan, cancelando o posponiendo nuevas inversiones, dedicándose sólo a consolidar el capital inyectado en los últimos años y descartando los aumentos de capital, y con mayor razón la alternativa ADR, pues una tasa de cambio *subvaluada* hace que las empresas mexicanas, muchas en serias dificultades económicas, sean relativamente *baratas* para el capital extranjero; además de que, los niveles de apalancamiento, las tasas de interés contratadas, la relación de deuda en moneda extranjera, los vencimientos y la cobertura de deuda de corto plazo, son elementos que afectan las expectativas de utilidad y los niveles de valuación que el mercado asigna⁹².

No obstante, cuando nuestro país logre sortear la difícil situación por la que atraviesa, pues *"cuenta para ello con capacidades de producción humanas y materiales amplias e*

⁹¹ *Ibidem*

⁹² De hecho, dado que en el momento actual muchas empresas presentan pérdidas o utilidades muy pequeñas, no se pueden valorar con los *múltiplos* tradicionales *Precio/Utilidad* o *Precio/Valor en Libros*, pues estos presentan fuertes fluctuaciones debido a la inestabilidad de los resultados, por lo que es más factible analizar el flujo operativo y considerar la deuda para esta valuación, ya que parte de los recursos operativos serán destinados al servicio de la deuda.

*insuficientemente aprovechadas y sólo necesita una política económica diferente a la implementada*⁹³, los ADRs seguirán siendo un mecanismo alternativo vigente y factible para las empresas en la obtención de recursos de largo plazo.

⁹³ Jaime R. Villagrana, citando a catedráticos universitarios en *El plan ante la crisis tendrá efectos inflacionarios mayores a los previstos*, Gaceta UNAM, 9 Enero 1995 p. 11

CONCLUSIONES

De los temas tratados a lo largo de la tesis, se concluye que el mercado de valores tiene un importante papel en la asignación de recursos, tanto en la obtención directa de fondos como en la de ser un determinante del valor de mercado de las empresas y de su capacidad para recibir préstamos.

Por otro lado, puede decirse que, la colocación de ADRs no sólo amplía y diversifica las posibilidades de una empresa emisora para captar los recursos adicionales (complementarios) que necesita para incrementar su capital de trabajo y financiar sus proyectos de desarrollo y crecimiento; sino que también le otorga presencia y prestigio a nivel internacional.

De la misma manera, de la tesis se desprende que, descansar sobre la base de una estructura de capital diversificada, para la cual los ADRs son una alternativa muy flexible y dinámica, proporciona a las empresas un mayor margen en sus decisiones de inversión y expansión. Puede asegurarse que, el costo de capital depende en primer término del uso que se le da a los fondos, y no de la fuente de los mismos.

Un aspecto clave del funcionamiento de la economía es, precisamente, el comportamiento de la inversión, tanto por su importancia para la conservación de la capacidad productiva desarrollada en el pasado, como por su papel en cuanto a la ampliación de dicha capacidad para permitir mayor crecimiento de la producción y del empleo en el futuro, de modo que, en la medida en que no existan mecanismos financieros internos o externos de largo plazo, puede ocurrir que se originen una serie de deficiencias en el sistema económico, como actualmente sucede.

En México, esto quizá no constituye una distorsión del sistema en sí, sino que simplemente refleja el bajo nivel de ingreso por habitante y la consecuente pequeña escala de actos individuales de ahorro e inversión; de modo que, si nuestro problema fundamental sigue siendo la escasez de recursos rentes, debe buscarse que los sistemas de financiamiento hagan el mejor uso de los recursos disponibles.

Se trata pues, de disponer de un *espectro* extenso de mecanismos e instrumentos de financiamiento e inversión, que permitan diversificar los canales para la movilización y el flujo de recursos, así como de multiplicar las posibilidades de fuentes financieras.

Será así como, gracias a la Intermediación financiera y a la combinación de recursos, sobre todo de mediano y largo plazos, el sector empresarial mexicano podrá evolucionar sin sacrificar sus posibilidades de crecimiento, sobre la base de una estructura financiera diversificada que le permita un rendimiento razonable del capital aportado por los inversionistas, nacionales y extranjeros, y

que a la vez incentive nuevas emisiones para atraer más recursos, lo que dará lugar, en el mediano plazo, a la formación de un sistema financiero *sano*, propiciará una gran cantidad de transacciones, justificará la especialización de algunas entidades financieras y será la base de la gestación de un sistema financiero de largo plazo, financiado con recursos internos.

En este escenario, el actuario vislumbra un campo de acción mayor, pero siempre condicionado a que sea objeto de una formación y capacitación *integral*, esto es, tanto en la identificación y evaluación, como en el control y administración de riesgos; es decir, que vaya mucho más allá de la especialización de tareas técnicas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aguilar M. Alonso; Victor M. Bernal, Arturo Guillen y Gregorio Vidal
El Capital Extranjero en México
Ed. Nuestro Tiempo. México 1986
- A. Ross, Stephen; Randolph W. Westwrfield y Bradford D. Jordan
Fundamentals of Corporate Finance
Irwin. 2ª ed. EUA 1995
- Bolsa Mexicana de Valores
Orígenes de la Bolsa de Valores en México
Mercado de Valores, Junio 1994
- Bolsa Mexicana de Valores e Instituto Mexicano del Mercado de Capitales
The Mexican Securities Market
México 1993
- Brothers, Dwight y Leopoldo Solís M.
Mexican Financial Development
University of Texas Press. EUA 1966
- Comisión Nacional de Valores
Ley del Mercado de Valores
México, 1992
- Comisión Nacional de Valores
Colocación de Valores en el Extranjero
en "Instrumentos del Mercado de Valores". p. 109-116
- C. Smith, Roy e Ingo Walter
Reconfiguration of Global Financial Markets in the 1990s
en "Recent Developments in Finance" de Anthony Saunders Editor.
New York University. EUA 1992
- De Coss. Ana Laura
¿Cómo Invierten los Extranjeros en México?
El Economista, Noviembre 9 1993. México p. 18. 22 y 24
- Diario Oficial de la Federación
15 de Julio de 1993
Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito
18 de Julio de 1990
Ley para Regular las Agrupaciones Financieras
23 de Diciembre de 1993
Ley del Banco de México y,

Decreto por medio del cual se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras y aquellas otras que cite dicho decreto.

Díaz Mata, Alfredo

Invierta en la Bolsa

Gpo. Ed. Iberoamericana. 2ª ed. México 1994

Domínguez Mota, Enrique

Impuesto Sobre la Renta 1994

Dofiscal Editores. 15ª ed. México Dic. 1993

D. Glen, Jack y Brian Pinto

Emerging Capital Markets and Corporate Finance

The Columbia Journal of World Business, Verano 1994. p. 30-43

D. Hale, David

Stock Markets in the New World Order

The Columbia Journal of World Business, Verano 1994. p. 14-17

Ejea, Guillermo; Celso Garrido, Cristian Leriche y Enrique Quintana

Mercado de Valores. Crisis y nuevos circuitos financieros en México

UAM Azcapotzalco. México 1991

Griffith, Victoria

Equity Expeditions

Latin Finance 39. Jul-Ago 1992. p. 34-37

Grupo Editorial Gente.

Quién es Quién. Sector Financiero Mexicano

México 1993

Gutiérrez Pérez, Antonio

La Evolución de los Mercados Bursátiles en los Ochenta. Una Perspectiva Internacional

Ensayo en Mercado de Valores de Ejea Guillermo, et.al. UAM Azcapotzalco. México, 1991

Hartmann, Mark A. y Dara Khambata

Emerging Stock Markets. Investment Strategies of the Future

The Columbia Journal of World Business, Verano 1993. p 82-104

International Finance Corporation

Emerging Stock Markets Factbook 1995

Emerging Markets Data Base. Central Capital Markets Dept. Washington DC. EUA 1995

Kuczynski, Pablo

Why Emerging Markets?

The Columbia Journal of World Business, Verano 1994. p. 8-11

- Lagunilla Iturrutu, Alfredo
La Bolsa en el Mercado de Valores de México y su ambiente empresarial
Tomo I 1895-1933. Bolsa Mexicana de Valores. México 1973
Tomo II 1933-1970. Bolsa Mexicana de Valores. México 1976
- Méndez Morales, José S.
Los Problemas Económicos de México
McGraw-Hill. México 1991
- Merjos, Anna
The Lure of Faraway Places: ADRs Grow in Number and Popularity
Barron's, Abril 16 1990. p 27-29,31
- Micheli, Robin
Best Ways to Buy Foreign Stocks
Money, Mayo 1987. p. 75-86
- Munger Kahn, Virginia
The ADR Pipeline is Filling Up Fast
Global Finance, Abril 1994. p. 74-76 y 81
- M. Levich, Richard
Financial Innovation in International Financial Markets
en "The US in the World Economy" de M. Feldstein. University of Chicago Press.
EUA, 1988
- Officer, Dennis T., y J. Ronald Hoffmeister
ADRs: A substitute for the Real Thing?
Journal of Portfolio Management, Invierno 1987. p. 61-65
- Olcese Fernández, Jorge
La intermediación financiera y la inversión institucional
Ensayos Centro de Estudios Latinoamericanos 45. México 1981
- Ortiz Martínez, Guillermo
La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria
Fondo de Cultura Económica. México 1994
- Ramírez, Gilberto
Un paso más en la consolidación del futuro financiero en México.
Alto Nivel, Mayo 1993 p. 9-12
- R. Edwards, Franklin
Listing of Foreign Securities on U.S. Exchanges
Journal of Applied Corporate Finance, Invierno 1993. p. 28-36
- R. Lessard, Donald
Global Competition and Corporate Finance in the 1990s

Journal of Applied Corporate Finance, Invierno 1991. p. 59-72

Vaca Ramos, Elizabeth

Múltiples Ventajas para las Empresas y Mercado Mexicanos: Bank of New York
Revista Mensual para el Inversionista, p. 20-22

Varela, Rogelio

Cumple un siglo la Bolsa Mexicana de Valores
Capital, Octubre 1994

Voljk, Marko y Joost Draaisma

Privatization and Economic Stabilization in Mexico
Columbla Journal of World Business, Primavera 1993. p. 122-133

Williams, Fred

ADR Use Increases in U.S. Acquisitions
Pensions and Investment Age, Octubre 16 1989. p.1,67