

43
1ej



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

Ingeniería Financiera

SEMINARIO DE INVESTIGACION CONTABLE
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN CONTADURIA
P R E S E N T A
Julio César Guerrero Chávez

Asezor del Seminario:
L. C. JORGE FRANCO SANTILLAN



México, D. F.

1986

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.

Quiero agradecer infinitamente a todas aquellas personas que de alguna forma contribuyeron a la realización de esta meta, y en particular :

A Dios todopoderoso.

A la Universidad Nacional Autónoma de México, mi motivación desde la infancia.

A ti abue, que con tu ejemplo me has dado y me seguirás dando lecciones invaluable.

A ti mamita, por tu amor y paciencia, elementos sin los cuales jamás lo hubiera logrado.

A ti nena, que me has permitido caminar a tu lado y compartir la vida juntos, gracias por tu amor y tu incondicional ayuda, mil gracias.

A ti César, que has sido mi maestro y mi motivación para ser mejor padre, mejor universitario, mejor profesionista y mejor hombre.

A toda mi familia, especialmente a Miguel y Rodolfo, que sin su cooperación yo no hubiera sido yo.

A todos mis amigos, entre los que destaca Alfredo Cecillano por su gran calidez humana.

A mis profesores, por su titánica labor en la formación de profesionistas mejor preparados y de un México más capacitado.

INDICE

CAPITULO	C O N T E N I D O	PAGINA
1	INTRODUCCION	1
1	INGENIERIA FINANCIERA	3
	1.1 Antecedentes	3
	1.2 Definición y objetivo	4
	1.3 Entorno	7
	1.3.1 Operaciones Internacionales y Balanza de pagos.	7
	1.3.2 Sistema Monetario Internacional y las operaciones cambiarias	9
	1.3.3 Mercado Financiero Internacional	15
	1.3.4 El Mercado Nacional e Indicadores financieros	29
2	VALUACION DE EMPRESAS	35
	2.1 Marco de premisas para la valuación de la empresa	35
	2.2 Metodologías de análisis	36
3	PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA	43
	3.1 Riesgo colectivo (Joint Ventures)	43
	3.2 Fusiones, Adquisiciones y Mexicanizaciones	45
	3.3 Intercambios (Swaps)	51
	3.4 Emisiones de Deuda	55
	3.5 Emisiones de Capital	64
	3.6 Emisiones de Recibos y Derivados de Capital	72
	3.7 Reestructuraciones financieras	87
4	SITUACION ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LA INGENIERIA FINANCIERA EN MEXICO	97
	CONCLUSIONES	102
	GLOSARIO	104
	BIBLIOGRAFIA	108

INTRODUCCION.

México vive una etapa crítica en donde el desarrollo se encuentra estancado, principalmente por los acontecimientos políticos y económicos a los cuáles se ha tenido que enfrentar recientemente. La poca confianza en el Estado es factor elemental para el crecimiento económico de cualquier país "El riesgo país (con sus dos grandes componentes: el financiero, cuyo análisis se enfoca a la situación económica del país, y el llamado riesgo soberano, que tiene que ver con el aspecto de estabilidad sociopolítica) debe analizarse antes de tener cualquier relación financiera con entidades del extranjero o locales, considerando la dependencia de las finanzas de sus correspondientes países".¹

Tradicionalmente se ha considerado a la liquidez y el rendimiento como las responsabilidades fundamentales del administrador financiero. Actualmente se agrega una más: la identificación oportuna y administración adecuada de los riesgos financieros. El lector estará de acuerdo en que si los riesgos financieros hubieran sido oportunamente detectados y cubiertos, muchas empresas mexicanas se habrían salvado de caer en las críticas situaciones en que se vieron principalmente en 1982, 1984 y 1985.

Se entiende por riesgo la probabilidad de que ocurran eventos que modifiquen los flujos de efectivo estimados. Mientras mayor sea la probabilidad de que haya variación desfavorable, mayor será el riesgo de la inversión. La tasa de rendimiento que requiere un inversionista se relaciona con el riesgo que percibe en la inversión, a mayor riesgo mayor tasa. Como referencia para determinar el riesgo esperado, se toma la tasa que se considera libre de riesgo, que en México podrían ser los Cetes; además de la tasa libre de riesgo es útil la referencia a los rendimientos de otras inversiones, como son los petrobonos, fondos de inversión, metales y otras monedas. El inversionista de largo plazo debe considerar el rendimiento probable de estos instrumentos en el transcurso de varios años, ya que es engañoso basar sus decisiones en rendimientos del momento, que oscilarán continuamente.

El objetivo del estudio del riesgo financiero es determinar si un país dado cuenta o contará con salud económica, con suficientes divisas para que las empresas que en él operan puedan hacer frente a sus compromisos nacionales e internacionales. Para esto es necesario analizar el crecimiento sostenido de la producción de bienes y servicios, a tasas superiores a las de crecimiento en su población, y con baja inflación, bajo desempleo y un ingreso personal creciente. El fin del análisis del riesgo soberano es evaluar a través de las variables sociopolíticas, la estabilidad de un gobierno, así como prever las medidas que pueda tomar como resultado del grado de presión interna y externa que sufre y que afectan la recuperación de adeudos al exterior, tales como control cambiario, limitación a la salida de divisas, desconocimiento de adeudos, diferimiento de pagos, etc.; estas variables son: el aspecto político, el aspecto social, las relaciones internacionales y la situación geográfica.

Un país con crecimiento inferior al de su población tarde o temprano tendrá problemas sociales y un mal manejo de las cuentas públicas y de los agregados monetarios, que de la misma forma, provocará inflación, fenómeno que constituye un verdadero sida para los países que lo padecen. Entre los males provocados por la inflación destacan el fomento a la especulación, con el consecuente deterioro de la inversión productiva, el desaliento al ahorro, la concentración del ingreso, la baja en el poder adquisitivo del personal a sueldo y la generación de un ambiente de incertidumbre y tensión social. Esto, por desgracia, parece ser la descripción de México.

Generalmente para lograr éxito en cualquier empresa, el elemento indispensable es el trabajo. Actualmente los mexicanos necesitamos, cada quien en su ramo, crear una diversidad de opciones que nos den la pauta para encontrar la solución que nos ayude a salir de la crisis económica. Las finanzas son parte de la economía y comprenden la obtención de recursos financieros, su inversión, que busca una rentabilidad aceptable, y su recuperación para liquidar oportunamente los compromisos contraídos. Es precisamente la repetición de este proceso de inversión-recuperación, llamado ciclo financiero, y su adecuado manejo, lo que genera los elementos necesarios para el logro de los objetivos con los cuales la entidad fue creada, y es aquí en donde debemos trabajar buscando nuevas perspectivas de mercado tanto del país como del extranjero, buscando la modernización y el encaje de México a nivel mundial.

Cuando las operaciones financieras de la entidad se proyectan a nivel internacional, surgen oportunidades, riesgos y complicaciones especiales que deben controlarse y manejarse con instrumentos y procesos financieros que se adapten a las necesidades del problema. Esta acción de adaptar los elementos que den el control y manejo constituye la llamada **INGENIERIA FINANCIERA**, la que el administrador financiero debe conocer para beneficio y protección de su empresa. Asimismo, tendrá que operar con monedas distintas a la de su país, sujetas a tasas propias de su mercado y, consecuentemente, debe prever movimientos en los tipos de cambio, en las tasas de interés, en la libre convertibilidad de las monedas, las disponibilidad del crédito, en los riesgos crediticios, etc., de los mercados en los que opera.

La Ingeniería Financiera en México es aplicada en forma muy discreta y solo grandes empresas tienen acceso a ella. Es indispensable que se haga popular (no solamente para grandes grupos, sino para el empresario mexicano en general), la información referente a este tema pues la apertura comercial internacional que vivimos se extenderá al terreno de los servicios, y la banca y el sistema financiero mexicano tendrán que modernizarse al nivel alcanzado en los países más desarrollados y adaptarse a las necesidades del país.

1. INGENIERIA FINANCIERA.

1.1 ANTECEDENTES.

EL término de Ingeniería Financiera fué introducido por los bancos de Londres, a mediados de 1980 como consecuencia de las actividades que se realizaban para establecer departamentos de administración de riesgo (consistentes en equipos de expertos quienes estructuraban soluciones para problemas de exposiciones corporativas de riesgo). Estos equipos trabajaban con la finalidad de: (1) Identificar los riesgos, (2) Medir los riesgos, y (3) Determinar el tipo de resultados que la administración quería lograr. Todos estos puntos constitulan el análisis de riesgo y con su uso frecuente, el equipo logró tener habilidades de Ingeniería Financiera. De un conjunto de Instrumentos existentes llamados *swaps*, *futuros*, *opciones*, *contratos adelantados*, y algunos otros, el equipo concretaba una solución, algunas veces conocida como paquete óptimo para lograr los resultados deseados. Como todo ser humano, los ingenieros llegaron a tener errores pero comparado con los aciertos, fueron realmente insignificantes, a tal grado que los bancos han encontrado en la Ingeniería Financiera, una área de expansión de sus operaciones la cual se les facilita por estar dentro del ambiente en que son utilizados los Instrumentos financieros.

Sin embargo, el origen de la Ingeniería Financiera no se puede determinar con exactitud, pues ya existían instrumentos financieros que se utilizan actualmente en la misma cuando se le dió nombre a esta disciplina. Estos instrumentos fueron propiciados en el lapso de tiempo del intercambio comercial que surgió después de la Segunda Guerra Mundial y con ellos los orígenes de la Ingeniería Financiera como tal.

INGENIERIA FINANCIERA VERSUS ANALISIS FINANCIERO.

Como consecuencia de las operaciones comentadas anteriormente, se llega a confundir el término de Ingeniería Financiera y Análisis Financiero, inclusive en las áreas en donde se desarrollan éstas funciones. Por ésta razón es importante distinguir las diferencias que existen entre éstas disciplinas. La palabra "Análisis" es definida como el proceso o método de estudiar la naturaleza de las cosas para determinar sus características y la relación que existe entre ellas. "Ingeniería" es el proceso de formulación e implementación de nuevos Instrumentos, nuevos procesos, o soluciones creativas para un problema dado. La confusión entre las funciones de un analista y un Ingeniero estriba en el hecho de que el analista utiliza la Ingeniería Financiera sin llegar a realizarla completamente. Un analista que tenga niveles intelectuales altos y los conocimientos básicos de determinados instrumentos, puede ofrecer una solución viable, pero está muy lejos de ser la óptima.

EL EQUIPO DE INGENIERIA FINANCIERA.

Los Ingenieros financieros normalmente trabajan como parte de un gran equipo. Los elementos del equipo pueden variar dependiendo de la naturaleza de los problemas financieros que se quieran resolver. Los miembros del equipo pueden ser contadores, especialistas fiscales, analistas financieros, programadores, y algunos otros. Es necesario recalcar que el ingeniero financiero usualmente no trabaja solo, lo extenso de los conocimientos que requieren algunos problemas hace necesario la agrupación de varios especialistas, que son cuidadosamente seleccionados para trabajar juntos eficientemente y con la velocidad requerida por cada situación. Comunicación es la clave para que el equipo funcione.

LA PRODUCCION DE LA SOLUCION.

Muchos de los instrumentos existentes hoy en el Mercado de Capital y Mercado de Derivados fueron originalmente creados por los Ingenieros financieros para situaciones particulares de algunos clientes y que posteriormente fueron detallándose hasta llegar a estandarizarse. Esto es, el ingeniero estima una determinada cantidad de tiempo y trabajo para desarrollar la solución del problema del cliente; el ingeniero o mejor dicho, la institución bancaria en donde trabaja el Ingeniero, carga al cliente los costos del tiempo del ingeniero, el trabajo del contador y el abogado, las gastos de ejecución y de trámite por parte del banco. Una vez que se ha empleado el tiempo y el trabajo para producir el diseño que satisfaga las necesidades del cliente, el banco puede ofrecer ese mismo diseño a otros clientes que tengan el mismo problema. En algunos casos la naturaleza de la situación es única, pero en otros más se tienen características similares, a las cuales se adecúa y se soluciona el problema. De esta forma se han estandarizado los diferentes tipos de swaps, futuros, opciones, entre otros. El hecho de costear la actividad y llegar a la respuesta adecuada al problema se le llama Producción de la Solución.

1.2 DEFINICION Y OBJETIVO.

En esta parte se definirá a la Ingeniería Financiera y se establecerá el objetivo de ésta en el campo de las finanzas.

Se han entrevistado tanto en el país como en el extranjero a docenas de personas incluyendo a ejecutivos de la banca comercial, ejecutivos de la banca de inversión, a tesoreros corporativos, a analistas financieros, las cuales son figuras respetables y autoridades dentro del ramo en que se desarrollan, y se ha llegado a la conclusión que el término de Ingeniería Financiera significa diferentes

cosas para diferentes personas. Esto no es sorpresa. El campo no está aún bien definido y cada profesionalista defiende su punto de vista.

Una definición muy aceptada en E.U.A. es la propuesta por John D. Finnerty, profesor de Finanzas en la Universidad de Fordham y Director General de Mcfarland Dewey & Co.:

" La Ingeniería Financiera implica el diseño, el desarrollo y la aplicación de instrumentos y procesos financieros innovadores, para la formulación de soluciones creativas a los problemas financieros".²

La esencia de la definición de Finnerty radica en las palabras "Innovadores" y "Creativas", pues el término Ingeniería significa precisamente: Ingenio, Creatividad, Innovación, condicionantes actualmente indispensables para llevar a cabo una adecuada dirección financiera.

Otros conceptos de Ingeniería Financiera se describen a continuación:

Es la técnica que:

- Pretende optimizar el uso de los recursos financieros
- Planea la situación financiera de la empresa
- Selecciona las fuentes de financiamiento más adecuadas
- Configura la estructura financiera de la empresa a las condicionantes existentes en los mercados financieros.
- Permite desarrollar la planeación integral de la empresa.
- Define la estrategia financiera de la empresa.
- Previene y soluciona problemas financieros críticos.

De ahí, que para el Dr. Octavio Aguirre la Ingeniería Financiera es:

" La técnica que se encarga de identificar los riesgos, oportunidades, fortalezas, y debilidades de la empresa, para estar en posibilidad de planear la situación financiera, definir las estrategias corporativas, prevenir y solucionar problemas críticos." ³

Para Kenneth R. Kapner y John F. Marshall:

" En general, este trabajo es responsable de la creación de nuevos Instrumentos financieros, nuevos procesos financieros y nuevas soluciones a los problemas en finanzas. En estos tiempos es semejante con el Análisis de Riesgo."⁴

En las definiciones anteriores se relacionan los siguientes elementos:

- Es una técnica.
- Implica creatividad, innovación.
- Aplicación de nuevos instrumentos y procesos financieros.
- Utiliza como mecanismo auxiliar el análisis de riesgo.
- Define estrategias corporativas.
- Previene y soluciona problemas financieros críticos.

De esta forma y con los puntos señalados podemos establecer ya la siguiente definición:

" Es la técnica que aplica nuevos instrumentos y procesos financieros, utilizando como mecanismos auxiliares la creatividad y el análisis de riesgo, para definir estrategias corporativas, prevenir y solucionar problemas financieros críticos."

OBJETIVO.

El objetivo fundamental de la Ingeniería Financiera es incrementar el valor de las inversiones, mediante una actividad altamente creativa. Debiéndose entender como valor lo que un inversionista o el mercado están dispuestos a pagar por una inversión.

Esto se relaciona con su capacidad de generar efectivo en el futuro, lo cual determina sus posibilidades de mantener y mejorar su posición competitiva y retribuir adecuadamente a sus propietarios. Luego entonces, puede decirse que el valor de una inversión es directamente proporcional al monto de los flujos estimados (a valor presente) e inversamente proporcional al riesgo implicado en la misma.

⁴ KAPNER, KENNETH R. Y MARSHALL, JOHN F. THE SWAPS HANDBOOK. SWAPS AND RELATED RISK MANAGEMENT INSTRUMENTS. N.Y. 1990.

1.3 ENTORNO

1.3.1 OPERACIONES INTERNACIONALES Y BALANZA DE PAGOS.

La balanza de pagos es el resumen de los flujos de efectivo que llegan de otros países o que salen al exterior dentro de un periodo determinado. Estos flujos han sido generalmente expresados en dólares americanos por considerarlos la moneda de mayor aceptación en las operaciones internacionales. Es un informe financiero que muestra los conceptos que proporcionan ingresos del extranjero y los conceptos por los cuales se hacen pagos al exterior. En las operaciones internacionales se maneja mucho el vocablo de divisas que son monedas de cualquier país extranjero, depositadas en cuentas del exterior, sin restricciones de acceso, en títulos pagaderos en el extranjero. Es decir que para que sean considerados divisas los depósitos denominados en moneda extranjera, deben tener la característica de ser pagaderos en el extranjero, pues de esta forma no están sujetos a manipulaciones gubernamentales que puedan evitar su uso para el pago internacional. Tradicionalmente, los países sólo operan con divisas sólidas o de mayor uso como son el dólar, el marco, el yen o el franco suizo.

El primer renglón de la balanza de pagos, es la balanza comercial que resulta de la diferencia entre las mercancías o bienes que se exportan y las que se importan. En la actualidad, lo mejor que un país puede hacer para mantener su balanza comercial saludable es producir aquello en lo que puede superar a competidores en calidad y precio, adueñándose de los mercados internacionales relativos. Esto generará divisas para adquirir los demás artículos que demanda la economía nacional, a los precios y condiciones mejores del mercado internacional.

La balanza de servicios es el segundo renglón de la balanza de pagos, y lo constituyen los ingresos por transportes y seguros, los ingresos del turismo (neto de ingresos menos egresos), los ingresos por maquila (valor agregado por transformación) y los ingresos por transacciones fronterizas, menos los gastos financieros por deuda externa, menos salidas de dividendos al capital extranjero y menos otros servicios. Los gobiernos suelen implantar medidas que restrinjan la salida de divisas, tales como limitar la venta de divisas con montos máximos, cargar impuestos y derechos al turismo que sale al extranjero, porcentajes máximos a regalías al exterior, etc. Someter a control los préstamos del extranjero repercute, obviamente, en los montos de intereses de la deuda externa.

El rubro más importante de la balanza de pagos de un país es sin duda, la balanza en cuenta corriente integrada por la balanza comercial, la balanza de servicios y las llamadas transferencias unilaterales, en las que se incluyen donaciones, remesas de braceros, etc., ya que el saldo en cuenta

corriente (superávit o déficit) representa la autosuficiencia o deficiencia de un país para generar excedentes de divisas. Un país con superávit en cuenta corriente podrá aplicarlo a disminuir su deuda, mientras que si tiene déficit tendrá que cubrirlo con dos alternativas: deuda externa y/o inversión extranjera.

Los movimientos en deuda e inversión extranjeras se conocen como balanza en cuenta de capital, que junto con la balanza en cuenta corriente y el renglón de errores y omisiones, integran el total de la balanza de pagos. El renglón de errores y omisiones corresponde generalmente a fuga o retorno de capitales. La alternativa de la deuda externa no es nada recomendable porque se compromete la solvencia económica del país. La segunda alternativa es la inversión extranjera, que puede ser altamente benéfica si, combinada con inversión interna, se orienta adecuadamente y conlleva a resolver los déficit en cuenta corriente convirtiéndolos en futuros superávit. Alemania, Japón y Corea del Sur son ejemplos de este caso. Con la explicación anterior de ambas alternativas se observa que la segunda es superior en beneficio a la primera, pero las ideas de autosuficiencia y nacionalismo mal entendido han hecho que muchos gobiernos desechen o no aprovechen tanto como sería posible, la inversión extranjera.

El hecho de tener un superávit o excedente en la balanza de pagos representará un incremento en las reservas, en tanto que una déficit en la balanza de pagos reducirá las reservas internacionales. Estas vienen siendo el saldo de efectivo en valores disponibles, en divisas, para las operaciones internacionales ya citadas. Se integran por oro, dólares americanos, otras divisas fuertes y los llamados Derechos Especiales de Giro (DEG). Estos son una canasta compuesta de cinco monedas de las más importantes, cada una con distinto peso, de acuerdo con su importancia (Dólar 42%, Marco alemán 19%, Yen japonés 13%, Libra esterlina 13%, Franco francés 13%). En el caso de México, las reservas internacionales son manejadas por el Banco de México.

Las cifras de la balanza de pagos son de gran importancia pero, por su gran magnitud, deben relacionarse con otras variables de la economía para así entender mejor su impacto. Por ejemplo, la cifra de la balanza comercial de 1986, aun cuando fué favorable, (4,599 md) resulta prácticamente insignificante al compararla con el total de deuda externa que se tuvo en ese tiempo (100,000 md). Es frecuente también compararla con el PIB (Producto Interno Bruto). Otra forma de analizar la balanza de pagos es a través de las tendencias en cada componente durante los últimos periodos; así podrá observarse la mejoría o empeoramiento correspondiente a cada rubro. El análisis de la balanza de pagos de un país y de la tendencia en cada uno de sus componentes resulta de suma importancia, ya que pueden indicar riesgos de devaluación o control cambiario, y/o deterioro económico del país.

Los renglones clave deben separarse en volúmenes y precio, para llegar a conclusiones sólidas. A diferencia de las empresas, que cuentan con varios estados financieros, los países sólo manejan dos informes para el reflejo de sus operaciones con el exterior, (1) la balanza de pagos y (2) su posición de cuentas por cobrar y por pagar al extranjero.

1.3.2 SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y LAS OPERACIONES CAMBIARIAS.

Las operaciones internacionales tienen que hacerse en dólares u otra divisa sólida, pues la mayoría de las monedas no tienen aceptación fuera de sus respectivos países. Durante años, muchos intentos se han hecho para encontrar un sistema que facilite el cambio de monedas y con ello, las transacciones internacionales. La historia reciente del sistema monetario internacional comienza con la conferencia de Bretton Woods, en E.U.A., en 1944, a finales de la Segunda Guerra Mundial, en la cual asistieron representaciones de 47 países, donde constituyeron el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial; se inició lo que pretendía ser la Organización Internacional del Comercio y se estableció un sistema cambiario internacional denominado "patrón oro".

El FMI tiene por objeto administrar el sistema cambiario internacional, buscando en lo posible estabilizar los tipos de cambio y fomentar la libre convertibilidad de las monedas. El llamado Banco Mundial tiene otros compromisos entre los que destaca la Corporación Financiera Internacional (IFC). Este banco obtiene sus recursos mediante aportaciones proporcionales a la importancia económica de los países miembros. También capta recursos emitiendo bonos garantizados por cuotas futuras. Con estos recursos financia proyectos económicamente sólidos en países sin acceso de crédito, a préstamos con baja tasa de interés. Las tasas de estos préstamos son preferenciales. El banco también garantiza préstamos otorgados a países con bajo desarrollo, a cambio de una comisión. Organismos regionales, como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), operan en forma similar.

El sistema cambiario establecido en Bretton Woods señalaba una paridad fija de cada moneda con respecto al dólar y un valor fijo de oro a razón de 35 dólares por onza troy (31.1 gr.). Los EUA se comprometían a comprar y vender oro a ese precio y los países a mantener sus cotizaciones contra el dólar y el oro, con una fluctuación máxima de más/menos 1%. Cualquier ajuste mayor requería un acuerdo previo del FMI. Con este sistema los países mantenían sus reservas internacionales en oro y en dólares. Este sistema se mantuvo en operación hasta 1971, cuando los países perdieron la confianza en el dólar como consecuencia de los altos déficits en la balanza de pagos de los EUA y de la fuerte baja de sus reservas, que llegaron a sólo 11, 000 md. Se firma entonces el acuerdo Smithsonian, por el cual el precio del oro se fija en 38 dólares la onza troy, o sea que el dólar se devalúa y se ajustan las paridades de las demás monedas contra el dólar. El intento de ajuste no

funcionó y en 1973 se acordó la libre flotación de las paridades, que perdura hasta la fecha y que resulta más razonable debido a los diferentes ciclos económicos de cada país.

Además de las funciones mencionadas, el FMI desarrolla planes de austeridad que buscan la rápida recuperación de los países con problemas de balanza de pagos. Si estos planes son aceptados por el país con problemas, el FMI otorga financiamiento "puente" y colabora en la renegociación de la deuda externa del país, con posibles aportaciones de dinero "fresco" y otorgamiento de avales. El FMI opera gracias a las cuotas que aportan los países miembros, a cambio de las cuales les expide DEG's. Cada país miembro puede optar por tipos de cambio fijos o flotantes para su moneda, pero se compromete a evitar manipulación para conseguir ventajas injustificadas y a mantener los tipos de cambio bajo control; es decir, sin fluctuaciones bruscas de corto plazo. Para lograr esto, los gobiernos de los países, a través de sus bancos centrales, compran o venden su propia moneda contra otras divisas teniendo presente siempre la paridad que consideran adecuada en un horizonte de largo plazo.

Factores básicos que afectan los tipos de cambio.

Son cinco a través de los cuales se afecta a la oferta o a la demanda por una moneda:

- 1.- Cambios internos de precios a ritmo distinto al de otro país (inflación diferente).
- 2.- Problemas de balanza de pagos, principalmente en cuenta corriente, que suelen provocar depreciación o devaluación monetaria.
- 3.- Nivel de tasas reales de interés (descontada la inflación) a inversionistas en cada país. Una tasa alta incrementa la demanda tanto nacional como internacional por la moneda.
- 4.- La confianza de los inversionistas en cada país y en su gobierno. Cuando no la hay se da el fenómeno de fuga de divisas, o sea, compra de monedas extranjeras.
- 5.- Intervención de los gobiernos buscando estabilidad cambiaria (comprando o vendiendo moneda).

Los mercados cambiarios.

Como se ha dicho, para realizar operaciones en el exterior se requiere de los mercados cambiarios internacionales, donde se compra o se vende la moneda de un país a cambio del equivalente en la moneda del otro, a tipos de cambio de mercado. Sabemos que no existe una moneda internacional, aún cuando en buena parte el dólar ha desempeñado ese papel; sin embargo, las operaciones cambiarias son necesarias, pues los exportadores de bienes o servicios, incluso si están dispuestos a recibir el pago en dólares, para con ella hacer frente a sus compromisos internos. Tanto los bancos como las casas de cambio y otros negocios involucrados en operaciones cambiarias, mantienen normalmente posiciones largas (más activos que pasivos) en cada divisa, para atender a su

clientela. En ocasiones surten a sus clientes, generando ellos mismos una pasivo en la divisa (posición corta). El manejo de estas posiciones, representa riesgos cambiarios por lo que en todo momento deben mantenerse dentro de las políticas relativas fijadas por la alta dirección.

A nivel internacional, los grandes bancos de cada país están constantemente participando en operaciones cambiarias. Existen además los corredores (brokers), que hacen la labor de identificar las mejores alternativas para la compra o venta de divisas, a cambio de una comisión. Tanto como los bancos, como los corredores participan en los diferentes mercados a nivel mundial, y cuando el mercado lo permite, hacen operaciones de arbitraje, o sea, comprar en un mercado y vender en otro realizando una utilidad. Estas operaciones ayudan a mantener los mercados con cotizaciones similares. A los mercados cambiarios acuden exportadores que desean obtener la moneda de su país para cubrir sus gastos domésticos, turistas que viajan al extranjero o que llegan de otros países, bancos y otras instituciones financieras que buscan nivelar posiciones, importadores que requieren hacer pagos en divisas y finalmente, los especuladores que buscan utilidades en el corto plazo y que dan a los mercados mayor liquidez.

Cotización de monedas y operaciones cambiarias.

Normalmente, las cotizaciones de otras monedas se proporcionan en forma directa, o sea, en términos de la moneda del país en que se está como denominador. Ejemplos:

$$1988 \text{ Dólar / Peso Mex.} = 2,330.00 / 1 = 2,330.0 \text{ pesos por dólar.}$$

$$1994 \text{ Dólar / Nuevo Peso Mex.} = 4.94 / 1 = 4.94 \text{ nuevos pesos por dólar.}$$

La cotización indirecta se expresa en términos de la moneda extranjera en cuestión. Obviamente esta cotización será inversa de la directa y viceversa. Ejemplos:

$$1988 \text{ Peso Mex./ Dólar} = 1 / 2,330.00 = .00043 \text{ dólares por peso.}$$

$$1994 \text{ Nuevo Peso Mex./ Dólar} = 1 / 4.94 = .20240 \text{ dólares por nuevo peso.}$$

Operaciones cambiarias más comunes.

Efectivo (Spot) : Operación de contado con entrega de divisas en no más de dos días. Equivale a cambiar una moneda por otra.

Contratos adelantados (Forward) : Operación en que se formaliza el acuerdo de intercambiar monedas en una fecha futura y a un precio ya fijado.

Intercambio (Swap) : Combinación de una operación en efectivo y otra adelantada, con las mismas monedas (Cambiar una moneda por otra, temporalmente).

Obsérvese que en las dos primeras se cambia de posición (y riesgo) de una moneda por otra, lo que no ocurre en la tercera.

A continuación se explicará las operaciones cambiarias en efectivo y por medio de contratos adelantados. Las operaciones de Intercambio (swap) se verán en su oportunidad en el capítulo 3 de "Procesos e instrumentos de la Ingeniería Financiera".

Uso de operaciones en efectivo (spot).

- 1.- Se recibe la moneda extranjera y se convierte a nacional, por necesitar la extranjera y no desear riesgo.
- 2.- Se compra moneda extranjera para hacer pagos en ella para invertirla y luego pagar (también se elimina el riesgo).
- 3.- Se vende la moneda extranjera para invertir en moneda nacional y no tener riesgo cambiario.

Las cotizaciones en efectivo se proporcionan de compra y de venta. Lógicamente la más baja será a la que compra el banco y la más alta a la que vende. Los volúmenes fuertes suelen operar a niveles preferentes.

Uso de las operaciones adelantadas (Forward -FWD-).

- 1.- Se compra hoy moneda extranjera que se recibirá en fecha futura, cuando la empresa debe hacer un pago en la moneda extranjera. Con esto se cubre el riesgo de alza en el precio de la divisa.
- 2.- Se vende hoy moneda extranjera que se recibirá en el futuro y con esto se cubre el riesgo de baja en el precio de la divisa.

Al celebrarse se fija el plazo y el tipo de cambio. Al vencimiento se intercambian las monedas previamente acordadas y al tipo también previamente acordado. La cotización en contratos adelantados se obtiene sumando o restando a la cotización en efectivo los puntos del contrato adelantado, según el caso. Cuando los puntos "adelantados" son de menor a mayor, se suman y cuando son de mayor a menor, se restan, por la diferencia de tasas de interés de los países origen de las dos monedas de la operación. Los tipos de cambio del contrato adelantado son resultado de diferencias en las tasas de interés de las dos monedas, y no predicciones del tipo de cambio futuro. Al celebrar un contrato adelantado, el banco lo que hace es obtener en el mercado en efectivo la moneda que se comprometió a

entregar y la invierte hasta la fecha de vencimiento del adelantado. Al hacer esto, el banco gana la tasa de interés por su inversión en la moneda que entregará, pero deja de ganar la tasa de interés por la otra moneda (que tenía) y precisamente esta diferencia es lo que asigna al contrato adelantado, bien como un costo o bien como premio (descuento).

Supongamos un contrato adelantado que comprará francos franceses (FF) con dólares en EUA a una mes: El banco comprará los francos hoy (día del contrato adelantado) y los invertirá por un mes, ganando 10% anual; a cambio dejará de ganar 6% anual sobre los dólares que tenía (por un mes). El diferencial del 4% anual que gana adicional es el premio que aplica al Fwd sumándolo al tipo en efectivo (entregará más FF que en spot). Si el contrato adelantado fuera inverso al anterior, o sea vendiéndole al cliente los FF por dólares, a un mes, el banco en EUA vendería en tipo en efectivo a cambio de los dólares que deberá entregar. Deja de ganar 10% anual (sobre FF) y gana 6% anual (sobre Dll.); el diferencial del 4% anual por un mes que pierde el banco lo resta de los dólares por entregar.

Las monedas con tasas de interés más bajas que las del denominador tiene un premio en operaciones adelantadas de venta.

Dll / FF	6.7225 - 6.7250	En efectivo
6% / 10%	<u>0.0220</u> - <u>0.0240</u>	Puntos fwd a 30 días
	6.7485 - 6.7480	Tipo adelantado

En este caso el país base es Francia (FF denominador) el cual tiene menor tasa, por lo que existe un premio en operación adelantada en venta. Vender dólares en mercado adelantado dará más FF que hacerlo en efectivo.

Caso contrario al ser las monedas con tasas de interés más altas que las del denominador tienen un descuento en operaciones adelantadas de venta.

Si llegado el vencimiento de un contrato adelantado no se cuenta todavía con la divisa por entregar, se solicita al banco una renovación (roll over) hasta nueva fecha, pero la diferencia entre el precio fijado en el mercado adelantado para la moneda por entregar y el precio en efectivo en la fecha del vencimiento inicial, debe liquidarse al banco o bien éste al cliente.

Opción (Bancaria).

Una opción es un contrato adelantado para el cambio de dos monedas, con el tipo de cambio fijado al contratar y un plazo para realizar el cambio de monedas. La entrega debe hacerse durante el plazo acordado, pero la fecha exacta será a la opción del cliente. Se usa cuando el cliente desea "fijar" el tipo de cambio y así evitar los riesgos de fluctuación extraordinaria, pero no conoce la fecha exacta en que contará con la divisa.

Riesgo cambiario.- Situaciones que lo provocan y alternativas para cubrirlo.

1.- Tenemos efectivo o cuenta por cobrar (posición larga) en una divisa. El riesgo es que baje el tipo de cambio antes de recibir el pago y cambiar la divisa.

Alternativas para cubrir el riesgo:

- a) Vender la divisa en el mercado en efectivo.
- b) Vender la divisa mediante un contrato adelantado, con vencimiento al día que debemos recibirla.
- c) Pedir prestada hoy la divisa que recibiremos, con vencimiento del préstamo el día en que deberemos recibir el pago. Convertir la divisa recibida en préstamo, a doméstica, en mercado en efectivo. Invertir la moneda doméstica obtenida o usarla en el negocio. Al recibir el pago en divisa, pagamos el préstamo.
- d) Ofreceremos un descuento por pronto pago a la compañía que nos debe la divisa y, cuando nos paga anticipadamente, convertimos la divisa en moneda doméstica en el mercado en efectivo y la usamos o la invertimos.
- e) La compañía que nos debe, por instrucciones nuestras o por solicitud de ella, acuerda pagarnos después, con un interés desde el vencimiento inicial al nuevo.

1.- Venderemos a mercado adelantado principal más interés a nueva fecha, o

2.- Pedimos prestada la divisa, con vencimiento a la nueva fecha de cobro y la convertimos a doméstica.

f) Obviamente, si las probabilidades son de que la divisa a recibir se valore con el tiempo, puede tomarse la decisión de no hacer nada para cubrir el riesgo.

2.- Tenemos una cuenta por pagar o posición corta en la divisa. El riesgo es que suba el tipo de cambio antes de hacer el pago.

Alternativas para cubrirlo:

- a) Comprar la divisa mediante un contrato adelantado con vencimiento al día que debemos efectuar el pago.
- b) Comprar hoy la moneda extranjera e invertirla hasta el vencimiento del pago; al vencer la inversión, hacer el pago.
- c) Solicitar un descuento por pronto pago y, si nos resulta atractivo, pedir prestada nuestra moneda, comprar la divisa en efectivo y hacer el pago anticipado.
- d) Si no contamos con recursos al vencimiento, solicitar autorización para pagar en otra fecha posterior, con intereses desde el vencimiento inicial al nuevo. Hacer un contrato adelantado para comprar la divisa más intereses, con entrega al nuevo vencimiento.
- e) Obviamente, si las probabilidades son de que la divisa a pagar se deprecie con el tiempo, puede tomarse la decisión de no hacer nada para cubrir el riesgo.

La mejor forma de eliminar riesgos cambiarios es operar con posiciones balanceadas de cada divisa; es decir, con los mismos niveles de activos y pasivos en cada moneda.

Es necesario diferenciar en este tema lo que es depreciación y devaluación. Depreciación o valorización de una moneda es la baja o alza en sus tipos de cambio con respecto a otras monedas, por razones de mercado. Devaluación o revaluación de una moneda es la baja o alza en sus tipos de cambio con respecto a otras monedas, inducidas por el gobierno y de magnitud considerable.

1.3.3 MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL.

El Mercado Financiero Internacional es un lugar de negocios en donde se realiza las operaciones financieras internacionales de comprar y vender al mejor precio, de inversión de fondos y obtención de créditos. Un sistema financiero está constituido por instituciones que actúan como intermediarios entre quienes desean invertir sus recursos excedentes y quienes requieren de esos fondos para realizar inversiones o para sus operaciones. Existen dos grandes grupos de Intermediarios financieros: El primero lo forman los bancos comerciales incluidos los de ahorro que toman dinero de sus clientes y responden plenamente por ello. Después de la captación, estos bancos colocan fondos entre quienes el banco decide, los cuales le responden por esos fondos directamente a él. El banco paga tasas pasivas por parte de la captación y el resto (vgr. los fondos en cuentas de cheques de ahorradores), los capta sin un costo de intereses, dependiendo de la políticas de cada país. Por otro

lado, recibe tasas activas por aquello que presta a las empresas y personas físicas y recibe un rendimiento por cantidad captada, pero no destinada a cartera, sino a liquidez, normalmente en inversiones a corto plazo. El segundo grupo de intermediarios financieros lo constituyen los bancos de inversión y casas de bolsa, que captan recursos mundialmente de los mercados de valores, precisamente mediante colocación de acciones, obligaciones, pagarés, etc., por cuenta de sus clientes, actuando sólo como meros intermediarios y quien capta los fondos tiene responsabilidad directa como comisionista que adquirió su papel.

En cada país existen autoridades monetarias, normalmente un banco central, que regulan las operaciones de banca y crédito y comisiones de valores que regulan las operaciones del mercado de valores y las vigila. La banca suele tener una comisión de vigilancia. Existe, además, todo un marco legal que define y regula las actividades y operaciones financieras.

Por lo que se refiere a las personas que canalizan sus excedentes al sistema financiero y que podemos considerar ahorradores, se trata del público en general, empresas que colocan excedentes temporales, aseguradoras que invierten sus reservas, fondos de pensiones, etc. Por lo que toca a los tomadores de fondos, destacan las empresas y los gobiernos, así como las personas físicas. En los mercados de valores intervienen también, como ahorradores, los llamados especuladores, que buscan fuertes ganancias en el corto plazo y que dan a los mercados la liquidez necesaria para su operación normal.

A nivel mundial, los fondos de los grandes ahorradores son captados por los grandes bancos internacionales, tanto comerciales como de inversión, entre ellos los llamados Bancos Mercantiles (Merchant Banks), que los canalizan a los gobiernos, a las grandes empresas, y a acciones y valores en las diferentes bolsas de valores del mundo, incluidas las de mercancías y valores a futuro. Los Bancos Mercantiles tienen, entre otras, las siguientes funciones: consultoría e investigación sobre opciones de inversión por países, por ramas industriales y por empresas; suscripción de instrumentos de deuda y capital; compra-venta de instrumentos; asesoría en fusiones y adquisiciones; estrategias de Ingeniería Financiera como swaps (intercambios), saneamiento de empresas, adquisiciones por la administración, etc.; operaciones de mercados de futuros y opciones de futuros, operaciones cambiarias; administración de portafolios de inversión, servicios de administración de efectivo e inversión de excedentes; son intermediarios en compra y venta de valores (corredores -brokers-); inversionistas en acciones y valores, con posición propia (dealers); arman créditos sindicados y aceptan documentos de comercio (aceptaciones).

El crecimiento de los grandes bancos mundiales los ha llevado a internacionalizarse mediante subsidiarias, sucursales, agencias, u oficinas de representación en otros países, principalmente en los

mayores centros financieros. Los bancos compiten así tanto en la captación de recursos en monedas distintas a las de su país de origen, como en el otorgamiento de préstamos en esas monedas, lo mismo que en los mercados cambiarios. Por otro lado, al estar presentes en otros países mejoran sus servicios a las compañías internacionales.

Eurodivisas

Esta internacionalización de los grandes bancos ha traído como consecuencia el surgimiento del mercado de las eurodivisas, del que casi el 80% corresponde a eurodólares. Eurodólares son depósitos denominados en dólares, pero en un banco o sucursal fuera de los EUA, o en un IBF (Facilidad Bancaria Internacional -International Banking Facility-). Un euromarco es un depósito denominado en marcos, pero en un banco fuera de Alemania. La ventaja de los Eurodólares por encima de los dólares en cuentas de EUA (domésticos) es que están libres de restricciones, particularmente del requerimiento de reservas de la FED (banco central de EUA), y generalmente sujetos a disminución o nulificación de impuestos.

Las eurodivisas son manejadas y están depositadas normalmente en los llamados paraísos monetarios como Londres, Luxemburgo, Singapur, Panamá, Nassau y las islas Caimán. Sin embargo, aquí los fondos tienen el posible riesgo político que evita en un momento dado su repatriación.

Financiamientos en eurodólares.

Las tasas de eurodólares están libres de toda presión de gobierno y se fijan por oferta y demanda. La tasa base para las operaciones de eurodólares es la tasa a la que los bancos de Londres ofrecen en dólares en el mercado interbancario, la cual se conoce como LIBOR (Tasa Interbancaria Ofrecida de Londres -London Interbank Offered Rate-). En realidad se fija según el promedio de la tasa de 3 a 5 de los principales bancos, a las 11 horas, según lo especifique el contrato de crédito respectivo. A la tasa Libor se le agrega un diferencial en función del riesgo y de la situación de mercado, que va de 0.5% a 2.5%. Todos los préstamos en eurodólares tienen vencimiento fijo; algunos tienen tasa fija para todo el plazo, pero la mayoría tienen periodos de cambio de tasa base, cada 3 o 6 meses (roll over).

Un negocio tradicional de los bancos es prestar a largo plazo y fondearse con corto plazo; de esta manera, aun cuando hay renovaciones, siempre llevan la ventaja de la tendencia normal de las tasas. La captación de eurodólares la hacen los bancos a través de cuentas de cheques, depósitos a la vista (call 24 hrs.), certificados de depósito a plazo fijo, depósitos a plazo y préstamos intercambiables

(interbank placements) que se manejan con base en líneas de crédito abiertas a otros bancos (unsecured), todo a tasas ligeramente superiores a las domésticas en EUA.

Los clientes para préstamos en el mercado de eurodólares son, principalmente:

- 1.- Compañías norteamericanas que fondean operaciones con países terceros.
- 2.- Empresas no estadounidenses.
- 3.- Agencias de gobiernos (no EUA) que fondean proyectos.
- 4.- Gobiernos extranjeros (no EUA) que fondean proyectos o déficit en balanza de pagos.

El vencimiento de estos financiamientos va de 7 a 10 años, con algún periodo de gracia. Cuando el monto o el riesgo es alto, se recurre a sindicaciones, en las que el banco líder (lead bank) se compromete con el deudor a conseguirle el total del dinero. Los créditos se rigen por la ley norteamericana o bien por la inglesa, según lo elija el banco otorgante. Además de los intereses, existen otros cargos en los financiamientos en cuestión, como el management fee o comisión de administración, que va de 3/8 a 1%; el commitment fee o comisión de compromiso, normalmente de 0.25% y algunas veces un agency fee o comisión de agencia. Al igual que los bancos, hay líneas de crédito en eurodólares abiertas a empresas.

Instrumentos de captación de fondos.

Las instituciones financieras, según su naturaleza, captan recursos mediante el conjunto de instrumentos que estén autorizadas a manejar. Los inversionistas, por su parte, colocarán sus excedentes en las instituciones financieras, con los instrumentos que mejor satisfagan sus necesidades, tomando en cuenta rendimientos, plazo riesgo, disponibilidad, etc.

A los instrumentos de captación de fondos también se les llama instrumentos de inversión para ahorradores, de los cuales a continuación se muestran ejemplos de los existentes en México, EUA, y Europa.

Bancarios directos.:

Cuentas de cheques.

Cuentas de ahorro.

Aceptaciones bancarias.

Bonos bancarios de desarrollo.

Préstamos interbancarios.

Cuentas de mercado de dinero.

Dépositos a plazo.

Obligaciones convertibles.

Certificados de aceptación patrimonial.

Certificados de depósito.

De Mercado de Dinero (Corto Plazo):

Certificados de la Tesorería (Cetes en México, Treasury Bills en EUA)

Papel comercial.

Pagaré empresarial bursátil.

Pagafes (Pagarés de la Tesorería-menos de un año).

Acciones de sociedades de inversión de renta fija.

De Mercado de Capitales

Acciones

Obligaciones (hipotecarias, quirografarias, convertibles)

Bonos de indemnización bancaria.

Petrobonos.

Bonos de renovación urbana.

Floating Rate Notes (Pagarés a tasa variable)

Treasury notes (1-10 años) (Pagarés de la Tesorería)

Treasury bonds (+ de 10 años) (Bonos del Tesoro)

Acciones de sociedades de inversión comunes.

Otras operaciones en los mercados de valores.

Reportos. Contrato por virtud de cual se venden valores a un precio, con la obligación de recomprarlos en un plazo dado al mismo precio más un premio (rendimiento). Otro uso común que se le da es cuando se tiene inversión en valores y necesidades de efectivo, en vez de vender los valores, se venden en reporto. Algunos bancos invierten en valores, los venden en reporto con un premio (costo) bajo y usan los fondos para nuevas inversiones de mayor rendimiento, lo que tiene un efecto multiplicador en sus rendimientos

Operaciones a plazo. Compra o venta de acciones a plazo; también opera con bonos y otros valores.

Alternativas de financiamiento.

Cuando las empresas, personas o gobiernos requieren financiamiento, podrán escoger de entre las alternativas que estén a su disposición y que aquí se enumeran. También aquí los mercados están constantemente desarrollando nuevos productos.

Propias de la operación (sólo para empresas):

- Acuerdos especiales con proveedores (vrg. mayor plazo).
- Acuerdos especiales con clientes (anticipos, ventas documentadas, descuentos por pronto pago, etc.).

Con la banca comercial:

a) Líneas de crédito (revolventes o no) para:

- 1.- Descuentos de crédito en libros (facturas o contrarrecibos).
- 2.- Descuentos de documentos (títulos de crédito vigentes).
- 3.- Sobregiros.
- 4.- Préstamos directos (quirografarios).
- 5.- Emisión de aceptaciones bancarias (letras de cambio a favor del banco).

b) Factoring (compra de cartera con o sin recurso.)

c) Préstamos con garantía colateral (facturas, títulos de la cartera, etc.)

d) Préstamos con garantía prendaria (bienes, títulos de crédito, valores realizables, acciones).

e) Crédito comercial (cartas de crédito nacionales o al extranjero):

- 1.- Sin financiamiento (sólo garantía).
- 2.- Con financiamiento bancario a plazo (con pagarés).
- 3.- Contra-aceptaciones (Título a favor del beneficiario aceptado por el banco corresponsal. El cliente de una operación de importación le paga al banco aceptando letras de cambio a favor de éste, que acepta y coloca en el mercado.)

e) Crédito de habilitación o avío (plazo de hasta 3 años).

f) Créditos refaccionarios (normalmente con garantías hipotecarias).

Con la banca de fomento.

Llamada de segundo piso, pues ésta descuenta los documentos. Las operaciones las concerta la banca comercial.

En años anteriores en México existieron los siguientes fondos organizados en su mayoría por Nafinsa: Fonep (Fondo Nacional de Estudios u Proyectos), Fogain (Fondo de Garantía y Fomento a la Industria Mediana y Pequeña), Fomin (Fondo Nacional de Fomento Industrial), Fonei (Fondo de Equipamiento Industrial), Fomex (Fondo para el Fomento de las Exportaciones), Fidein (Fideicomiso de Conjuntos, Parques, Ciudades Industriales y Centros), Fira (Fideicomisos Instituidos en Relación con la Agricultura), Fonatur (Para el Fomento de la Empresa Turística).

Actualmente Nacional Financiera otorga los créditos a través de los bancos o Intermediarios, en la forma en que lo hacían anteriormente el Fogain y el Fonei.

Con las Casas de bolsa:

Papel comercial bursátil. Pagarés a un máximo de 180 días colocados por empresas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa Mexicana de Valores, previa elaboración del prospecto de colocación (anual). Se negocian a descuento en la Bolsa de Valores. Representa mayor riesgo que las aceptaciones bancarias.

Emisión de obligaciones. Pagarés a largo plazo (3 a 15 años) colocados por empresas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa Mexicana de Valores, previa elaboración de los prospectos de colocación. Pueden ser hipotecarias, quirografarias, fiduciarias, convertibles o múltiples; suelen amortizarse por sorteo, llevan adheridos cupones para los pagos de interés, normalmente trimestrales, y se negocian en la Bolsa de Valores.

Papel comercial extrabursátil. Pagarés que incluyen capital e interés al vencimiento, a plazos menores a un año, garantizados por:

- 1.- Cartas de crédito de Grupos Financieros, u órdenes de pago condicionadas.
- 2.- Depósitos de valores o cartera en un fideicomiso de un grupo financiero.
- 3.- Convenios (Back to back) a través de contratos de prenda.

Otras.

- El arrendamiento financiero.
- Pagarés entre empresas.

Con los mercados internacionales.

1.- Líneas de crédito (comprometidas o no) para :

- Préstamos directos
- Sobregiros.
- Operaciones de futuros.
- Garantía de papel comercial a emitir.
- Contratos de préstamo a mediano plazo

2.- Préstamos para proyectos específicos (mineros, industriales, turísticos).

- Papel comercial. A corto plazo y mediano plazo.
- Emisión de obligaciones (a largo plazo).
- Floating rate notes (pagarés a largo plazo).
- Sindicaciones o clubs.

Aspectos que influyen en la selección de fuentes de financiamiento:

- 1.- Costo de los fondos (tasa base, interés, comisiones, etc.).
- 2.- Reciprocidad requerida.
- 3.- Rapidez en la disposición de fondos.
- 4.- Facilidad de tramitación y seguimiento.
- 5.- Relación con cada institución.
- 6.- Flexibilidad vs. restricciones.
- 7.- Garantías solicitadas.

Estructuración y condiciones de créditos bancarios.

Se efectuan generalmente mediante contratos con las siguientes cláusulas:

- 1.- Antecedentes
- 2.- Definición de términos
- 3.- Monto y límites a que se sujetará
- 4.- Moneda
- 5.- Tasa de interés base
- 6.- Diferencial de interés
- 7.- Plazo de revisión de la tasa base.
- 8.- Impuestos.
- 9.- Plazo de gracia.
- 10.- Forma y plazos de amortización
- 11.- Banco agente y bancos participantes
- 12.- Crédito revolving o no.
- 13.- Comisiones:
 - De apertura.
 - De compromiso.
 - De administración.
- 14.- Intereses moratorios.
- 15.- Gastos legales.
- 16.- Definición de garantía colateral, prendaria, etc.
- 17.- Forma de custodia/manejo de la garantía.
- 18.- Avaluos individuales o cruzados.
- 19.- Reciprocidad.
- 20.- Documentación del crédito.
- 21.- Jurisdicción a que estará sujeto.
- 22.- Posibilidad o no de prepago y plazo mínimo de aviso.
- 23.- Cláusulas de compromiso.
- 24.- Eventos de incumplimiento.
- 25.- Opinión de los asesores legales del banco y de la empresa.

Cláusulas de compromiso.

En estas cláusulas los bancos vierten toda una serie de elementos que oportunamente permiten detectar la mejora o deterioro en las operaciones del cliente. En caso de deterioro,

considerando que se viole estas cláusulas, podrán exigir por adelantado la liquidación del crédito si así se estipuló en su contrato.

Antes de pasar al tema de las tasas de Interés, vale la pena enfatizar que el financiamiento puede tener cualquiera de las formas presentadas a continuación y no sólo la primera:

- I. Otorgamiento de fondos a pagar en cierto plazo (Préstamo directo).
- II. Diferimiento de un pago por cierto plazo (Venta a crédito).
- III. Anticipo de un cobro por cierto plazo (Descuento de documentos).
- IV. Garantía de que un pasivo será cubierto en cierto plazo.

Las tasas de interés internacionales.

Todo inversionista que vierte sus recursos al sistema financiero, tiene derecho a que se le pague un interés. Por otro lado quienes recurren a dicho sistema en busca de recursos, estarán de acuerdo en aceptar un interés como costo de sus fondos.

Existe una gran cantidad de tasas de interés que se definen a continuación:

Tasa real: Las tasas de interés tienen dos componentes, la inflación y la llamada tasa real o ganancia por encima de la inflación. En inversiones, en países con alta inflación, las tasas reales suelen ser negativas provocando fuga de capitales a países que ofrecen tasas positivas.

Tasas activas: Se llama así, en general, a las tasas a las que prestan recursos los bancos.

Tasas pasivas: Se llama así, en general, a las tasas a las que capta recursos la banca.

Tasa Libor.: Anteriormente se explicó el origen de ésta tasa, y en base a ella se prestan eurodivisas los bancos entre sí. Es la tasa base para operaciones en euromonedas, a la que se sumará o restará el spread o margen acordado en inversiones o préstamos en fracciones de 1/2, 1/4, 1/8, 1/16 o 1/32 de 1% o sus múltiplos. Es importante resaltar que cada eurodivisa tiene su propia tasa Libor, aún cuando la más común es la del eurodólar. Cada banco tendrá su tasa Libor, por lo que ya en sus operaciones reales habrá que especificar Libor de qué banco o bancos. También hay tasas Libor para la captación, que son las que los bancos pagan a inversionistas por eurodivisas, según los plazos del depósito.

Tasa prime. Es la tasa a la que los bancos norteamericanos prestan dólares domésticos a sus mejores clientes. Esta es ya una tasa activa y no Interbancaria. Ya lleva en sí un margen de ganancia para los bancos, pues excede su costo de captación de fondos. Esta tasa se usa también como base para operaciones con dólares domésticos, sumándole los spreads o márgenes igual que se mencionó en la tasa Libor.

Libor vs Prime. Por naturaleza de ambas, es de esperarse que Libor sea inferior a Prime tal como lo ha sido en años recientes, siendo la diferencia entre ambas de 1% a 1/2%. Para empresas fuera de EUA, resultará mejor solicitar financiamiento en dólares con base Libor y no en Prime. Los bancos no se negarán si los fondos no van a ser usados en los EUA y si el banco tiene captación de eurodólares ya sea vía sus agencias en el extranjero o sus IBF's (International Banking Facility).

Costo de captación. En ocasiones los bancos ofrecen usar como base su propio costo de captación, en lugar de Prime. Sin embargo, no es posible para el cliente verificar el costo.

Costo Mezcla. Es el promedio ponderado al que capta recursos un banco.

C.P.P. Es el costo ponderado promedio al que se espera captará recursos la banca en un mes, publicado por el Banco de México. Debe aclararse que no es un costo real de captación, pues no incluye el costo de cuentas de cheques.

Tasa de descuento. Es la tasa anual que se deduce sobre el valor nominal de un título, al colocarlo en el mercado. Es decir, los títulos que se venden a descuento, a su vencimiento se rescatarán a valor nominal y la diferencia entre el costo y valor nominal a vencimiento dividida entre este último y elevada al año, es la tasa de descuento. Para convertirla a tasa de rendimiento habrá que dividir el descuento entre el precio real y elevar la tasa al año.

Tasa de rendimiento. Tasa anual resultante de dividir la ganancia obtenida entre el monto realmente invertido.

CETES. Tasa de rendimiento de los Cetes, que por ser emitidos por el gobierno (menor riesgo), tiene que ser menor a otros instrumentos del mismo plazo. Debe tenerse cuidado de no confundir tasas de descuento y rendimiento.

Aceptaciones. Tasa de rendimiento de las aceptaciones bancarias que por estar respaldadas por bancos deben ser similares a Cetes, aunque algo más altas.

Papel Comercial. Tasa de rendimiento de este instrumento que por esta respaldado por la empresa emisora es de esperarse más elevada que las tasas de Cetes y de aceptaciones. Así mismo, las mejores empresas colocarán su papel a menores tasas que las demás.

Obligaciones. Normalmente el interés es pagadero cada 3 o 6 meses, al promedio o la tasa más alta, al principio de dicho periodo, de las de Cetes, Aceptaciones, etc., según lo especifique el título mismo.

Preferenciales. Las que manejan para préstamos los fondos de fomento y los organismos multilaterales internacionales, tales como el Banco Mundial, el BID, etc., Se llaman así por ser normalmente inferiores al mercado.

Flotante. Es aquella que está en constante cambio, y pueden variar el día que el banco otorgante modifica su tasa o se puede ajustar a mercado solamente en determinado periodo, normalmente trimestral o semestral, fechas en que coinciden con los pagos de interés y/o amortizaciones de principal.

Over Night. Tasa a la que los bancos se prestan fondos de un día para otro. Si son bancos norteamericanos, se prestan fondos federales, o sea de sus cuentas en bancos de la Reserva Federal (banco central de EUA) con la disponibilidad inmediata.

Tasas de largo plazo. Existen valores en los EUA con tasas fijas y de plazo que va de 2 a 20 años. Estos valores pagan tasas superiores a mercado al momento de la emisión. La diferencia llega a ser de aproximadamente 2% anual.

Las operaciones financieras internacionales.

Las más comunes son las siguientes:

El mercado internacional de bonos (obligaciones). En realidad existen dos mercados, el de eurobonos, que son bonos que se colocan en países distintos del de la moneda en que se emiten; y el de bonos extranjeros, que se venden principalmente en el país de la moneda en que se emiten, pero en ambos casos los bonos son emitidos por empresas o gobiernos extranjeros. Hasta 1963 los EUA era el más importante mercado de captación de fondos por extranjeros, pero por cambios en la legislación

norteamericana relativa se cambió el mercado a Europa. Existen eurobonos con gran variedad de características, tales como:

- a) Convertibles en acciones.
- b) Con tasa flotante (cada seis meses).
- c) Con pago final en una de varias monedas, a elección del tenedor. La lista de monedas y sus tipos de conversión están preestablecidas en el documento.

Medios de transferencia de fondos entre países. Los cheques se utilizan cuando son a cargo de un banco en el país del beneficiario; de otra forma no son recomendables. El giro bancario, que es un cheque pero de una cuenta del banco que lo vende, pagadero por su corresponsal girado. Las transferencias bancarias a la cuenta del beneficiario vía fax, telex, o teléfono, son las alternativas más recomendables.

Riesgos en los financiamientos en moneda extranjera. Los siguientes riesgos constituyen sin duda una de los aspectos más importantes al evaluar alternativas de financiamiento en el extranjero.

- 1.- Cambiario (cambios en la paridad o tipo de cambio).
- 2.- Cambio en la tasa de interés (alza en la tasa de interés en el extranjero sin que el mercado nacional permita repercutir tal efecto).
- 3.- Transferibilidad de la divisa (incluye su previa adquisición en moneda local). Este riesgo afecta al otorgante del crédito.

El riesgo cambiario se cubre con las operaciones en efectivo o con contratos adelantados, ya comentadas. Si el préstamo no se ha obtenido, utilizando un Swap (intercambio) elimina este riesgo. Este y el de cambio de tasa de interés pueden también cubrirse en los mercados de futuros u opciones de futuros.

Operaciones contrato adelantado-contrato adelantado. Son contratos de depósitos de dinero (inversión) o de préstamo, en los cuales el contrato se celebra hoy, a una tasa fijada hoy, para un préstamo o inversión que comenzará en una fecha futura fijada hoy.

Se utiliza cuando se necesita una planeación adecuada de la tesorería de la empresa. Por los pronósticos que se tienen en las tasas de interés, la empresa espera "amarrar" una mejor tasa hoy, que tener el sobrante o faltante real de los fondos. Se puede utilizar también en inversión, cuando la tendencia en tasas es a la baja o en préstamos cuando la tendencia en tasas es a la alza y también si se espera escasez de crédito.

Ficorca (Fideicomiso para la cobertura de riesgos cambiarios). Para muchas empresas mexicanas que sufrieron la devaluación de 1982 y en un corto plazo vieron sus pasivos con el extranjero agigantarse, este fideicomiso vino a representar tal vez la única alternativa para sobrevivir. Su importancia sobrepasa en mucho de lo que pueda decirse.

El Ficorca fué constituido en marzo de 1983 para ayudar a las empresas mexicanas con pasivos en moneda extranjera que se vieron seriamente afectadas por la devaluación del peso en 1982. Podemos decir que, gracias a este fideicomiso, gran cantidad de empresas que hubieran tenido que declararse en quiebra, lograron sobrevivir y recuperaron sus salud financiera. En su etapa inicial Ficorca tuvo dos programas: el de endeudamientos externos anteriores al 20 de diciembre de 1982 y el de adeudamiento vencido a favor de proveedores. El primero de estos obligaba primeramente a las empresas a renegociar sus pasivos con los bancos extranjeros a un mínimo plazo de 6 años con 3 de gracia (con solo pago de intereses) y les ofrecía la posibilidad de entrar a cualquiera de los cuatro sistemas básicos.

Sistema 1.

- Sólo cubría el principal.
- Plazo renegociado mínimo de 6 con 3 de gracia.
- Se otorgaba un tipo de cambio preferencial.
- El cliente pagaba en pesos al contado.
- Ficorca paga en vencimientos renegociados.

Sistema 2.

Igual al anterior, pero con financiamientos en pesos para el cliente, al mismo plazo renegociado del adeudo en dólares con pagos crecientes para ayudar en el principio. La tasa moneda nacional (M.N.) es el promedio aritmético de las tasas para depósitos bancarios a 3 y 6 meses para personas morales.

Sistema 3.

- Cubría principal más intereses.
- Plazo renegociado mínimo de 8 años con 4 de gracia.
- El cliente pagaba en pesos al contado.
- De acuerdo con el contrato, la empresa compra dólares y los presta a Ficorca con intereses de Libor más 2 y Ficorca hace los pagos en los vencimientos renegociados. Si hay diferencial adicional de intereses, lo paga el cliente directamente.

Sistema 4.

Igual al anterior, pero con financiamiento en pesos para la empresa al mismo plazo del adeudo renegociado y pagos crecientes en pesos para ayudar en la etapa inicial.

Es importante resaltar que, ante el acreedor extranjero, la empresa mexicana seguía siendo responsable directo hasta que aquel recibía el pago. Vale la pena mencionar el significado de algunos términos dados en los contratos de Ficorca.

- Importe de referencia. Desembolso mínimo a cargo del comprador para cada periodo.
- Saldo insoluto en pesos. Principal por pagar, en moneda nacional.
- Saldo insoluto en dólares. Adeudo inicial menos pagos de capital ya cubiertos por Ficorca.
- Valor de rescate. Exceso de los pagos cubiertos por el comprador, sobre el equivalente en dólares entregados por Ficorca.

Ficorca sólo manejaba dólares como moneda extranjera, por lo que financiamientos en otras monedas tuvieron primeramente que cambiarse a dólares. Existió otro programa de Ficorca vigente a partir de febrero de 1984, el cual cubría nuevos financiamientos del exterior con plazo mínimo de dos años y medio. Al recibirse los dólares debían venderse a un banco mexicano y Ficorca otorgaba plazo para el repago en pesos.

Ficorca Facility Agreement. En 1987 surgió este nuevo acuerdo, por virtud del cual se amplía el plazo para el repago por Ficorca a los bancos acreedores del extranjero, a un plazo de 20 años con 7 de gracia. Sin embargo las empresas con contratos de Ficorca continúan con sus mismos plazos y al cumplirlos se liberan del adeudo.

En el esquema más reciente, Ficorca efectuaba los pagos de acuerdo con el programa inicial y los bancos extranjeros le prestaban de inmediato los mismos importes que correspondían a la amortización del principal a los 20 años con 7 de gracia y a una tasa de Libor más 13/16 de 1%.

1.3.4 EL MERCADO NACIONAL E INDICADORES ESTRATEGICOS.**Definición y clasificación.**

Como se mencionó anteriormente, cuando hablamos de un mercado financiero, nos referimos a una organización, sea empresa privada o pública, que tratan de canalizar sus necesidades

superavitarias o deficitarias de recursos financieros al mercado que los utilice eficientemente y citamos a un sistema financiero. En México, éste está dividido teóricamente en dos tipos de mercados:

" - Mercado de capitales. Mercado de largo plazo en que no se considera capital a la concepción contable de las aportaciones de los socios de una empresa, sino a esto, más todos los instrumentos de inversión y financiamiento a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, obligaciones, certificados de participación y otros instrumentos.

- Mercado de dinero. Mercado de corto plazo al que acuden oferentes que tienen dinero temporalmente ocioso, y demandantes que tienen que satisfacer los requerimientos de su capital de trabajo".⁵

Se debe entender que esta clasificación es teórica, pues un mercado se relaciona intrínsecamente con el otro. El invertir en el mercado de capitales también se le conoce como invertir en bolsa. La bolsa de valores es un mercado organizado de intermediarios que representan los intereses de particulares, sociedades mercantiles y del mismo estado de libre intercambio de valores, dentro de las reglas establecidas, tanto por este último a través de sus dependencias, como por los intermediarios que participan en el propio mercado. Y algo importantísimo en esta materia " En la bolsa no se invierte ".⁶

El mercado de valores funciona de la siguiente manera: Los precios de las acciones y demás valores que aparecen publicados en las secciones financieras de los principales diarios corresponden a las últimas operaciones del día señalado, normalmente un día anterior al de la publicación. En cualquier mercado de valores del mundo, iniciar actividades en un día, significa que representantes de compradores y vendedores (llamados corredores) se reúnen para que, de acuerdo con principios, políticas y procedimientos ya establecidos, desarrollen su mejor esfuerzo para comprar y vender a los mejores precios que sea posible dentro de las circunstancias, las acciones y demás valores solicitados por los clientes que representan esos corredores. Estos últimos, en la mayoría de los casos, son empleados de las casas de bolsa a las cuales representan.

Los precios a los que se formalizan las operaciones son el resultado de la negociación de la oferta y la demanda. Por tal motivo, como en cualquier momento, por infinidad de razones, tanto la oferta como la demanda pueden experimentar cambios significativos, el resultado se refleja en fluctuaciones en los precios; esas fluctuaciones pueden presentarse inclusive en forma notable en el mismo día. Por el contrario, en muchos de los casos, probablemente la mayoría, pueden transcurrir semanas, y el precio del valor no experimenta cambios importantes. El método de negociación utilizado

⁵ VILLEGAS, EDUARDO. EL NUEVO SISTEMA FINANCIERO MEXICANO. MEXICO 1993

⁶ MARMOLEJO, MARTIN. INVERSIONES. PRACTICA, METODOLOGIA, ESTRATEGIA Y FILOSOFIA. INSTITUTO MEXICANO DE EJECUTIVOS EN FINANZAS. MEXICO 1994

para cerrar operaciones de compra/venta en el mercado de valores es el de remate. Justamente por ello, el lugar donde se reúnen los corredores de bolsa diariamente (en días hábiles) para efectuar operaciones por cuenta de los clientes de las casas de bolsa que representan, se denomina piso de remates.

Es importante considerar que las acciones operadas en el piso de remates son el resultado de negociaciones entre particulares y/o empresas. Sin embargo, usualmente la empresa emisora de las acciones negociadas es totalmente ajena a lo que acontece en el piso de remates con su acción. Las operaciones de transferencia de propiedad (compra/venta) que a diario se efectúan en los mercados de valores, se conocen como mercado secundario. El mercado primario lo viene a constituir aquellas operaciones en las que las empresas, a través de aumento de capital, reciben dinero fresco como pago de las acciones que ofrecen sus actuales accionistas o el público en general a través de la bolsa.

En función de los instrumentos que se negocian, podemos clasificar al mercado financiero nacional en Mercado de Dinero, Mercado de Capitales, Mercado de Metales y Mercado de Futuros.

Alternativas de inversión.

De esta forma el Mercado de Dinero se origina en la relación de oferentes y demandantes de fondos a corto plazo. Este mercado existe porque por un lado particulares, empresas, gobiernos e intermediarios tienen fondos temporalmente ociosos, que esperan les generen alguna utilidad y, por otro, hay particulares, empresas y gobiernos que necesitan financiamientos temporales o permanentes adicionales.

Los instrumentos del Mercado de Dinero en el Sistema Financiero Mexicano son los siguientes:

- Cuenta Maestra.
- Mesas de Dinero.
- Bonos de Prenda
- Certificados de la Tesorería de la Federación.
- Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal.
- Aceptaciones Bancarias.
- Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento.
- Pagarés de la Tesorería de la Federación.
- Bonos de la Tesorería de la Federación.
- Papel comercial.
- Papel comercial Quirografario

- Papel comercial Avalado.
- Papel comercial Bursátil.
- Papel comercial Extrabursátil.
- Pagaré Empresarial Bursátil.
- Papel Comercial Indizado.

De la misma manera, el Mercado de Capitales se origina en la oferta y la demanda de fondos para ser utilizados a largo plazo. Estos fondos se emplean en la adquisición de activos fijos y en la ejecución de programas que permitirán la existencia de las organizaciones. Los Instrumentos con los que cuenta en México el Mercado de Capitales son los siguientes:

- Bonos Bancarios de Desarrollo Industrial.
- Certificados de Participación Inmobiliaria.
- Bonos Bancarios de Desarrollo.
- Bonos de Indemnización Bancarios.
- Bonos de Renovación Urbana.
- Bonos Bancarios para la Vivienda.
- Obligaciones.
- Obligaciones Subordinadas.
- Bonos Ajustables del Gobierno Federal.
- Acciones de Sociedades de Inversión.
- Acciones de Empresas Cotizadas en Bolsa .

El Mercado de Metales Preciosos es el mercado especulativo por excelencia, ya que el comportamiento de la economía mundial altera el precio de los metales y la cotización de éstos en México está basada en la cotización internacional de los mismos, siendo los instrumentos de inversión en México:

- Certificados de Plata (Ceplatas).
- Onzas Troy de Oro y Plata.
- Cuentas bancarias de oro y plata.
- Centenarios.
- Aztecas

El Mercado de Futuros será explicado posteriormente en el tema de Derivados de Capital.

Generalidades.

- Un factor que es muy importante considerar, es que los mercados de valores tienden a descontar por adelantado los pronósticos de resultados. Esto es particularmente cierto por lo que respecta a los mercados consolidados y maduros. Los mercados de valores tienden a conceder especial importancia al futuro. Esto se traduce en que los precios en cierta fecha son el reflejo de lo que la percepción promedio colectiva de los participantes en el mercado de valores anticipa que será la situación prevaleciente uno, dos, tres, o "x" meses adelante. Dicho de otra forma, los precios de hoy tienden a reflejar lo que se espera suceda mañana.

- Otro punto importante es lo que pasa cuando la gente adquiere educación en los fundamentos de un mercado de valores; Gerard M. Loeb lo menciona muy claramente:

" En términos más prácticos, educación en inversiones debe resultar en fluctuaciones menores en los precios. Los buscadores de gangas conocerían los valores y evitarían subvaluaciones extremas con sus compras. Otros que conocerían los valores serían vendedores antes que las acciones alcanzaran niveles irracionalmente altos "

- Tiene igual importancia establecer la diferencia entre inversionista, especulador y apostador. Un inversionista destina recursos a alguna operación con la finalidad de obtener utilidades, considerando un determinado grado de riesgo, que mientras menor sea, más favorable será la inversión. El especulador toma un riesgo mayor que el correspondiente a un inversionista, pero todo con el ejercicio de la razón, donde puede hacer pronósticos inteligentes sobre las eventualidades de su aventura. El apostador toma riesgo que no tiene que tomar, sus recursos están en base al azar, se compromete con el resultado sobre el cual no tiene control, ni puede anticiparlo.

- La magnitud de los recursos involucrados y sus flexibilidad son los principales elementos de contribución de un mercado público de valores de una economía. Existen dos tipos de mercados dentro de un mercado público de valores: el mercado primario y el mercado secundario. El mercado primario a nivel económico es el más importante y se refiere al proceso de intermediación que toma lugar cuando se ofrecen públicamente a la venta valores cuyo pago ingresará directamente como recursos frescos a la empresa emisora. El mercado secundario es el más conocido por ser el mercado diario; lo integran el conjunto de operaciones de compra/venta de valores que todos los días se realizan; se le denomina mercado secundario porque las operaciones del mismo no intervienen las empresas emisoras de valores.

Indicadores estratégicos.

Como resumen de lo anterior, se puede decir que es necesario prever el futuro en base al estudio de las variables económicas más importantes, para tomar una decisión correcta en relación a las inversiones que se quieran realizar. No esta por demás reiterar que se necesita trabajar un poco más que los demás inversionistas para lograr un repunte en las utilidades, estudiando, reflexionando y rediseñando el rumbo que se le quiera dar a los recursos.

Estas variables deben seguirse de cerca y en conjunto para conocer por medio de ellos, la tendencia de la economía nacional y de los cuales se mencionan algunos:

- Inflación México.
- P.I.B. México.
- Precio del petróleo.
- Disponibilidad de las divisas.
- Déficit fiscal E.U.A.
- Consumo.
- Inversión real.
- Tasas de interés internacionales.
- Cotización peso/dólar.
- I.N.P.C.
- Inflación E.U.A.
- P.I.B. E.U.A.
- Estado de la cuenta corriente.
- Gasto público.
- Poder adquisitivo de la moneda.
- Ahorro.
- Tasas de interés nacionales.
- Liquidez financiera.
- Cotización dólar/euromonedas.
- I.N.P.C. real.

2. VALUACION DE EMPRESAS

Para invertir en valores de alguna empresa es necesario conocer si es saludable financieramente y si así se mantendrá en un futuro. Para esto es útil la valuación de empresas, es decir representar en términos monetarios los diferentes aspectos de una empresa como son: utilidades, flujos de efectivo, activos, pasivos, mercados, personal, administración, tecnología, imagen, etc., en un esquema de elementos que permitan tomar decisiones respecto a dicha empresa. Las consideraciones siguientes son básicas para llevar a cabo esta valuación.

2.1 MARCO DE PREMISAS PARA HACER LA VALUACION DE LA EMPRESA.

El conjunto de puntos a señalar es el siguiente:

1.- Datos generales de la empresa.

Con la finalidad de describir el entorno general de la empresa.

2.- Cuerpo de consejeros y ejecutivos.

Por ser de interés a la parte compradora.

3.- Estructura organizacional.

Para presentar la forma en que está estructurada la empresa.

4.- Actividades operativas principales.

Para visualizar la aportación de las diversas líneas de productos.

5.- Avalúo y vida económica de los activos.

6.- Plusvalía de los activos fijos.

Para conocer la tasa de revaluación que han tenido valuadores fijos en años recientes y para informar las premisas consideradas en la plusvalía que se espera, tengan estos en el futuro venidero.

7.- Utilidades de flujos de efectivo de años recientes.

Para medir el comportamiento de los resultados recientes de la empresa.

8.- Proyección de ventas, costos, utilidades y flujos de efectivo.

Se describen las bases en que se fundamenta el crecimiento de ventas, los costos, las utilidades y los flujos de efectivo.

9.- Fijación de múltiplos.

Se especifican las referencias utilizadas para la fijación de múltiplos.

10.- Determinación del precio preliminar.

Para conocer el valor correspondiente a los rubros tangibles de la empresa.

11.- Cuantificación de los activos intangibles.

Se comenta el criterio seguido para establecer la cuantificación del crédito mercantil de la empresa.

12.- Determinación del precio definitivo.

Para conocer el valor total de la empresa.

13.- Integrantes del comité de valuación.

Para efectos de ampliar informes técnicos, dudas, consultas.

14.- Fecha de valuación.

Para efectos de considerar el valor del dinero en el tiempo

2.2 METODOLOGÍAS DE ANALISIS.

Para poder estimar el futuro sobre bases racionales y con mayor grado de confiabilidad, se desarrolla lo que conocemos como valuación de empresas, lo cual es un negocio excesivamente laborioso, pero muy productivo en el mundo de las inversiones, en donde es requisito indispensable conocer el pasado y el presente de las entidades. Es decir se debe saber de donde se parte y cómo se llega ahí, para poder intentar anticipar hacia donde se vá, qué tan rápido, porqué, con qué riesgos, en qué momento y de qué manera. Partiendo de lo anterior, si se logra comprar acciones de empresas con alta rentabilidad sobre una inversión propia y, que simultáneamente están disfrutando de altas tasas de crecimiento en utilidades, y ambas condiciones, dentro de lo previsible, se repetirán en el futuro con alto grado de consistencia, si ésa compra se efectúa a un precio adecuado, inevitablemente conforme pase el tiempo y se vayan presentando los resultados esperados en la empresa, el precio del mercado de la acción tenderá a aumentar y a reflejar esa prosperidad en la empresa.

De lo anterior se desprende tres elementos básicos que deben ser considerados para toda decisión de inversión de acciones:

2.2.1 Análisis del presente y del pasado de la empresa.

En este caso se parte de una base sana y conocida. Conocer los índices de crecimiento de la empresa en los últimos 3 ó 5, así como su rentabilidad. Verificar que la empresa sí gane dinero en forma real, y en caso contrario, tener la explicación convincente. Conocer los riesgos con los que se ha venido manejando la empresa. De esta manera se establecen los fundamentos para poder determinar la tendencia básica a futuro.

2.2.2 Estimación del futuro.

Simplemente se refiere a evaluar el potencial y probabilidades de crecimiento y rentabilidad futuras. En esta parte entran en acción la Incertidumbre y el riesgo. Es indudable que es la parte más importante y difícil del procedimiento. Bien efectuados los análisis del presente y el pasado, la estimación del futuro conjuntamente con la evaluación del precio, la cual se explica más adelante, deben ser las únicas variantes reales que existan en una decisión de Inversión.

2.2.3 Valuación del precio de la acción.

Se está en la posibilidad de determinar un precio que, de acuerdo con las circunstancias y otras alternativas disponibles, aparente ser el más adecuado, cuando se conjunta la situación real de la empresa, habiendo partido del pasado, con la estimación del comportamiento a futuro, de los resultados a los distintos plazos y sus riesgos inherentes.

Es indispensable, para aventurarse a estimar resultados futuros de las empresas y el nivel de precio aproximado también a futuro de las acciones, partir de realidades, o sea de bases sólidas. Hacerlo de esta manera no garantiza el éxito de la decisión de inversión, sin embargo, si se minimizan en gran forma los riesgos. Además mediante el uso constante de esta metodología a través del tiempo y conforme se vayan adquiriendo experiencias en el mercado de valores, se va desarrollando en buena medida cierta habilidad para aumentar la efectividad en la estimación de resultados.

Rentabilidad sobre la inversión propia.

Si se considera que el principal ingrediente medible en una inversión es el capital invertido y que el principal objetivo es hacer rendir lo mejor posible ese capital, es natural y lógico que el primer paso del método propuesto sea medir la rentabilidad de la empresa. Es práctica común y de uso universal expresar la rentabilidad de las empresas (también llamada retorno sobre la Inversión) en porcentajes anuales.

Es también importante notar que la medida de eficiencia que nos ocupa se refiere a la parte del capital de la empresa que pertenece a los accionistas. Normalmente una proporción no despreciable del capital de una empresa está formada por recursos ajenos: de proveedores, bancos, impuestos pendientes de pago, etc. Sin embargo, para determinar el valor de la rentabilidad de acuerdo al punto de vista que se quiere tomar, la más significativa es la calculada sobre la inversión propia. Así pues, el primer paso a dar es determinar la rentabilidad de las empresas cuya compra (o venta) de acciones se

contemple. Una vez hecho lo anterior, es útil y conveniente ordenar las empresas en orden decreciente de rentabilidad, para comparar con mayor facilidad entre ellas.

Para poder determinar la rentabilidad existen varias fórmulas (de acuerdo con el método de razones financieras), las cuales miden la efectividad general de la administración de acuerdo con los rendimientos generados sobre las ventas y sobre la inversión. Estas razones dan respuestas más objetivas respecto al manejo eficiente de la empresa.

Margen de utilidad sobre ventas.

El margen de utilidad sobre ventas se calcula dividiendo el ingreso neto después de impuestos entre las ventas y refleja la utilidad por peso de ventas.

$$\text{Utilidad después de impuestos} / \text{Ventas totales.}$$

Capacidad básica de generación de utilidades.

Esta razón se calcula dividiendo las utilidades antes de intereses e impuestos entre el activo total.

$$\text{Utilidad antes de intereses e impuestos} / \text{Activo total}$$

Rendimiento sobre el activo total.

La razón de utilidad después de impuestos a activo total mide el rendimiento sobre el capital invertido dentro de la empresa.

$$\text{Utilidad después de impuestos} / \text{Activo total}$$

Rendimiento sobre el Capital Contable.

Mide la tasa de rendimiento sobre la inversión de los accionistas.

$$\text{Utilidad después de impuestos} / \text{Capital contable}$$

El retorno (o rentabilidad) sobre la Inversión propia de una empresa es uno de los objetivos corporativos supremo y junto con el crecimiento forman lo que se llama valor corporativo de la empresa.

El objetivo mínimo deseable en cualquier empresa es que, en el largo plazo, mantenga un porcentaje de retorno sobre su inversión propia al menos igual a la inflación. De no ser así, significa que, en términos reales, la empresa está descapitalizándose.

Crecimiento.

El crecimiento de las empresas se debe esperar, cuando menos, en la misma proporción que se presente el crecimiento en sus mercados. Este crecimiento se puede medir por incrementos en ventas, en utilidades, y en activos, principalmente, utilizando la información financiera. De la misma forma se puede medir su decadencia. Es importante analizar no sólo un par de años; puede ser muy significativo extender el análisis a periodos de 3 ó 5 años, ya que de esta manera se pueden establecer tendencias.

Estimación del futuro.

Estimar el futuro significa proyectar los resultados de la empresa objeto de análisis a futuro. Es decir, a 3, 9, o hasta 36 meses en adelante. Esta es indudablemente la parte más difícil del análisis conjunto. Tan es así que, si se realizan con razonable propiedad las evaluaciones correspondientes a la trayectoria y al precio de la acción, la evaluación del futuro sería la única variable de todo el proceso.

El análisis de trayectoria de la empresa es eminentemente cuantitativo. El análisis de precio de una acción en cualquier momento, es casi exclusivamente cuantitativo por lo que se refiere a la evaluación de trayectoria de la empresa correspondiente, y mayormente cualitativo por lo que respecta a la evaluación de los resultados futuros esperados de la misma empresa. No tiene sentido evaluar el futuro si no se parte de bases sólidas. Para evaluar el futuro no existe metodología exhaustiva, ni confiable. Las variables a considerar son demasiadas y sus interrelaciones muy complejas entre sí. Sin embargo, es absurdo e inadmisiblemente cometer errores en las inversiones por no evaluar con precisión el punto de partida. Se debe partir de bases ciertas, completas, lógicas y congruentes.

Desde el punto de vista teórico, no hay precio suficientemente alto para una acción cuando ésta corresponde a una empresa muy rentable y cuyo futuro sea de crecimiento y prosperidad por tiempo indefinido; de la misma forma, no hay precio de una acción suficientemente bajo cuando esta acción corresponde a una empresa no rentable y cuyo futuro se perciba nebuloso y mediocre. Desde un

punto de vista práctico, la oferta y la demanda de acciones en diferentes momentos y a lo largo del tiempo, serán los factores que determinarán el nivel de precios de las propias acciones; es decir, la interrelación de percepciones, necesidades, posibilidades y deseos de la comunidad bursátil es la que (y regirá) el precio de una acción en cualquier momento.

En el largo plazo, los dos mundos, el "teórico" y el "práctico" van de la mano, inevitablemente. En el corto plazo, no necesariamente sucede así. La incompatibilidad y/o incongruencia entre los dos mundos, únicamente puede presentarse en el corto plazo (digamos nunca en periodos superiores a dos o tres años). La razón de la discrepancia entre dos mundos siempre está relacionada con alguna percepción distorsionada de la realidad y/o futuro. Sin embargo, en el largo plazo, necesariamente desaparecen las distorsiones, la genuinidad se impone y lo que el análisis "teórico" indicaba (en caso de haberse cumplido las premisas del mismo) invariablemente se debe confirmar "en la práctica".

Valuación del precio de una acción.

Una vez analizada la rentabilidad de la empresa por el periodo anual más reciente, así como por los últimos tres o cinco años, además de haber también estudiado el crecimiento logrado y la rentabilidad y crecimiento esperados a distintos plazos futuros, se está en la posibilidad de evaluar el precio de la acción. Existen dos parámetros básicos para medir qué tan barato o caro encuentra el precio de un acción, partiendo de la combinación de ciertos hechos y la estimación de resultados a futuro. Ellos son: relación precio/valor en libros (P/VL) y la relación precio utilidad (P/U).

Relación precio / valor en libros.

Es importante señalar que algunos elementos hacen que una empresa difiera entre su valor en libros y la realidad. La revaluación de los activos, el impuesto sobre la renta a pagar sobre utilidades en compra y venta de activos (además de otros impuestos) y la dificultad en vender (y de evaluar el precio en forma teórica, sin verificación o retroalimentación de la realidad) ciertos activos altamente especializados y para los que existiría un mercado no necesariamente abundante, hacen que el valor en libros en una empresa sea algo muy tentativo y que, por lo mismo, podría estar sujeto a ajustes significativos (en cualquier dirección, esto es hacia arriba o hacia abajo) al momento de efectivamente liquidar una empresa.

Sin embargo, a pesar de las limitaciones anteriores del valor en libros de una empresa (o del valor en libros de una acción, el cual resulta de dividir el valor en libros de la empresa sobre el número de acciones en circulación a la fecha, en base en la información disponible), es necesario conocerlo.

La relación que guardan el precio de mercado de una acción y su respectivo valor en libros en un determinado momento, es útil para efectos de valuación del precio de una acción. Esta relación se expresa en forma de porcentaje. Si el precio de mercado de una acción supera el valor en libros de esa misma acción, se dice que la acción se está negociando con un prima (o sobre/precio) sobre su valor en libros. Si el precio de mercado de una acción, en un determinado momento, es inferior a su valor en libros, se dice que el precio de mercado se cotiza con un descuento sobre su valor en libros.

El valor de una empresa no sólo debe estar integrado por el valor de la propia empresa "muerta". Las empresas, para efectos prácticos, son entidades "con vida". La experiencia, la imagen, la organización, el mercado, el personal y el equipo directivo de una empresa puede ser de un gran valor, ya que todo eso en conjunto más los activos netos de la empresa pueden representar una capacidad generadora de utilidades valiosa. Por lo mismo, el valor de una empresa en una posición sana de rentabilidad y crecimiento, y con buenas perspectivas de desarrollo a futuro, debe de incluir ese intangible dentro de ese precio, además de los activos tangibles. Ese intangible es conocido como Crédito Mercantil el cual debe guardar una proporción variable en relación al valor neto de los activos.

Cuando una entidad ha venido presentando problemas de rentabilidad y/o de crecimiento, en la medida que esta situación sea conocida por la comunidad bursátil, el precio de la acción tenderá a cotizarse a niveles inferiores a su valor en libros.

Relación precio / utilidad.

Es razonable medir el precio de la acción de una empresa en comparación con las utilidades que ha generado en el periodo anual más reciente y contra las utilidades que se estima generará en el futuro inmediato.

Así pues, conforme el crecimiento en una empresa se alcanza a lo largo del tiempo, el precio que se pagó en el pasado por una acción tiende a ser igualado, y superado en algunos casos, por las utilidades por acción (UPA) de los años futuros. De suceder así, llega un momento en que la relación precio/utilidad es igual a 1, cuando la UPA sea igual al precio que años atrás se pago por la acción.

La distorsión tan grande que la inflación ocasiona a la contabilidad tradicional de las empresas han hecho de la determinación de los resultados de las mismas, un evento altamente manipulable, al menos en el corto plazo. Por lo mismo, y siendo que la relación precio / utilidad depende tan críticamente de una cifra anual (de utilidad) contra la cual comparar, se recomienda, en tales circunstancias, darle mayor importancia a la evaluación de precios de mercado, vía relación precio / valor en libros.

Otros parámetros de valuación: relación precio / ventas, relación precio / utilidad en operación y relación precio / flujo de efectivo.

Dados los efectos de la inflación y otros fenómenos económicos, el analista de inversiones en acciones ha tenido que recurrir a otros parámetros en la búsqueda de más elementos que fortalezcan la calidad de análisis desarrollado. Es por eso la enorme dificultad en poder determinar con razonable exactitud cifras confiables en resultados bajo estas condiciones, y es aquí en donde los parámetros comentados cobran especial relevancia.

Si partimos del principio que toda utilidad no es otra cosa sino ventas disminuidas por costos, gastos e impuestos, es lógico comparar el precio de mercado de una empresa contra las ventas de la misma.

Sin embargo, eventualmente, algunas empresas con inocente intención de hacer aparecer su tamaño superior al que efectivamente tienen, practican el inflamiento del valor de sus ventas. Por fortuna la magia financiera no existe y cuando esa burda práctica se lleva a cabo, la contrapartida de ingresos "inflados" son los costos de la misma empresa. La relación precio / utilidad de operación es la indicada para detectar ese tipo de distorsiones, cuando están presentes en el estado de resultados de alguna empresa. La utilidad de operación de una empresa es aquella que resulta de restarle a las ventas los costos y gastos directos (costos y gastos de operación), antes de las partidas financieras e impuestos.

Finalmente, otro parámetro de evaluación del precio de una acción que es importante de considerar es la relación existente entre el precio de mercado de una empresa y el flujo de efectivo correspondiente, dándose como resultado el número de veces que es mayor el valor de la acción sobre el flujo de efectivo que le corresponde a cada acción.

3. PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA .

Como se explicó en el capítulo 1, la Ingeniería Financiera desarrolla instrumentos (Intercambios-swaps-, Obligaciones-bonds-, Acciones, Recibos y Derivados, etc.) y procesos (Riesgos Colectivos -Joint Ventures-, Fusiones, Adquisiciones, Mexicanizaciones, Reestructuraciones, Desinversiones, Capitalizaciones, etc.) los cuales se detallan a continuación.

3.1 RIESGO COLECTIVO (JOINT VENTURES).

DEFINICION Y OBJETIVO.

Es una forma de asociación derivada del derecho inglés. Este vocablo no tiene acomodo como acepción jurídica en México, esta expresión suele traducirse de varias formas como: el riesgo colectivo, empresa colectiva, sociedad en participación o empresa común. (Joint: asociado, coparticipe, colectivo o mancomunado), (Venture: riesgo o aventura).

Su objetivo es crear una nueva entidad de negocios conjunta, entre dos o más socios y realizar un trabajo o proyecto conjunto entre dos o más sociedades. Las sociedades de Joint Venture se usan generalmente por socios extranjeros con la finalidad de hacer negocios en un país distinto al de su origen, cumpliendo para tal efecto con las leyes de este último. El Joint Venture funciona a través del denominado contrato de promesa de sociedad o asociación, en el que las partes celebran un acto jurídico mediante el cual se obligan a constituir una sociedad con inversión mixta, a participar en alguna de ellas, o bien a asociarse fijando reglas de trabajo conjunto.

Esto es, determinar la posibilidad de invertir en un nuevo negocio en el cual se comprometan dos o más empresas a asociarse legalmente. Para esto es muy importante la elección del socio o asociado (Ramo, mercado, tecnología, capacidad instalada, Estructura financiera), pues de eso depende gran parte el éxito de la empresa.

Para esto es necesario identificar oportunidades nuevos negocios, con propósitos de:

- a) Incursionar a nuevos mercados nacionales e internacionales, siendo estos últimos la meta principal.
- b) Colocar nuevos productos en el mercado actual y potencial.
- c) Consolidar y fortalecer posiciones.
- d) Lograr una mayor diversificación corporativa.
- e) Aplicar excedentes financieros.

- f) Aprovechar oportunidades.
- g) Adecuar estrategias de inversión y financiamiento.
- h) Aprovechar mercados o productos subexplotados.

PREMISAS BASICAS PARA LA IDENTIFICACION DE OPORTUNIDADES DE NUEVOS NEGOCIOS.

En capítulos anteriores se mencionó ya la importancia de analizar el ambiente externo de la inversión, sin embargo, es necesario hacer énfasis en el estudio de los siguientes puntos según el doctor Octavio Aguirre:

- Crecimiento demográfico.
- Preferencias.
- Ingreso per cápita.
- Consumo.
- Gasto público.
- Costo del dinero.
- Disponibilidad de divisas.
- Estado de los mercados internacionales.
- Marco legal, fiscal y laboral.
- Innovaciones tecnológicas.
- Necesidades.
- Poder adquisitivo.
- Ahorro.
- Actividad industrial.
- Inversión privada.
- Disponibilidad del crédito.
- Tipo de cambio.
- Participación de la competencia.
- Clima político.
- Problemática corporativa.

Cuando se decide participar en nuevos negocios mediante la adquisición o coinversión de empresas en marcha para aprovechar su desarrollo histórico, se evalúa el proyecto de participación mediante el análisis conjunto de los rubros básicos referidos a las perspectivas de los prospectos como son:

- Forma de organización de la empresa.
- Localización de medios productivos y comerciales.
- Productos que se fabricarán en el futuro.
- Productos de la competencia.
- Capacidad real de la planta.
- Ampliaciones necesarias.
- Proveedores.
- Contratos de asistencia técnica.
- Métodos y sistemas de producción.
- Mercado actual y potencial.
- Precio de los productos y tendencias.
- Integración del capital social.
- Política y estructura salarial.
- Marcas comerciales que se están usando.
- Productos sustitutos.
- Forma de utilización de la planta.
- Monto de las inversiones.
- Tecnología.
- Materias primas utilizadas.
- Controles de calidad.
- Competidores principales.
- Penetración futura esperada.

- f) Aprovechar oportunidades.
- g) Adecuar estrategias de inversión y financiamiento.
- h) Aprovechar mercados o productos subexplotados.

PREMISAS BASICAS PARA LA IDENTIFICACION DE OPORTUNIDADES DE NUEVOS NEGOCIOS.

En capitulos anteriores se mencionó ya la importancia de analizar el ambiente externo de la inversión, sin embargo, es necesario hacer énfasis en el estudio de los siguientes puntos segun el doctor Octavio Aguirre:

- Crecimiento demográfico.
- Preferencias.
- Ingreso per cápita.
- Consumo.
- Gasto público.
- Costo del dinero.
- Disponibilidad de divisas.
- Estado de los mercados internacionales.
- Marco legal, fiscal y laboral.
- Innovaciones tecnológicas.
- Necesidades.
- Poder adquisitivo.
- Ahorro.
- Actividad industrial.
- Inversión privada.
- Disponibilidad del crédito.
- Tipo de cambio.
- Participación de la competencia.
- Clima político.
- Problemática corporativa.

Cuando se decide participar en nuevos negocios mediante la adquisición o conversión de empresas en marcha para aprovechar su desarrollo histórico, se evalúa el proyecto de participación mediante el análisis conjunto de los rubros básicos referidos a las perspectivas de los prospectos como son:

- Forma de organización de la empresa.
- Localización de medios productivos y comerciales.
- Productos que se fabricarán en el futuro.
- Productos de la competencia.
- Capacidad real de la planta.
- Ampliaciones necesarias.
- Proveedores.
- Contratos de asistencia técnica.
- Métodos y sistemas de producción.
- Mercado actual y potencial.
- Precio de los productos y tendencias.
- Integración del capital social.
- Política y estructura salarial.
- Marcas comerciales que se están usando.
- Productos sustitutos.
- Forma de utilización de la planta.
- Monto de las Inversiones.
- Tecnología.
- Materias primas utilizadas.
- Controles de calidad.
- Competidores principales.
- Penetración futura esperada.

- Perspectivas de los competidores.
- Proyección de exportaciones.
- Formas de distribución.
- Publicidad y propaganda.
- Costos unitarios de venta.
- Generación de flujos de efectivo.
- Proyecciones financieras.
- Competencia de productos importados.
- Métodos y canales de comercialización.
- Políticas comerciales.
- Nivel de utilidades.
- Grado de apalancamiento operativo.
- Configuración de activos.

3.2 FUSIONES, ADQUISICIONES Y MEXICANIZACIONES

Las empresas pueden expandirse con recursos propios mediante las utilidades no distribuidas a los accionistas, las reservas de capital, etc., o bien puede crecer con recursos nuevos, mediante la obtención del financiamiento de terceros y/o por medio de la emisión de obligaciones o por un aumento de capital.

Otras de la formas de crecimiento de las empresas, es por medio de la combinación con otras entidades, lo que se logra con la adquisición y control de otras empresas en marcha; esta adquisición puede ser parcial o total, es decir, se puede recurrir a la fusión o adquisición de empresas. En los últimos años se han venido manejando un concepto relativamente novedoso que es la "mexicanización".

FUSIONES.

En los últimos años se han desarrollado un auge inusitado de fusiones de empresas en los ámbitos nacionales e internacionales, siendo la causa fundamental, el afrontar de mejor manera los vaivenes y complejidades que se presentan en el contexto de los negocios.

Definición.

El C.P. Gustavo Baz Gonzalez la define de la siguiente forma:

"Es la unión jurídica y material de dos o más empresas que complementadas entre sí, se disuelven sin llegar a liquidarse, subsistiendo una o naciendo otra, que deberá absorber a las disueltas en su totalidad a cambio de sus acciones".

De esta forma los motivos principales para la realización de fusiones entre las empresas son los siguientes:

- Para generar efectos sinérgicos.
- Por razones de economía a escala.
- Por cobertura de los riesgos a los cambios en los ciclos económicos.
- Para fortalecer la participación de los mercados.
- Para incrementar la generación de utilidades
- Para aumentar el valor del negocio.
- Para realizar una diversificación corporativa.
- Para reforzar la estructura financiera de la empresa.
- Para adquirir tecnología.
- Para adquirir imagen.
- Para adquirir recursos humanos.

De acuerdo con lo anterior es necesario establecer los factores claves para evaluar el proyecto de fusión. Los aspectos que implican mayor importancia en las fusiones de empresas son:

- La determinación del intercambio de acciones entre el fusionado y el fusionante.
- Los efectos de la fusión en cuanto a:
 - 1.- El costo ponderado de capital.
 - 2.- Las utilidades.
 - 3.- Los flujos de efectivo.
 - 4.- El valor de la empresa posterior a la fusión.
- Las implicaciones legales y fiscales.

Etapas de la fusión.

Son cuatro las etapas del proyecto de fusión.

1.- Búsqueda de candidatos:

En esta etapa primaria se define un perfil del candidato deseado para la fusión. Los rubros a considerar en el perfil son: sector y ramo de operación, situación actual en el mercado, tecnología utilizada, capacidad fabril instalada y estructura financiera.

Los lugares más adecuados en donde pueden ayudar para buscar candidatos a fusión pueden ser las casas de bolsa, las instituciones bancarias, y las empresas consultoras.

2.- Selección de candidatos.

En esta parte se analiza y evalúa minuciosamente a los candidatos que más se apegan al perfil definido. Asimismo se investigan los antecedentes históricos de los prospectos, sus principales ejecutivos, su situación financiera, productiva y de mercado.

3.- La negociación.

Una vez que se ha seleccionado el candidato, se procede a entablar las negociaciones, mismas que se centran en:

- Reparto de la empresa sobreviviente, fusionante.
- La integración del consejo de administración y
- El enfoque corporativo de la empresa fusionante.

4.- La formalización.

Se limita a la protocolización del convenio celebrado y el enterro de empleados, acreedores, proveedores, clientes, autoridades y público en general.

ADQUISICIONES

Las adquisiciones son referidas a las operaciones de compras de empresas. En este proceso deben evaluarse los factores claves, los mecanismos y el prospecto descriptivo de la compra de la entidad.

Los motivos principales para hacer adquisiciones de empresas son los siguientes:

- Aprovechar oportunidades.
- Aplicar excedentes.
- Adquirir negocios organizados.
- Adquirir imagen, tecnología y recursos humanos.
- Realizar diversificaciones corporativas.
- Fortalecer posiciones en el mercado.
- Consolidar estructuras.
- Incrementar el valor de la empresa

Factores claves a evaluar en el proyecto de adquisición de empresas.

- 1.- Precio de compra y
- 2.- Rentabilidad de la inversión realizada en la adquisición.

Determinación del precio de compra

Este se determina llevando a cabo la valuación de la empresa, aplicando los diversos criterios antes comentados.

La rentabilidad de la inversión.

Evaluar la rentabilidad de la inversión, es otro aspecto vital en el caso de adquisiciones de empresas, misma que dependerá de los cinco factores siguientes:

- 1.- Utilidades
- 2.- Flujos de efectivo.
- 3.- Plusvalía de activos.
- 4.- Revaluación corporativa:
 - Por crédito mercantil.
 - Por posición estratégica de la empresa.
 - Por fortalecimiento de deudas.
- 5.- Costos de oportunidad.

Mecanismos de adquisición.

Existen dos mecanismos para la adquisición de empresas, que son:

1.- Via subasta pública.

Cuando se vende una empresa a través de una subasta pública la parte vendedora pretende escuchar diversas propuestas, analizar y evaluar cada una de ellas, consolidar los planes y proyectos que tienen que tener los compradores potenciales en materia de:

- a) Enfoque corporativo
- b) Inversiones y reinversiones, y
- c) Administración y dirección.

Tratándose de este mecanismo, la parte oferente prepara un prospecto técnico, donde se describe objetivamente el perfil de la empresa que se está subastando, precisando también, el procedimiento a seguir por parte del interesado.

2.- Via transferencia directa.

Esta forma consiste en negociar y formalizar el traspaso de una empresa en marcha.

El prospecto descriptivo.

Este es un documento que se formula con fines informativos sobre la empresa que se pretende vender.

La información contenida en el prospecto es la siguiente:

1.- Información histórica. Se narra el nacimiento, evolución y situación actual de la empresa.

2.- Información corporativa. Se describen sus accionistas, ejecutivos, administradores y la forma en que está organizada la empresa.

3.- Información fabril. Se precisa las capacidades productivas de la empresa, el tipo de tecnología utilizada.

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 50

4.- Información mercadotécnica. Se especifica la posición actual en el mercado de la empresa, precisando su potencial y la penetración de la fuerza competitiva.

5.- Información financiera. Se detallan los resultados de los últimos años, su situación financiera actual, las proyecciones esperadas para los años subsecuentes bajo diversos escenarios.

6.- Información legislativa. Se comenta la situación legal, fiscal, judicial, y contractual en que se encuentra parcial e integralmente la empresa.

7.- Participación accionaria que se ofrece en venta. Se pone en claro el porcentaje del capital social que se ofrece.

8.- Precio de venta. Se señala el precio unitario por acción, especificando las bases técnicas que se tomaron como referencia para su definición.

9.- Condiciones de pago. Se define con claridad la forma de pago que se utilizará, para la liquidación de la operación.

10.- Motivos de apertura. Se exponen las diversas razones por las cuales se decide ofrecer la venta de la empresa.

11.- Fortalezas y debilidades. Se comentan los principales factores internos que se encuentran operando favorablemente y desfavorablemente.

12.- Oportunidades y amenazas. Se plantean los principales riesgos y oportunidades que circundan el ámbito externo de la empresa.

MEXICANIZACIONES

Es el proceso de transferencia de extranjeros a mexicanos de la propiedad mayoritaria de una empresa. La realización de mexicanizaciones de empresas ocurre cuando se presenta algunos de los siguientes motivos:

- Evasión de limitaciones legislativas para empresas no nacionales.
- Evasión de la dependencia de la casa matriz (en dado caso).
- Realización de cambios radicales en las estructuras corporativas.

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 51

- Proposiciones atractivas por parte de accionistas mexicanos para adquirir la empresa, obteniéndose primas significativas sobre el valor de la misma.

La formalización de una mexicanización.

Existen dos formas para formalizar la transferencia del capital de una empresa extranjera a accionistas mexicanos.

1.- Si se desea invertir en una empresa abierta.

Se realiza la transferencia por medio de la Bolsa Mexicana de Valores, realizando una emisión pública de acciones, previa solicitud y autorización de las gobierno mexicano.

2.- Si se desea invertir en una empresa cerrada.

Se solicita permiso por parte de las autoridades , y se hace la transferencia del capital de accionistas foráneos a accionistas nacionales.

Los factores claves a evaluar en el proyecto de mexicanización.

- 1.- Definición del precio de compra / venta.
- 2.- Rentabilidad futura de la inversión realizada.

3.3 INTERCAMBIOS (SWAPS).

Definición.

Es un acuerdo entre dos partes que se comprometen a realizar un intercambio de flujos de efectivo en el futuro, en función de divisas, tasas de interés, cartera vencida, capitalización, mercancías, etc. En el convenio debe aclararse el tipo de moneda que se usará, las tasas de interés que se utilizarán, el tiempo estimado para realizar las operaciones y algunas otras cláusulas que se quieran adherir al contrato.

Para entender en que consisten los swaps es conveniente analizar los diferentes usos que se le dan a estas herramientas, que se pueden clasificar en:

Swaps de cartera

Constituyen un mero intercambio de cartera a cargo de un cliente por cartera a cargo de otro. Como normalmente las probabilidades de cobro a un cliente son distintas de las de cobro a otro, bien por las condiciones de cada empresa o del país en que se encuentran, la transacción se hace mediante arreglos de índole variable y puede ser desde 1 x 1 más cierto monto en efectivo, hasta 1 x 2, o 2 x 1, etc.

Este intercambio es común entre bancos deseosos de deshacerse de cartera a cargo de clientes en países extranjeros con problemas de pago de deuda externa, a cambio de cartera a cargo de empresas de otros países más saludables económicamente y, de ser posible, del propio país en que tienen su base de operación y donde no habrá necesidad de flujos al extranjero en caso de arreglo. Para estos casos, el valor asignado en un momento dado por los bancos nacionales al papel del país es comparado contra el asignado al papel del otro, para definir los términos de intercambio.

En México surgieron en los 80's los Ficorca-swaps, por los cuales el banco acreedor negociaba con la empresa deudora que ésta liquidara a una filial del banco, con acceso a operaciones en pesos, el saldo insóluto a Ficorca menos un descuento acordado, de tal forma que la empresa quedaba liberada de sus obligaciones, las que quedaban ahora a cargo de la filial del banco, como deudor sustituto. Esta filial del banco usa los pesos para otorgar créditos y va liquidando a Ficorca el crédito inicial de acuerdo con sus condiciones, sin modificación. Ficorca a su vez, continúa liquidando el adeudo en dólares al banco extranjero. La ventaja consiste en tener acceso a pesos baratos, que se pueden prestar a tasas de mercado más altas.

Swaps cambiarios.

Son tal vez los más comunes y consisten en cambiar temporalmente moneda de un país por moneda de otro. Al final del plazo acordado, el intercambio se revierte. Otra forma de verlo es como la combinación de una operación en efectivo y otra adelantado inversa, concertadas juntas. Como puede deducirse, es una herramienta para no incurrir en riesgo cambiario.

Las posiciones largas de divisas en bancos, para evitar el riesgo cambiario, suele manejarse con swap. Se compra la divisa y se deposita en cuenta de corresponsales, pero se vende adelantado. Lo mismo haría una empresa obligada a hacer un depósito temporal en una moneda no muy sólida.

Es muy importante tener en cuenta que los swaps cambiarios que se han analizado tenían la intención de aprovechar alternativas de inversión en otra moneda, sin riesgo cambiario. Ahora veremos

cómo el mecanismo de swap se usa también para cambiar de tasa de interés en préstamos, de una moneda a otra. Consecuentemente, los swaps cambiarios permiten a sus adquirentes cambiarse temporalmente a las tasas de la otra moneda, bien para inversiones o bien para préstamos.

Esta son las etapas de un swap cambiario relativo a préstamos:

- 1.- Se obtiene un préstamo en una moneda que no es la que se requiere para los desembolsos, pero que por situaciones del mercado era más fácil obtener.
- 2.- Se da en depósito (inversión) la moneda obtenida, a cambio de un préstamo en la moneda requerida (swap).
- 3.- Se recibe el préstamo en la moneda requerida y se procede con los desembolsos.
- 4.- Al vencer el plazo, se liquida el préstamo en la moneda usada y con la inversión liberada se paga el préstamo originalmente obtenido

Con este tipo de swap la empresa no incurre en el riesgo cambiario en el que caería si cambia la moneda obtenida por la suya en el mercado en efectivo. Obsérvese que para el swap puede omitirse el punto número uno y suponer que ya contaba con la moneda por invertir.

Vayamos a otras aplicaciones de estos swaps:

- 1.- Para obtener temporalmente fondos de una moneda con otra, cubriendo el riesgo de fluctuación cambiaria y cambiando el riesgo de fluctuación cambiaria y cambiando el riesgo de la tasa de interés, de la moneda entregada, a la recibida para las operaciones. Así, si la tasa en esta última moneda sube o baja sus efectos pueden repercutirse en los precios.
- 2.- Para cambiar los vencimiento de un contrato adelantado no vencido.
 - a) Por modificación de las fechas de cobro o pago.
 - b) Para alargar el plazo de cobertura (renovación).
- 3.- Los bancos cubren con operaciones en efectivo y swap, las operaciones adelantadas que realizan con sus clientes.

Operaciones similares.

Préstamos paralelos. Una empresa norteamericana acuerda con una alemana abastecer de fondos domésticos a sus respectivas subsidiarias, la estadounidense en Alemania y la alemana en EUA. La empresa norteamericana presta dólares a la subsidiaria alemana y la empresa alemana presta marcos a la subsidiaria norteamericana, ambas operaciones a tasas de mercado en cada país.

En efectivo a Crédito. Esta operación suele confundirse con un swap, pero no lo es. Por ser operación en efectivo, cubre un riesgo cambiario existente, poniendo el riesgo de fluctuación en la tasa de interés en la moneda propia.

Swaps de tasa de interés.

Este swap persigue el cambio de las a que está sujeto un préstamo, de flotante a fija o viceversa, por un cierto periodo. El banco, por decirlo así, se pone en medio de uno de sus clientes que, por sus expectativas, tiene deuda a tasa flotante y prefiere tenerla a tasa fija, y otro que tiene acceso a tasa fija y prefiere flotante, ayudándoles a intercambiar tasas.

Forward Rate Agreement (FRA).

Es otro mecanismo para intercambiar riesgos de intereses de corto plazo por un plazo determinado que se financiará en una fecha futura. El comprador asegura para su siguiente renovación una tasa de interés, basada en la tasa libor que se produce al celebrar la operación de FRA y el vendedor va con la tasa flotante.

La prima o precio del contrato suele negociarse aparte y es muy cercana al costo de cobertura en el mercado de futuros de eurodólares, ya que ambos mecanismos de cobertura son muy similares.

Swaps de deuda por capital.

Como su nombre lo indica, representan el cambio de un pasivo de la empresa por una participación en el capital de la misma, en los términos negociados por las partes. El cambio puede ser directo, o sea, considerar el pasivo como una aportación o aumento de capital, pero también puede hacerse con procedimientos más sofisticados. Obviamente es común verlos en los casos de empresas que no pueden hacer frente a sus altos pasivos y el acreedor acepta el swap, participando ya como accionista.

El gobierno mexicano, que buscaba ayudar a las empresas mexicanas altamente endeudadas en moneda extranjera, a la vez que reducir la salida de divisas y cambiar deuda pública externa por deuda interna, implantó un programa de swaps, de deuda por capital, en julio de 1986. Estas operaciones han estado suspendidas desde el inicio del Pacto de Solidaridad Económica, pero podrían reiniciarse en cualquier momento que las autoridades mexicanas lo consideren adecuado.

3.4 EMISIONES DE DEUDA

LAS OBLIGACIONES.

Definición.

Una obligación es una deuda pública contratada en forma colectiva por una empresa o dependencia gubernamental. El comprador de la obligación obtiene pagos periódicos de interés, normalmente trimestrales, y recibe en efectivo el valor nominal de la obligación en la fecha de vencimiento de la misma.

- Es una deuda ya que la empresa, a cuyo cargo están las obligaciones emitidas, ha recibido dinero en calidad de préstamo. La empresa se ha comprometido a regresar el importe recibido como crédito, en alguna fecha determinada y pagar cierta tasa de interés por el uso de ese dinero. Los pagos de intereses usualmente son trimestrales.

- El compromiso de pago y la operación de crédito son públicos, ya que la empresa emisora de las obligaciones está registrada en bolsa. Por tanto una buena parte de las acciones de la empresa se encuentran en muchas manos, normalmente miles de manos. Precisamente por estar registrada en bolsa, la empresa tiene acceso a este mercado de crédito. Únicamente las empresas registradas en bolsa pueden emitir obligaciones (Recientemente se autorizaron excepciones. Sin embargo, aun a pesar de las nuevas reglas este concepto, las empresas interesadas deben satisfacer una serie de requisitos equiparables en gran medida, a una inscripción normal en bolsa). Es una operación de crédito colectiva. Si bien el deudor es uno solo, la empresa emisora de las obligaciones, los acreedores son cientos o miles de personas, tanto físicas como morales.

Ventajas de la emisión de obligaciones.

Para una empresa existen una serie de razones por las cuales elige financiarse con la emisión de obligaciones, en vez de utilizar los créditos bancarios.

1.- Facilidad en la obtención de los recursos solicitados.

Bajo condiciones normales, es mucho más fácil conseguir un crédito de varias centenas de millones de pesos por parte de cientos o miles de personas, que conseguirlo de una sola, así se trate de un banco.

2.- El plazo y la denominación del crédito.

Nunca ha sido fácil conseguir créditos a largo plazo para las empresas. La razón es simple: a medida que se amplíe el plazo de pago de un crédito, el riesgo es mayor.

Un elemento que es excesivamente importante en nuestra economía es la denominación de los créditos. Las empresas medianas y grandes tiene acceso, dentro de ciertas circunstancias, a créditos a largo plazo en monedas extranjeras, principalmente en dólares americanos. No obstante, en igualdad de circunstancias, la mayor parte de las empresas preferirían un crédito a largo plazo en moneda nacional. En el corto plazo puede suceder lo contrario, particularmente cuando el diferencial de tasas pesos / dólares es muy grande (a favor de los crédito en dólares) y el riesgo de devaluación de la moneda nacional frente al dólar no se considere ni grande , ni sustancial en caso de presentarse.

Los recursos a largo plazo que obtiene una empresa a través de la emisión de obligaciones son pagaderas en pesos. Este punto, tal y como ya se dijo, es de excesiva importancia para la empresa colocadora de obligaciones.

3.- El relativamente bajo costo de los recursos obtenidos a través de emisión de obligaciones.

En el caso de que una empresa obtenga un crédito bancario a largo plazo, distinto de los manejados a través de fideicomisos del gobierno federal con fines de fomento, el costo del mismo será, en condiciones normales, superior al costo de los créditos a corto plazo.

El costo típico, para una empresa, de los fondos obtenidos por medio de obligaciones, usualmente ha sido similar (e inclusive menor) al costo integral real de los créditos bancarios a corto plazo.

El porqué del punto anterior es simple. Desde 1980 a la fecha, la tasa de interés que pagan las nuevas emisiones de obligaciones, además de ser revisable cada mes, es determinado en relación a las tasas de interés pasivas, normalmente sobre el rendimiento más alto de entre los distintos plazos, hasta de una año, pagan los certificados de depósito bancario (incluyendo para este propósito, el rendimiento de los Cetes). Una vez determinado el plazo más alto, la sobretasa se fija usualmente como un porcentaje adicional, que normalmente no es muy alto.

En resumen, si se efectúa todos los cálculos necesarios (que no son muchos) para determinar el costo neto real de un crédito vía emisión de obligaciones, y se compara contra el costo real de una crédito bancario a plazo típico, por ejemplo, de seis meses, una vez considerando el cobro de intereses por anticipado (en los casos en que se presenta), más la reciprocidad correspondiente, más la comisión de apertura y/o de renovación respectivas, nos encontraremos que usualmente es más bajo el costo promedio de financiarse, a largo plazo, vía emisión de obligaciones que a través de créditos bancarios.

4.- La ausencia de garantías para conseguir recursos a largo plazo.

Como se mencionó anteriormente, mientras más largo sea el plazo de un crédito, normalmente aumenta el riesgo de recuperar los recursos prestados. Por esta razón es costumbre habitual en los créditos bancarios a largo plazo, con algunas excepciones, que se graven activos fijos del negocio como garantía de pago del crédito. Esta práctica es muy sana desde el punto de vista del banco.

En el caso de las obligaciones, excepto las hipotecarias, las empresas no comprometen ningún activo. Esto constituye un atractivo muy fuerte para las empresas. De esta forma, al tener sus activos fijo "limpios" de gravámenes sobre ellos, están disponibles los mismos para utilizarse a futuro como garantía de algún otro crédito a largo plazo en el cual sea requisito indispensable hacerlo.

Sin embargo, por la falta de garantías específicas en las obligaciones quirografarias, la práctica común es la imposición de restricciones a la estructura financiera, a la liquidez de la empresa emisora y al no gravamen de cierta proporción de activos en relación a la deuda sin garantía específica.

Las restricciones de estructura financiera se refieren a los límites de apalancamiento máximo permitidos mientras la amortización total no se haya efectuado; los casos típicos de relación máxima de pasivo total a capital contable permitida oscilan alrededor de 1.3 veces a 1.

Las restricciones de liquidez se refieren a la proporción mínima que debe guardar el activo circulante en relación al pasivo circulante.

Por último, la otra restricción, que usualmente se incluye dentro de la mayor parte de las emisiones de obligaciones quirografarias, se refiere a la relación mínima que deberán guardar los activos no dados en garantías contra pasivos no garantizados.

En caso de incumplimiento en alguna de las restricciones, el representante común de los obligacionistas es el responsable, ante el resto de los obligacionistas, de negociar ante el emisor nuevos términos de la propia emisión. En el extremo de los casos, de no regularizarse el cumplimiento de la restricción financiera, se puede, en la cláusula típica en todos los prospectos de emisión, exigir el pago total y anticipado de la emisión.

Clasificación de las obligaciones.

Existen tres clases de obligaciones:

1.- Obligaciones quirografarias.

El nombre es muy descriptivo de la principal característica de este tipo de obligaciones: únicamente están respaldadas con la firma de la empresa que las emite. No existe garantía específica para su pago en caso de liquidación de la empresa emisora.

En el caso poco común de liquidación de una sociedad con obligaciones quirografarias sin amortizar, los tenedores de éstas, muy probablemente no rescatarían el total de su inversión.

La falta de garantías específicas para el pago de obligaciones quirografarias en caso de liquidación de la empresa emisora es sumamente importante en caso de que se presente. Únicamente se presentaría si la empresa emisora empezara a incurrir en pérdidas y éstas se repitieran año tras año. Muy difícilmente sería un caso que se presentara repentinamente, a no ser de que se tratara de quiebra fortuita.

Mientras una empresa marche bien en sus resultados, la falta de garantías específicas para sus obligaciones quirografarias pendientes de amortizarse, es prácticamente irrelevante. Como ya se mencionó previamente, cuando no se tiene confianza en la buena marcha de una empresa y/o en su futuro, no se le debe considerar sujeto de crédito, con o sin garantías específicas de sus créditos.

2.- Obligaciones hipotecarias.

Este tipo de obligaciones están respaldadas tal como su nombre lo indica, con garantía hipotecaria. En consecuencia, en caso de liquidación de la empresa emisora, los tenedores de este tipo de obligaciones tienen alta prioridad en el concurso de acreedores, ya que, el reembolso de su adeudo provendrá en tal caso, de la venta de los activos fijos gravados con tal propósito. Con el fin de tener un amplio margen de protección para los obligacionistas, una práctica común es que el valor de los activos hipotecados a favor de los obligacionistas no sea inferior al 120 o al 125% del valor total de las obligaciones pendientes de amortizarse en un momento dado.

3.- Obligaciones convertibles.

En el año de 1980 se lanzó públicamente en México la primera emisión de obligaciones convertibles en acciones. Existen infinidad de tipos de obligaciones convertibles en acciones. Calculando todas las combinaciones posibles entre condiciones para la inversión y el tiempo del ejercicio de derecho, se obtiene un número ilimitado de diferentes tipos de obligaciones convertibles. Por lo mismo, con el fin de evaluar las ventajas y desventajas de una obligación convertible en acciones, únicamente se puede hacer caso por caso.

Sin embargo en forma general existen una serie de comentarios válidos que pueden hacerse:

- Es falso considerar de "gratis" las acciones que se obtienen a cambio de las obligaciones cuando se ejercita el derecho de la conversión. En el mundo de los negocios casi nunca se obtiene algo a cambio de nada. La posible ventaja financiera al ejercitar el derecho a la conversión de las obligaciones en acciones debe considerarse parte integrante del paquete, al momento de contemplar una decisión de compra/venta de obligaciones convertibles.

- Es igualmente falso considerar que, con las obligaciones convertibles se tiene una mejor combinación posible de seguridad y apreciación de capital. Por razones que se comentan más adelante, ninguno de esos dos factores necesariamente se dan en una época de alta inflación y con tendencia al alza.

- A medida que están próximas a cumplirse las condiciones bajo las cuales las obligaciones se convertirán en acciones, bien sea total o parcialmente, el precio de las mismas tenderá a subir en la proporción necesaria para reflejar el beneficio de la conversión. Esto sólo ocurrirá cuando haya un beneficio evidente en la conversión. En el peor de los casos, la cercanía a las

condiciones de conversión dará firmeza a los precios y una fuerte protección contra presiones a la baja, en caso de existir aquellas en ese momento, en el precio de las obligaciones.

- Al considerar la posibilidad de compra de una obligación convertible, el factor vital es el atractivo de la acción de la misma empresa. Es indispensable analizar la empresa en sí y sus perspectivas. Si no se comprara la acción de la empresa en cuestión directamente, tampoco debe comprar el derecho de, eventualmente, adquirir la acción indirectamente.

Generales.

La base para el pago de intereses de las obligaciones es el valor nominal de las mismas. En pocas ocasiones las obligaciones se negocian en el mercado secundario a valor nominal. Una obligación cuyo precio en el mercado se encuentre a un precio mayor que el nominal, se dice que está sobre la par o negociándose con prima. Por el contrario, una obligación cuyo precio de mercado sea inferior al valor nominal, se dice que está bajo la par que está negociándose con descuento. La expresión par significa en este caso, valor nominal.

El precio de mercado de una obligación puede ser diferente del valor nominal por muchas razones. El rendimiento de una obligación es el que el mercado fija a través del precio de la misma obligación en el mercado. Puesto que normalmente el valor nominal y el valor en pesos de los pagos trimestrales de intereses son fijos, el valor del mercado de la obligación se ajusta al precio necesario para producir el rendimiento requerido. Por ello, una obligación se vende sobre la par cuando su tasa de interés es mayor que la tasa de interés del mercado de obligaciones en ese momento. El caso contrario también es correcto. Si la tasa de interés de una obligación es inferior a la tasa de interés del mercado de obligaciones en un momento determinado, el precio de mercado de la obligación será bajo la par.

Existe la creencia popular que invertir en obligaciones con rendimiento fijo, es decir no revisable periódicamente, es una decisión conservadora. Probablemente la creencia tenga sus bases en la época, ya un tanto lejana, en que la inflación era muy moderada y las tasas de interés experimentaban cambios poco frecuentes y esos cambios eran poco significativos. Y efectivamente, en esas circunstancias los precios de las obligaciones eran altamente estables. En esas condiciones, había una alta probabilidad de vender las obligaciones en el mercado secundario cuando hubiera necesidad de rescatar la inversión, sin grandes cambios en comparación al precio de adquisición. Por lo mismo, era altamente improbable incurrir en pérdidas importantes en la venta de obligaciones. Adicionalmente, durante el tiempo que se mantenía la posición de las obligaciones, obtenía el beneficio de ganar intereses superiores tanto a los bancarios como a los de mercado de dinero. Todos estos elementos

juntos hacían de la inversión en obligaciones, a tasa fija, una inversión de alta seguridad, por tanto conservadora.

Las circunstancias monetarias actuales son muy distintas de las que prevalecían en la época aludida en el párrafo anterior. Los cambios sustanciales y frecuentes en las tasas de interés han afectado en forma considerable el mercado de obligaciones, con resultados muchas veces negativos. Es importante mencionar que el tener tasas de interés flotantes o variables, revisables con frecuencia (mensual o trimestralmente), es indispensable en el México de hoy, ya que gracias a éstas, se ha logrado estabilizar el mercados de obligaciones.

Las altas tasas de inflación que ha venido experimentando nuestra economía desde principios de los '70, le han impuesto una volatilidad muy grande a los precios de las obligaciones en el mercado secundario. Más por otra parte como un beneficio, dentro del perjuicio que tasas descomunales de inflación acarrearán a los diversos mercados financieros, y ante la presión de ese gran problema, se introdujo a nuestro país, en 1980, el concepto de las obligaciones con tasa de interés revisable periódicamente. Por otra parte en los mercados europeos particularmente en el londinense las obligaciones con tasa de interés revisable son conocidas como FLOATING RATES NOTES.

En realidad, de una manera análoga a la experiencia del mercado accionario, nuestro mercado de obligaciones está aún en sus inicios, aunque en la práctica ya lleva algunas décadas. En la medida que la percepción colectiva, tanto de los inversionistas como de los emisores, evolucione, este mercado presenta un futuro de un crecimiento espectacular, en el cual todos los sectores de la economía involucrados serán receptores de los beneficios inherentes.

PAGARES A TASA FLOTANTE (FLOATING RATE NOTES).

Los floating rate notes, son pagarés emitidos a una tasa de interés que se revisa periódicamente.

La emisión de estos títulos se realiza bajo el esquema siguiente:

- | | |
|-----------------------------|---|
| - Mercados principales: | EUA, Europa. |
| - Plazos de emisión: | Largo plazo (más de tres años). |
| - Montos emitidos: | Altos montos. |
| - Tipo de moneda utilizada: | Dólares, euromonedas. |
| - Tasa de Interés base: | Generalmente tasa LIBOR. |
| - Revisión de tasas: | Según acuerdo entre emisor y colocador. |

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 62

Los principales motivos por los que las empresas recurren a este instrumento de financiamiento son las siguientes.

- Posibilidad de obtener importantes montos de financiamiento.
- Oportunidad de aprovechar fluctuaciones en tasas de interés y en tipos de cambio.
- Oportunidad de aprovechar un costo de financiamiento inferior al reportado por otras fuentes

La mecánica operativa para realizar una emisión de floating rate notes consta de seis fases:

- 1.- Permiso por parte de las autoridades mexicanas.
- 2.- Permiso por parte de las autoridades del mercado donde se realizará la emisión.
- 3.- Contratación de la institución colocadora.
- 4.- Desarrollo del estudio técnico de factibilidad.
- 5.- Realización de la oferta pública.
- 6.- Seguimiento y apoyo a los títulos emitidos.

Factores clave a evaluar

Tres aspectos marcan la conveniencia o inconveniencia de realizar una emisión de floating rate notes:

- 1.- Comportamiento de las tasas de interés vigentes a la emisión.
- 2.- Comportamiento del tipo de cambio de la moneda en que se hace la emisión.
- 3.- Cobertura de los riesgos inherentes a el alza en tasa de interés y devaluaciones.

Al evaluar técnicamente este proyecto, se toma como referencia para la decisión de emisión, el comportamiento de tres indicadores macroeconómicos de los países donde se proyecta llevar a cabo la emisión, los cuales se describen a continuación:

- a) Monto de los déficits fiscales y comerciales.
- b) Nivel de la actividad económica.
- c) Perspectivas inflacionarias.

BONO CUPON CERO (CUPON ZERO).

Definición.

Es un instrumento financiero que le permite al empresario cuyos adeudos se encuentran vencidos con una institución de crédito, reestructurarlos a largo plazo a través de la aportación de un 20% o 30% de su importe, pagando durante la vigencia del crédito únicamente los intereses en forma trimestral o mensual. De esta manera, se garantiza al banco que participe en este programa, el pago del capital de un préstamo reestructurado en una sola exhibición y al final del plazo convenido.

Objetivos.

- Proporcionar una solución integral al problema de cartera vencida de las empresas.
- Mantener un compromiso por parte de la Banca Múltiple de apoyar a la reestructuración financiera de la planta productiva con problema de liquidez.
- Establecer una equidad y transparencia para las instituciones de crédito de Banca Múltiple en la solución de cartera vencida.
- Coadyuvar a la estructura financiera sólida, rentable y preparada para el sano crecimiento y competitividad ante los tratados comerciales internacionales.

Características en México del Bono Cupón Cero.

Con este programa la Banca reestructuró el saldo insoluto del adeudo principal más los intereses ordinarios capitalizados, realizando una quita de la sobretasa moratoria a aquellos acreditados en cartera vencida.

Los sujetos que podían participar en este programa de reestructuración de pasivos son las empresas micro, pequeñas y medianas que se encuentran en cartera vencida con la Banca Comercial al 31 de marzo de 1994, además de que demuestren su viabilidad a largo plazo. Este programa estuvo vigente hasta el 13 de octubre de 1994. En cuanto a la participación del empresario y de la banca se puede decir que es totalmente voluntaria, ya que este programa puede ser complementario a otros programas de reestructuración de pasivos que tenga cada banco.

El monto de la reestructura se compone del saldo insoluto del principal más los intereses ordinarios capitalizados, realizando una quita de la sobretasa moratoria.

El plazo que se maneja para este programa podrá ser de 12 o 16 años. El empresario se obliga a comprar un Bono Cupón Cero y dependiendo del plazo que elija, tendrá que pagar el Valor Presente (30%) del monto a reestructurar si opta por hacerlo a 12 años; Si el plazo fuera de 16 años pagaría el 20% como valor presente. La banca podrá financiar hasta el 50% del Bono Cupón Cero, y este financiamiento se incrementaría al monto determinado originalmente.

El empresario acreditado pagará durante el plazo de vigencia del crédito (12 ó 16 años) sólo los intereses en forma trimestral o mensual, que será a elección del banco de acuerdo a las características del acreditado. La tasa de Interés aplicable en estos créditos reestructurados será fija y variable: la tasa fija para créditos a 12 años es del 14% y para créditos a 16 años del 14.25%; la tasa variable se calculará sobre la tasa líder (la mayor entre CPP y TIIP) más 2.5 puntos. Las proporciones de tasa fija vs. tasa variable se modificarán trimestralmente de acuerdo al valor ajustado en el Bono Cupón Cero obtenido por el acreditado y que garantiza el crédito.

Con este programa los empresarios tendrán la opción de recomprar su deuda (saldo) a los 5 años. También se podrá requerir el otorgar garantías adicionales, cuando las originales del crédito no alcancen a cubrir satisfactoriamente el importe a reestructurar. El capital se pagará en una sola exhibición al vencimiento con los recursos provenientes de la liquidación del Bono Cupón Cero.

La garantía de este instrumento financiero se basa en que es emitido por NAFIN para su adquisición por el acreditado. Cada banco podrá negociar las garantías que establezcan sus políticas internas. Cabe añadir a esto, que el acreditado no podrá contratar nuevos pasivos sin la autorización por escrito del banco.

3.5 EMISIONES DE CAPITAL

Oferta Pública de Capital.

Generalidades.

Oferta pública de Capital o de acciones o colocaciones son los nombres que recibe el proceso de poner en manos del público acciones (o algún otro tipo de valor) de nueva emisión o de acciones previamente en posesión de una persona o grupo de personas

La emisión de acciones en México ha sido muy raquítica, debido principalmente a las situaciones siguientes:

- Contracción económica, reflejándose en la suspensión o posposición de nuevos proyectos de inversión.
- Bajos niveles de precio en las cotizaciones de las acciones en el mercado de valores.
- Resistencia por parte de los accionistas mayoritarios y la apertura pública de capital de sus empresas.
- Limitada promoción relativa a las bondades que implica utilizar esta fuente de financiamiento.
- Poco apoyo y desarrollo de adaptaciones de los instrumentos para empresas integradoras y uniones de crédito.

Partes que intervienen en la emisión de acciones.

En una colocación pública de acciones intervienen cinco partes:

- 1.- La empresa. Parte de cuyas acciones serán objeto de venta pública
- 2.- El vendedor. De las acciones, puede ser la propia empresa (cuando se trata de una oferta pública), o uno de sus principales accionistas o grupo de ellos (en caso de una oferta secundaria).
- 3.- Las autoridades bursátiles. Las empresas cuando sus accionistas van a ser objeto de venta pública, especialmente cuando se trata de una empresa cuyas acciones no se negociaban anteriormente en bolsa, son requeridas a proporcionar información financiera completa de los últimos años. Dicha información, se refiere básicamente a la composición de los recursos de la empresa, la composición de sus ingresos y sus costos, la composición de los accionistas, el historial de resultados, descripción de sus mercados y participación en ellos mencionando a los competidores, proyección de resultados para los próximos años, etc.

La apertura completa de información es un requisito indispensable que exige la Comisión Nacional de Valores (CNV) cumpliendo con una de sus funciones. El objetivo principal de esa práctica es la de proteger a los inversionistas de operaciones fraudulentas. La

aprobación de la venta pública de una acción (o cualquier otro tipo de valor) por la CNV no es garantía de utilidades o protección contra pérdidas a futuro. La responsabilidad de la CNV en este sentido simplemente es evitar, como mecanismo adicional, la venta pública de acciones de empresas en bancarrota o algún otro tipo de casos extremos.

La Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (BMV), en el caso de México, es otro organismo que participa en una oferta pública de acciones. Las funciones que desempeña, en este sentido, son similares a las de la CNV.

4.- El intermediario. La operación de colocación pública de acciones es promovida, estructurada, negociada, coordinada y ejecutada por el banquero de inversión (casa de bolsa). La labor de estos profesionistas es de suma importancia en el desarrollo de un mercado de valores. De su habilidad, seriedad y profesionalismo depende el qué, el cómo, el cuándo, y el a cuánto respecto a los valores emitidos. Su habilidad principal consiste en contar con una sensibilidad muy desarrollada para percibir las necesidades del mercado en todo momento con el fin de satisfacerlas al máximo con los recursos a su disposición.

5.- Los compradores (inversionistas). Son los cientos o miles de personas adquirentes de las acciones ofrecidas públicamente. Es requisito de ley poner a disposición pública y distribuir gratuitamente a solicitud, información financiera y de tipo general relacionada con la empresa cuyas acciones se ofrecen a la venta en forma pública. Dicha información está contenida en un folleto conocido como prospecto. Es recomendable, para todas las personas con interés en adquirir acciones a través de una oferta primaria, obtener un ejemplar para consulta y como base de análisis para evaluar las perspectivas a futuro de la empresa en consideración.

No es posible generalizar las bondades o los riesgos de una colocación de acciones. Cada caso es diferente a cualquier otro. Sin embargo probablemente la única recomendación que puede tener carácter general es la siguiente:

Tome su decisión sobre una base independiente. Esto es, olvídense que las acciones cuya compra contempla, se ofrecen a la venta públicamente. Si el precio de colocación al que se ofrecen las acciones es una precio al que, de ser fijado por la fuerzas libres del mercado (oferta y demanda), usted consideraría como única oportunidad de compra atractiva, ¡adelante!. Probablemente la cualidad más importante de los mercados públicos es la libertad de decidir, lo que de acuerdo con las percepciones propias, aparente ser la mejor alternativa.

Premisas fundamentales a considerar al realizar una emisión de acciones.

Las premisas fundamentales que se deben considerar son las siguientes:

- 1.- Objetivos de la emisión de acciones.
- 2.- Requisitos implícitos de una emisión de acciones.
- 3.- Los tipos y formas de emisión.
- 4.- Factores claves a evaluar (monto, momento, costo, precio, y forma).

1.- Objetivos de la emisión de acciones.

Básicamente son tres : Disminuir costos financieros, captar significativos montos de financiamiento y lograr una mayor diversificación en la estructura financiera de la empresa.

2.- Requisitos implícitos de una emisión de acciones.

Los requisitos básicos son referidos a:

- La solicitud de autorización de la emisión.
- La inscripción de los valores en el Registro Nacional de Valores.
- El compromiso de reportar trimestralmente información analítica de las actividades de la empresa.
- El pago de cuotas.

3.- Los tipos y formas de emisión.

Se comentó que existen tres tipos de emisión: primarias, secundarias y mixtas. Respecto al destino de los fondos captados en la emisión, en el primer tipo, los fondos ingresan a la empresa, en el segundo ingresan los fondos captados al accionista y en el tercero los fondos ingresan parcialmente a ambas partes. Respecto a la forma de emisión, generalmente se realizan estas en firme o al mayor esfuerzo. En el primer caso, el Intermediario colocador se encarga de realizar la emisión, asumiendo todos los riesgos, no así en la segunda forma.

4.- Factores clave a evaluar.

En el proyecto de emisión de acciones, los factores que se evalúan, es decir los rubros que indicarán la conveniencia de emitir son los siguientes:

Monto.

Este queda definido por:

- a) El requerimiento financiero de la empresa.
- b) El porcentaje de capital social que se desea vender.
- c) La capacidad de abastecimiento del mercado.

El momento.

El momento oportuno para emitir acciones, queda determinado por situaciones internas de la empresa y por condiciones existentes en el mercado de valores

Situaciones internas.

- Penetración en el mercado.
- Planes y proyectos de inversión.
- Necesidad financiera.

Situaciones externas.

- Actividad económica general.
- Costo de otras alternativas de financiamiento
- Nivel de múltiplos existentes en el mercado.

Costo.

Para una emisión primaria. Los principales elementos del costo son:

- Cuotas.
- Comisiones.
- Costo del estudio técnico.
- Costos de oportunidad inherentes a la emisión.

Los efectos que se tienen para la empresa por una emisión primaria es la siguiente:

- Más activos.

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 69

- Los pasivos se mantienen igual (lo cual es una ventaja, por los costos financieros).
- Se incrementa el capital contable.
- Más utilidades.
- Más flujos de efectivo.
- Aumenta el valor de la empresa.
- La rentabilidad corporativa disminuye o se incrementa.
- La participación de los accionistas originales disminuye.

El costo para el accionista queda representado por el importe neto de las utilidades, de la plusvalía del capital y del valor de los activos intangibles trasladados a los nuevos accionistas participantes en la emisión.

Para una emisión secundaria. Los costos básicos son:

- Cuotas.
- Comisiones de colocación.
- Costo de los estudios técnicos de factibilidad.
- Costo de oportunidad, representado por la diferencia entre productividad financiera del monto captado y la tasa de rentabilidad integral que se deja de ganar, por el porcentaje del capital social emitido.

Los costos anteriores conciernen al accionista, no a la empresa. Los efectos corporativos para la empresa en una emisión secundaria son nulos.

Precio.

Es importante la fijación del precio de emisión, ya que este se refleja en el porcentaje del capital social que se va a vender. El precio de la emisión se fija considerando:

- Los múltiplos precio/utilidad y precio/valor contable generales del mercado.
- Los mismos múltiplos del sector a que pertenece la empresa.
- Los múltiplos de la empresas similares.
- Las utilidades estimadas de la emisora.
- Los mercados y riesgos de la empresa.
- Los planes y proyectos corporativos.

Forma.

Se analizan las diversas alternativas de emisión y se elige la forma que aporte mejores beneficios a la emisora.

Las ventajas de la emisión de acciones.

- Posibilidades de obtener significativos montos de financiamiento.
- Oportunidades de obtener sustanciales primas en la colocación
- Alternativa de diversificar la composición de la estructura financiera de la empresa
- Posibilidad de disminuir los costos integrales del capital.
- Oportunidad de aprovechar ventajas e incentivos fiscales.

El prospecto de la emisión.

Este documento se elabora con el fin de proporcionar información analítica de la empresa que realizará la colocación accionaria. El prospecto se dirige al sector inversionista interesado en participar en la oferta, para efectos de evaluar la adquisición de valores.

La información contenida en el prospecto es la siguiente:

- | | |
|---|--|
| - Tipo de oferta. | - Objetivos de la colocación. |
| - Posibles adquirentes. | - Monto de la oferta. |
| - Precio de la colocación. | - Números de acciones ofrecidas. |
| - Valor nominal de la acción. | - Clases de acciones. |
| - Serie. | - Cupón vigente. |
| - % de capital social. | - Plazo de la oferta. |
| - Colocadores. | - Antecedentes de la empresa. |
| - Estructura corporativa de la empresa. | - Miembros del consejo de administración. |
| - Principales funcionarios de la empresa. | - Consumidores de los productos de la empresa. |
| - Participación en el mercado. | - Penetración esperada en los próximos años. |
| - Materias primas principales usadas. | - Tecnología usada. |
| - Estados financieros dictaminados. | - Composición del capital contable |
| - Indicadores financieros. | - Política de dividendos. |
| - Relaciones laborales de la empresa. | - Descripción de proyectos principales. |
| - Programa de inversiones. | |

La emisión de acciones en los mercados de EUA.

Objetivos.

Actualmente colocar acciones en los mercados financieros de EUA por parte de empresas mexicanas, resulta un tanto complejo por diversas circunstancias. Los principales objetivos que pretende una emisora, al colocar una parte de su capital en los mercados internacionales son:

- Captación de montos considerables.
- Captación de divisas.
- Obtención de menores costos financieros

Requisitos.

Los requisitos principales para colocar acciones en el mercado internacional son:

- 1.- Solicitud y autorización por parte de las autoridades mexicanas.
- 2.- Visto bueno de la bolsa de valores donde se desea hacer la colocación, mismo que se fundamenta en:
 - La historia de la empresa.
 - Rentabilidad.
 - Liquidez.
 - Solvencia.
 - Productividad financiera.
 - Dividendos pagados en los últimos años.
 - Mercados de la empresa.
 - Participación de la empresa en el mercado.
 - Planes y proyectos corporativos.
 - Curriculum de accionistas, consejeros y ejecutivos principales.
- 3.- Contratación de los corredores (brokers) encargados de realizar el estudio técnico de factibilidad.

La mecánica de la colocación.

Las diversas etapas a realizar en una emisión de acciones son las siguientes:

- a) Solicitar el permiso de la autoridades mexicanas para emitir valores en el mercado de EUA.
- b) Solicitar la autorización a las autoridades estadounidenses (S.E.C.)
- c) Contratar a la casa de bolsa que coordine la emisión.
- d) Definir el monto, momento y precio de la emisión.
- e) Promover la oferta pública de valores.
- f) Lanzamiento de la oferta.

Los factores claves a evaluar.

Los factores claves que indicarán la factibilidad de la emisión de valores, mismos que deben ser evaluados minuciosamente son:

- El costo de financiamiento.
- El monto a emitir.
- El precio de la emisión.
- El momento de la emisión.
- La forma de la emisión.
- Los riesgos incurridos.

3.6 EMISIONES DE RECIBOS Y DERIVADOS DE CAPITAL

Certificados de Depósito Americanos (ADR's - American Depositary Receipts-).

Son certificados de depósito americanos traducido literalmente, los cuales se emplean en muchos casos cuando se trata de una emisión de acciones en el exterior.

Son certificados que proporcionan a su tenedor los derechos patrimoniales (pago de dividendos) pero se les restringe los derechos corporativos (pagos).

Se utilizan cuando los gobiernos desean llevar a cabo un control sobre la inversión extranjera, manteniendo políticas de restricción a los inversionistas foráneos.

El valor del ADR queda determinado por la cotización de la acción que ampara.

De esta forma, debe tenerse en cuenta el entorno de la acción, en donde se cotiza la misma. Así un ADR respaldado por acciones de empresas mexicanas cotizadas en el mercado de EUA, sufre baja cuando el precio del petróleo baja, la tasa Libor de EUA sube, la disponibilidad de divisas baja, la cotización peso/dólar baja, las tasas en pesos suben, y las utilidades de la emisora bajan.

Productos financieros derivados.

La Bolsa Mexicana de Valores, S.A de C.V., la define de la siguiente forma:

"Se denominan como productos derivados todos aquellos instrumentos (títulos o contratos) cuyo valor depende del precio o cotización del instrumento empleado como valor de referencia. Los títulos opcionales (promesas -warrants-), al igual que las opciones y los futuros son productos derivados cuyos valores de referencia son normalmente, las series accionarias, las canastas de títulos y los índices de precios, pero pueden realizarse también a divisas, metales, tasas de interés y otro tipo de valores".

En México, la Bolsa Mexicana de Valores a dado apertura a la constitución de un mercado de productos derivados dentro de los cuales, los títulos opcionales o warrants (promesas) son el instrumento con el que se ha dado arranque formal a este mercado, por medio de las "disposiciones de carácter general aplicables a los documentos denominados títulos opcionales (warrants)" objeto de las circulares 10-157 y 10-157 bis, emitidas por la Comisión Nacional de Valores.

Títulos opcionales (promesas -warrants-).

Es la denominación que las autoridades regulatorias mexicanas le dieron a los instrumentos que internacionalesmente se denominan como warrants. Son instrumentos susceptibles de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores, que confieren a sus tenedores, a cambio del pago de una prima de emisión, el derecho de comprar o de vender al emisor un determinado número de acciones a las que se encuentran referidos (acciones de referencia), de un grupo o canasta de acciones (canasta de referencia); si el precio de referencia favorecen al tenedor del warrant, éste deberá recibir del emisor una determinada suma de dinero resultante de la variación de un índice de precios (índice de referencia); así como Certificados de Participación Ordinarios (CPO's) y canastas de éstos, emitidos sobre acciones inscritas en la BMV, a un cierto precio (precio del ejercicio) y durante un periodo o en una fecha establecidos al realizarse la emisión.

Clasificación

De manera más específica, los títulos opcionales se clasifican en:

a) Títulos opcionales de compra (calls), los cuales otorgan a sus tenedores, el derecho de:

- 1.- Adquirir del emisor acciones o canasta de referencia; o
- 2.- Recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio corriente de mercado de la acción de referencia o del conjunto de acciones de la canasta de referencia, según sea el caso, y el precio de ejercicio, o
- 3.- Recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el valor de mercado del índice de referencia expresado en términos monetarios y el precio de ejercicio.

b) Títulos opcionales de venta (puts), que otorgan a sus tenedores el derecho de:

- 1.- Vender al emisor las acciones o canasta de referencia; o
- 2.- Recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio corriente de mercado de la acción de referencia o el conjunto de acciones de la canasta de referencia, según sea el caso, o
- 3.- Recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio de ejercicio y el valor de mercado del índice de referencia expresado en términos monetarios.

En caso de que el precio corriente de mercado se mueva en contra de las expectativas del tenedor y éste no ejercite el derecho que le otorgó el título opcional, entonces perderá la prima que pagó por el título.

Adicionalmente, las sociedades emisoras de acciones y las instituciones de crédito, podrán emitir títulos opcionales como cupones adheridos a otros valores, en cuyo caso se negociarían por separado a partir de la fecha que determine el emisor en el carta de emisión y el prospecto informativo.

También se pueden clasificar de acuerdo a la fecha en:

- 1.- Tipo americano. Si se pueden ejercer en un periodo de tiempo
- 2.- Tipo europeo. Si sólo se pueden ejercer al vencimiento.

O de acuerdo a su liquidación:

- 1.- En especie: Si se entregan los bienes de referencia.
- 2.- En efectivo: A través del pago de una suma de dinero.

Mercado de los títulos opcionales.

En el mercado de los títulos opcionales intervienen seis elementos que son:

- 1.- Emisores
- 2.- Tenedores
- 3.- Intermediarios bursátiles
- 4.- Representante común
- 5.- Mercado secundario
- 6.- Realización de coberturas

1.- Emisores.

Pueden ser emisores de títulos opcionales las empresas cotizadas en la Bolsa y referidas a sus propias acciones. También pueden emitir, las instituciones bancarias y las casas de bolsa sobre acciones y canastas de acciones de alta y mediana bursatilidad e índices de precios. Todos estos agentes deberán formalizar sus emisiones mediante un acta levantada ante notario o corredor público e inscribirlas en el Registro Nacional de Valores y en la Bolsa Mexicana de Valores antes de su colocación en el mercado.

2.- Tenedores.

Pueden ser tenedores de títulos opcionales cualquier persona física o moral, nacional o extranjera. Sin embargo, en el caso de los títulos opcionales en especie, los extranjeros, sólo podrán adquirir aquéllos que estén referidos a acciones o canastas de libre suscripción o fondos neutros.

3.- Intermediarios bursátiles.

Al igual que cualquier otro instrumento del mercado de valores, los títulos opcionales deberán adquirirse a través de una casa de bolsa, la cual entregará a los inversionistas el prospecto de los títulos opcionales en el que están especificados claramente, el nombre del emisor, el valor de referencia, los derechos otorgados, el precio del ejercicio, la fecha de vencimiento, la fecha o periodo en el que se puede ejercer el derecho y en general la información necesaria para que el inversionista pueda evaluar la conveniencia de adquirir el título ofrecido así como el riesgo que implica su adquisición. En el prospecto se indica también el precio de venta al momento de la colocación del título al cual se denomina prima.

4.- Representante común.

Es la casa de bolsa o institución de crédito que asume la responsabilidad de ejercer los derechos correspondientes al conjunto de tenedores, por falta de cumplimiento del emisor o los intermediarios bursátiles. En ningún caso la designación del representante común podrá recaer en la bolsa colocadora de los títulos opcionales, ni en la una casa de bolsa o institución perteneciente al mismo grupo financiero del emisor.

5.- Mercado secundario.

Al igual que con cualquier otro instrumento del mercado de valores, los tenedores de los títulos opcionales podrán negociar los en un mercado secundario a través de las casas de bolsa. Las operaciones en la Bolsa Mexicana de Valores corresponden a un mercado de carácter continuo, lo que implica difundir información a tiempo real de los precios tanto de los títulos opcionales como de los valores de referencia.

En el mercado secundario, los precios de los títulos opcionales los determina la oferta y la demanda y éstos también se denominan como primas.

6.- Realización de coberturas.

La existencia de títulos opcionales en el mercado permite realizar coberturas de riesgo, entendiéndose por esto poder tomar una determinada posición para compensar el riesgo en una posición contraria. Es decir, tomar una posición larga para cubrir una posición corta o viceversa.

Evaluación de los títulos opcionales.

El precio de los títulos opcionales al momento de la colocación o durante se negociación en el mercado secundario se denomina como prima y se integra con uno o ambos de los siguientes valores: el valor intrínseco y el valor extrínseco o valor en el tiempo.

Valor intrínseco. Es la diferencia a favor del tenedor entre el precio de ejercicio y el precio corriente del valor subyacente. Para los títulos opcionales de compra existe valor intrínseco cuando el precio corriente es superior al precio de ejercicio. Para los títulos opcionales de venta existe valor intrínseco, cuando el precio corriente es inferior al precio del ejercicio. Al momento de su colocación, durante su vigencia o a la expiración, se dice que un título opcional está "in the money" (sobre la par) cuando tiene valor intrínseco. De igual forma, se dice que está "at the money" (a la par), cuando el precio de ejercicio y el precio corriente son iguales. Por último, se dice que está "out of the money" (ajo la par), cuando no tiene valor intrínseco.

Valor extrínseco. Es el valor presente de las expectativas de los inversionistas de que el título opcional adquiera o incremente su valor intrínseco durante su vigencia. Es decir, cualquier título opcional con o sin valor intrínseco puede ser conveniente a los intereses del inversionista si existe tal expectativa.

Sin embargo, a medida que transcurre el tiempo y se acerca el vencimiento, la prima del título opcional estará más cercana al valor intrínseco que haya acumulado, ya que las posibilidades de que éste se incremente se verán reducidas. Esto significa que el valor extrínseco de un título opcional va disminuyendo a medida que se acerca el vencimiento. A esto se le denomina el efecto de "time decay", o sea la caída a través del tiempo. Al vencimiento, al valor del título opcional será exclusivamente el valor intrínseco que haya alcanzado; por lo tanto, si al vencimiento el título opcional no tiene valor intrínseco, su valor será cero.

Métodos de evaluación de las primas.

Para poder acudir al mercado y ofrecer o tomar posturas adecuadas a sus expectativas, los inversionistas deben conocer el valor de las primas de los títulos que habrán de negociar. En el caso de los títulos opcionales los métodos empleados son esencialmente los mismos a los empleados para evaluar las primas de las opciones. Los métodos más difundidos son el de Black & Scholes y el de Cox & Rubinstein (binomial). En algunos de estos métodos el inversionista incorpora sus propias expectativas a través de la volatilidad utilizada. El precio "teórico" obtenido normalmente se contrasta

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 78

contra el precio de mercado fijado por la oferta y demanda a fin de tomar una decisión de compra o de venta o bien para revisar las expectativas propias.

Importancia de la volatilidad.

La volatilidad histórica es la desviación estándar de los rendimientos del valor de referencia. Fuertes incrementos en el precio de un título en un periodo breve o fuertes decrementos se entienden como elevada volatilidad. Si para su evaluación el emisor o el inversionista emplean una volatilidad diferente a la histórica en función de las expectativas de variación del subyacente se habla de volatilidad implícita.

La volatilidad es uno de los principales determinantes en la evaluación de las primas de los títulos opcionales ya que con ella se estima la distribución probabilística de ocurrencia tanto de los precios corrientes como del precio de ejercicio pactado. El aumento de la volatilidad del títulos de referencia se repercute en el aumento en las primas de los títulos opcionales de compra y de venta.

Información disponible.

La información relativa a los precios de mercado de estos títulos se podrá obtener por los mismos medios por los que se obtiene información sobre el valor de las acciones. Entre ellos, los sistemas de información a tiempo real de la propia Bolsa Mexicana de Valores, las pantallas de las compañías que difunden información por medios electrónicos, la sección financiera de los periódicos y las publicaciones diaria, semanal, y mensual de la Bolsa Mexicana de Valores.

OPERACIONES A FUTURO Y OPCIONES

Existen tres tipos de operaciones diferentes a las operaciones de compra/venta habituales.

- Ventas en corto
- Operaciones a plazo.
- Operaciones a futuro.

Ventas en corto. Son aquellas operaciones de venta en las cuales el vendedor no posee los valores objeto de la venta en el momento de efectuar la transacción. La razón por la cual se vende via bolsa algo que no se posee, simplemente es intentar ganar dinero. Y esto último se logra siempre y cuando el precio de recompra de los valores sea inferior al precio de la venta en corto.

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 79

Por todas las circunstancias y características inherentes a las ventas en corto y particularmente por los grandes riesgos que conllevan en los mercados en que se efectúan, se recomiendan que se manejen exclusivamente expertos y/o especuladores.

Operaciones a plazo. Son aquellas cuya característica principal es que la liquidación de las mismas es posterior a las operaciones de contado.

Existe un reglamento de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., relacionado con los detalles específicos de este tipo de operaciones. En ese reglamento se especifican las garantías, ejercicio de derechos, liquidaciones anticipadas, tipo de contrato a suscribir entre las partes, etc. Sin embargo, la estructura actual de estas operaciones es "sui generis", probablemente sólo en existencia en México. La amplitud de las posibilidades de efectuar operaciones es tal que virtualmente, sólo se llevan a cabo transacciones establecidas de antemano fuera de bolsa, las cuales simplemente se formalizan en el piso de remates.

En tales circunstancias, el mercado de operaciones a plazo en México ha sido reducido y de poca importancia, especialmente por lo que se refiere al número de operaciones efectuadas, ya que los montos tienden a ser poco significativos, en relación a los montos que el mercado de contado se operan habitualmente.

Operaciones a futuro.

En los mercados a futuro no se está comprando ni vendiendo un producto, simplemente se negocia el derecho a comprar o vender un producto (el cual puede ser una acción) a una fecha futura y a un precio predeterminado. Los mercados de operaciones a futuro y los mercados de opciones ofrecen la posibilidad de negociar los riesgos, la incertidumbre.

El origen de estos mercados fue agropecuario. Así se tiene que el primer uso registrado de una operación a futuro organizado fué un lote de arroz, en Japón, en el siglo XVII. Dos siglos más tarde en el Chicago Board of Trade (CBT) de Chicago, Illinois, el 13 de marzo de 1851, tuvo lugar el primer contrato a futuro organizado en EUA y probablemente en América. Ese día, en ese lugar se negociaron 3,000 bushels (2,150.42 pulgadas cúbicas) de maíz para entrega en junio (del mismo año) a un precio de un centavo (de dólar), por bushel, menor al vigente en aquel 13 de marzo.

ESTA
SALIR
YERON
DE LA
UNO
DEBE
ENVIAR

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 80

En la actualidad, existen varios mercados de futuros organizados en el mundo. Los principales son los siguientes:

Chicago Board of Trade.	CBT
London International Financial Futures Exchange	LIFF
Commodity Exchange (N. York)	COM
Chicago Mercantile Exchange	CME

Los mercados mencionados no necesariamente manejan todos los productos, pero los principales productos manejados por unos u otros son:

- Mercancías o Commodities -

- Trigo	- Huevo	- Azúcar	- Platino
- Malz	- Algodón	- Café	- Petróleo
- Soya	- Tocino	- Oro	- Plata
- Cacao	- Ganado		

- Futuros Financieros -

- Libra esterlina	- U.S. Treasury bills
- Yen	- U.S. Treasury bonds
- Marco	- Depósitos en eurodólares
- Franco francés	- N. York stock index
- Dólar norteamericano	- Major market index
- Dólar canadiense	- Std. & poors's 500 index

Formalmente ya existe en México, desde 1983 un mercado organizado de negociaciones de compra / venta de futuros con un grupo reducido y selecto de clientes. Sin embargo es como no existiera, ya que el número de operaciones que se han efectuado a la fecha ha sido mínimo.

Características.

1.- Sólo se deposita una pequeña cantidad, o su equivalente en valores autorizados, como garantía de buena fe al cumplimiento de la obligación de compra/venta contratada a futuro. Y esto significa que dependiendo de los porcentajes mínimos exigidos como depósitos existe la posibilidad de

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 81

manejar compromisos muy grandes, con relativamente pequeñas aportaciones (lo cual se conoce como apalancamiento). Un uso indebido del apalancamiento puede acarrear pérdidas cuantiosas.

2.- Existe la posibilidad de manejar a través de contratos a futuro, una cantidad mayor del productos negociados que la que realmente existe. Por ejemplo en los mercados a futuro de granos, digamos el trigo, el caso típico de que la suma de las posiciones de compra/venta abiertas excedan de tres, cinco o más veces la producción real. Lo mismo puede ocurrir con cualquier otro producto. Y la razón es simple. Sólo se requiere de una contraparte para cerrar la operación, y así crear un nuevo compromiso. Este último se puede cancelar simplemente contratando la obligación contraria.

En más del 90% de los casos no se llega al vencimiento (y por tanto a cumplir), es decir, los participantes en operaciones a futuro usualmente liquidan sus posiciones abiertas (llamadas open interest) antes del vencimiento de las mismas. Los participantes en estos mercados o son inversionistas en busca de protección contra fluctuaciones adversas en los precios, o son especuladores. En ambos casos el beneficio perseguido es monetario.

3.- Existen parámetros máximos de variación en los precios del día. Es decir, únicamente se permiten operaciones de compra/venta a futuro cuyo precio no exceda tantos puntos del cierre del día anterior, tanto al alza como a la baja. Esto se hace con el fin de evitar variaciones muy fuertes de un día a otro. Y en efecto, el objetivo buscado si se logra con esta medida. Sin embargo, cuando la oferta o la demanda, por razón que fuere, excede significativamente a su contrapartida, una vez que se llegan a tocar alguno de los parámetros máximos de variación permitida en el precio en ese día, eso significa que, o bien se continúa operando a ese nivel, o simplemente se suspenden las transacciones de compra/venta a futuro de referencia. No es raro, en casos de movimientos fuertes en los precios de los mercados, ver transcurrir dos o tres días sin operaciones, hasta que al ir moviendo día con día el parámetro respectivo, se alcanza el nivel en el cual tanto los compradores como los vendedores, empiezan a negociar.

Participantes en los mercados a futuro.

a) Las bolsas o mercados. Actúan como intermediarios y establecen las reglas para la negociación de cada mercancía, divisa, etc.

b) Corredores o Agentes (Brokers). Son empresas autorizadas para operar, por cuenta de sus clientes, ante las bolsas o mercados.

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 82

g) Clientes. Pueden operar sólo a través de corredores:

- Productores o consumidores que buscan amarrar buenos precios.
- Empresas o personas en busca de cobertura de riesgos financieros, tales como variación en los tipos de cambio de monedas o en las tasas de interés de sus activos o pasivos en moneda extranjera.
- Especuladores, que aseguran la liquidez de los mercados.
- Inversionistas (Dealers), que actúan por cuenta propia y efectúan las operaciones de arbitraje que mantienen el equilibrio entre los distintos mercados en efectivo, adelantados y a futuro.

d) Bancos. Otorgan líneas de crédito a sus clientes que participan en los mercados a futuro, para cubrir los márgenes, tanto iniciales como adicionales. Con esta línea quedan establecidos los canales de flujo de fondos diarios entre el banco y el broker o viceversa.

Terminología más usada en operaciones a futuro.

Contrato. Unidad de negociación utilizada para cada mercancía, divisa o instrumento en cada mercado.

Margen inicial. Importe a depositar en la Bolsa, por cada contrato que se vende o compra a futuro y que queda como posición abierta. Puede ser inferior al 10%, pero variable a decisión de la Bolsa.

Llamadas de margen. Importe adicional a depositar en la Bolsa, cuando se va perdiendo en la operación a futuro vigente y la variación es de importancia.

Cotización. Precio de compra/venta de un contrato para entrega a futuro.

Fecha límite. Es el día límite para cancelar posiciones. Si la cancelación no se hace antes de esa fecha, la parte que vendió debe entregar a la Bolsa la mercancía en forma física (esto ocurre en menos del 5% del total de los casos.).

Posición larga. Es cuando se tienen más contratos comprados que vendidos.

Posición corta. Es la posición en donde se tienen más contratos vendidos que comprados.

Liquidar posición. Cancelar la posición corta o larga , con una operación contraria para el mismo mes de entrega. Si se vendió, para liquidar se compra. Si se vendió, para liquidar se compra. Si se compró, para liquidar se vende.

Cambio diario máximo. Cambio máximo autorizado para un solo día en el mercado. Puede modificarlo la Bolsa.

Posición abierta. Número de contratos vigente para cada mes de operación, en una Bolsa o mercado y por cada producto.

Basis. Diferencia entre el precio en el mercado en efectivo cash y el precio a futuro más cercano.

Mecánica.

Los pasos a seguir son:

1.- La empresa o persona tramita con su corredor o casa de bolsa su inscripción para poder operar en cada bolsa o mercado.

2.- La empresa o persona tramita con su banco una línea de crédito para cobertura de márgenes y establece contacto entre su banco y su corredor.

3.- Telefónicamente se obtienen del corredor, a través del funcionario asignado para la empresa (asesor), las cotizaciones de apertura y vigentes, al momento de la llamada (las tiene en pantalla), para los meses que se quiera (hasta 24 hacia futuro). Muchos mercados operan unos meses si y otros no, pero el corredor cotiza con base en mercados que le permiten cubrir casi todos los meses. Existen en el mercado sistemas de información por pantalla, que incluyen la información de estos mercados en tiempo real.

4.- Se le dan instrucciones de comprar o vender "x" número de contratos para los meses deseados.

5.- Si existe contraparte, el corredor ejecuta la operación y emite el reporte de confirmación de operaciones a futuro realizadas por el cliente, con número de contratos, precio y mes de entrega. A fin de mes, el corredor emite un reporte de posiciones cortas o largas, por cada mes futuro con los respectivos precios promedio.

6.- Cuando hay necesidad de cubrir llamadas de margen (margen adicional), el corredor notifica al banco y este efectúa el pago por cuenta del cliente. El corredor envía a la empresa la hojas de cálculo del margen adicional solicitado por la Bolsa, para verificación y control y el banco también

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 84

envía estados de cuenta con la utilización diaria de crédito. Cuando los márgenes son a favor, el corredor debe enviarlos de inmediato al banco y éste invertirlos, si así lo acuerdo con el cliente y el saldo es a favor de éste.

7.- Liquidar posiciones antes de la fecha límite, o antes si la estrategia así lo indica. En general se deben liquidar posiciones si el mercado va en contra nuestra y llega a los precios de máxima pérdida (definida por la empresa al iniciar estas operaciones). Por otro lado, si el mercado va a nuestro favor, habrá que dejar correr las ganancias hasta que ésta cubran el objetivo establecido anticipadamente y, entonces liquidar posiciones. Una vez iniciada una fuerte tendencia, será difícil realizar operaciones contra el mercado.

Resultados de operar con futuros.

El operar con futuros repercute en utilidades o pérdidas que resultan de la suma de los siguientes conceptos:

Ganancia o pérdida. Diferencia entre el precio al que se entra (compra/venta) y el precio al que se sale (operación contraria). Es un ajuste de ventas, mientras no se cancele una posición abierta, las fluctuaciones en precio dan lugar solamente a utilidades o pérdidas no realizadas.

Comisiones. Pago del broker por cada operación de compra/venta y posiblemente otro pago mensual por administración.

Costo financiero. Por los márgenes de apertura y adicionales, financiadas por el banco.

Otros costos. Fluctuación cambiaria, transferencia de fondos, costos de comunicación, Registro y administración de posiciones.

Cobertura de riesgos en los mercados de futuros.

La exposición se hace en la forma que se considera más objetiva, con los ejemplos específicos para cada caso.

1.- Consumidor de una mercancía.

Puede cubrir el riesgo de alzas de precio. Compra a futuro para el o los meses en que necesita la mercancía y liquida sus posiciones (vendiendo) antes de la fecha límite de cada mes. Su

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 85

ganancia o pérdida en el mercado de futuro sumada algebraicamente al precio en efectivo de la mercancía, cuando efectivamente la compre, será el precio al que compró en el mercado de futuros.

2.- Vendedor (productor) de una mercancía.

Puede cubrir el riesgo de disminuciones en el precio. Vende a futuro para el o los meses en que tendrá disponible el producto y liquida sus posiciones (comprando antes de la fecha límite de cada mes). Su ganancia o pérdida en el mercado de futuros, sumada algebraicamente al precio en efectivo de la mercancía cuando efectivamente se venda, será al precio al que se vendió en el mercado de futuros.

A la operación de "amarrar" un precio para sus compras/ventas se le denomina HEDGE. El especulador entra y sale comprando o vendiendo, según espere que los precios suban o bajen para lograr ganancias, calculando posteriormente sus posiciones. En productos con mucha volatilidad de precios, el riesgo de cubrir los márgenes puede ser muy grande. Este riesgo es superior en operaciones de ventas a futuro, ya que en las de compra el precio nunca podrá ser inferior a cero. Si en un momento dado los márgenes no son cubiertos oportunamente, la bolsa o mercado liquidará automáticamente las posiciones abiertas del cliente al precio de mercado y, y entonces la pérdida por realizar se convertirá automáticamente en realidad.

3.- Deudor o acreedor de un crédito en divisa o tenedor de divisas.

Evitan riesgos de fluctuación en los tipos de cambio. La mecánica es la misma descrita para las mercancías. Sólo puede usarse si las divisas en cuestión son negociadas en los mercados a futuro.

4.- Deudor o acreedor, o inversionista en moneda extranjera.

Evitan riesgo de fluctuación en las tasas de interés. La mejor alternativa es el matching o nivelación de posiciones cortas o largas y con renovación de interés en las mismas fechas y plazos.

Opciones de futuros.

Mediante una opción de futuro se adquiere el derecho, a cambio de una prima (costo), de comprar (su opción call) o vender (si opción put) un contrato a futuro de algo, a un precio fijo y durante un tiempo acordado.

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 86

Los contratos de opción pueden realizarse en algunos de los mercados de opciones sobre futuros (mismos de futuros o paralelos en las mismas ciudades). Su operación es algo similar a los futuros pero con algunas ventajas:

a) El comprador de una opción no tiene más obligación que la de pagar la prima. Dicha prima es un costo, ejerza o no la opción. No hay pagos adicionales por márgenes, etc.

b) Permiten establecer anticipadamente la pérdida máxima.

Las opciones en los EUA se pueden ejercer cualquier día del periodo cubierto, hasta la fecha de expiración. En Europa sólo pueden ejercerse en la fecha de expiración.

Las opciones compradas pueden ejercerse o dejar que expiren, según convenga a su comprador. Cuando una opción vigente está a un precio mejor al de mercado, se dice que está in the money, y cuando no vale la pena ejercerla, se dice que está out of the money.

Las opciones de venta no se cancelan con opciones de compra ni viceversa, sólo se puede ejercer o dejar expirar.

Las opciones de venta o compra se cotizan para cada mes, con varias alternativas de precio. Cada precio, llamada strike price, va seguido de la prima correspondiente, en porcentaje. Se recomienda usar como strike price la tasa más cercana a la del mercado al comprar la opción, para que, de presentarse una alza en las tasas, se compense el efecto totalmente. De otra forma, la pérdida máxima tendrá dos componentes: la prima para la opción y la diferencia en tasas entre la vigente en el mercado al comprar la opción y la tasa cubierta por la opción.

Otros usos de las opciones.

Para mantener sus márgenes de utilidad y penetración en los mercados europeos, una empresa americana cubre su riesgo monetario con opciones en Londres. La empresa produce en los EUA y si el dólar cae, las opciones se dejan expirar, pero si el dólar sube (y con ello los costos) las opciones para adquirir dólares se ejercen y los precios y costos no se ven afectados. Las primas por opciones son considerados ya como una parte de los costos y repercutidos en los precios.

Si se va a emitir deuda y se teme por una alza en las tasas de interés; se compran opciones de venta equivalentes de instrumentos y con vencimiento a la fecha en que se estima saldrá la emisión. Si la tasa realmente sube, el efecto lo compensará la bolsa al ejercerse la opción.

3.7 REESTRUCTURACIONES FINANCIERAS.

El manejo o administración de la deuda implica considerar dos rubros básicos.

- Reestructuraciones (en donde se utilizan las desviaciones).
- Capitalizaciones.

REESTRUCTURACIONES

Concepto.

Las reestructuraciones de pasivos consisten en el diferimiento de pagos de principal e intereses, implicando la elaboración de un nuevo calendario de pagos y una revisión de las condiciones originalmente concertadas.

Para esto existe la necesidad de aclarar que el término reestructura se utiliza con deudores que han dejado de pagar, ya sea capital y/o intereses; en tanto que renegociar se usa para deudores que si bien no han dejado de pagar su deuda (capital y/o intereses), necesitan renovar los términos de ésta.

Objetivos

- 1.- Ajustar el manejo de la deuda a la capacidad financiera del deudor.
- 2.- Disminuir los costos del servicio de la deuda.
- 3.- Recibir financiamiento fresco por parte de los acreedores.

Tipos de reestructuración.

- Total. Ocurre cuando la situación financiera del deudor es sumamente delicada.
- Parcial. Se presenta cuando el problema financiero del deudor es de corto plazo.

Implicaciones de la reestructuración.

El convenio de reestructuración de deudas, implica para el deudor una serie de condiciones que restringen sus decisiones financieras

PROCESOS E INSTRUMENTOS DE LA INGENIERIA FINANCIERA 88

Los principales tipos de limitaciones son:

- Impedimento para:

- a) Obtener nuevos créditos.
- b) Adquirir activos fijos.
- c) Otorgar nuevas garantías.
- d) Vender activos
- e) Vender participaciones en subsidiarias y asociadas.
- f) Gravar acciones.
- g) Decretar dividendos.
- h) Efectuar cambios en el consejo de administración.

- Mantener determinados montos en efectivo y capital de trabajo.

- Mantener determinadas proporciones entre:

- a) Pasivo / capital
- b) Pasivo / activos
- c) Pasivo en moneda extranjera / pasivo total.

Esquema para desarrollar una reestructuración.

La cobertura del proceso de reestructuración implica considerar los aspectos siguientes:

- Definición de la forma en que se amortizará el capital.
- Calendarización de las amortizaciones de capital.
- Determinación de fechas y formas de pagos de intereses.
- Fijación de la tasa de interés de referencia.
- Especificación de la prima o sobretasa a pagar.
- Clarificación del período de revisión de tasas.
- Descripción de las garantías otorgadas por el deudor.
- Relación de las limitaciones impuestas por el acreedor en materia de:

- a) Nuevos créditos.
- b) Inversiones en activos fijos.
- c) Pago de dividendos.
- d) Ventas de activos fijos.

e) Clasificación de la deuda en porciones.

Los factores claves a evaluar.

1.- Viabilidad del negocio. Este factor, se refleja en la capacidad generadora de utilidades y flujos de efectivo por parte de la empresa.

La viabilidad dependerá sobre todo del estado del mercado y este a su vez, de la situación económica general. El proceso de reestructuración financiera permitirá a la empresa con viabilidad económica, la posibilidad de recuperar los niveles de rentabilidad y bajo ese estado afrontar los compromisos inherentes a la reestructuración acordada.

- 2.- Configuración de la estructura financiera posterior a la reestructuración.
- 3.- Clasificación de la deuda en porciones.
- 4.- Efectos en el costo ponderado de capital.
- 5.- Efectos en los flujos de efectivo.
- 6.- Efectos en el presupuesto de caja.
- 7.- Efecto en los planes y proyectos corporativos.

Los riesgos de la reestructuración.

- Pérdida de imagen corporativa.
- Incumplimiento de los términos acordados.

DESINVERSIONES

Una desinversión consiste en realizar una venta de empresas subsidiarias, venta de empresas asociadas, una liquidación de subsidiarias y asociadas, una fusión de empresas, la cancelación de proyectos de expansión, la cancelación de proyectos en marcha, la disminución de activos fijos, o la reducción de activos circulantes.

En estos momentos un significativo número de empresas, sobre todo aquellas cuyas estructuras están muy diversificadas en distintas áreas económicas, llevan a cabo programas de desinversión con la finalidad de:

- a) Mejorar la asignación de recursos.
- b) Concentrarse exclusivamente en aquellas que revisten carácter estratégico.

- c) Realizar reestructuraciones corporativas.
- e) Adecuarse a las condiciones actuales.
- f) Desarrollar cambios estructurales.
- g) Corregir desviaciones.
- h) Incrementar eficiencia.

Todo programa de desinversión corporativa se desarrolla bajo el contexto de un plan integral, es decir antes de ejecutar este, se define primero el marco de propósitos, políticas y objetivos de la empresa, mismo que regulará y orientará el comportamiento institucional, en otras palabras es requisito indispensable la formulación del plan estratégico, ya que los programas de desinversión corporativa representan o forman parte de la estrategia global de la institución.

El tiempo en que se adopta un programa de desinversión.

Los programas de desinversiones se llevan a cabo, sobre todo cuando se presentan las condicionantes siguientes.

- a) Contracción económica.
- b) Complejidad de los mercados.
- c) Escasez de financiamiento
- d) Alto costo del dinero.
- e) Baja productividad operativa.
- f) Baja rentabilidad financiera.
- g) Exceso de inversión en activos.
- h) Disminución del capital.
- i) Innovaciones tecnológicas.
- j) Pronunciamientos de riesgos corporativos.

También se implementan estos proyectos como consecuencia de:

- Fortalecimiento de cuantiosos proyectos.
- Renegociaciones financieras.
- Reestructuración de adeudos.
- Adecuación en los portafolios de inversión (activos, empresas)
- Conflictos laborales.
- Conflictos sociales.
- Obsolescencia tecnológica.

Esquema técnico de un programa de desinversión.

El desarrollar un programa de desinversión implica considerar un conjunto de premisas y la evaluación de diversos factores claves.

Premisas.

- Saneamiento financiero.
- Perspectivas corporativas
- Eliminación de intangibles.
- Eficiencia operativa.
- Riesgos y las ventajas inherentes.

Factores claves.

- La definición del tamaño de la empresa.
- La cuantificación de la desinversión.
- La forma de desinversión.
- La configuración de la estructura financiera.
- El valor de empresa.
- La administración del dinero fresco.
- El costo ponderado de capital.
- Los costos inherentes al proyecto.
- La rentabilidad integral.
- El futuro corporativo.

El saneamiento financiero.

Precisamente una de las finalidades prioritarias que se persiguen, mediante los procesos de desinversiones es el de sanear las finanzas de la empresa, para así liberar recursos y ampliar las posibilidades de desarrollo corporativo, partiendo de bases sólidas.

Las perspectivas corporativas.

No olvidar que toda reducción inherente a un programa desinversionista, se lleva a cabo sobre una óptica de desarrollo futuro de la empresa, teniendo la certeza de que esa medida es indispensable para la vida institucional, estando así en posibilidad de lograr una estabilidad y un crecimiento corporativo duradero, mediante la canalización de recursos, atención y esfuerzo a las organizaciones reestructuradas.

La eliminación de intangibles.

La decisión de reducir el tamaño de una empresa implica la eliminación de un conjunto de activos intangibles cuyo valor resulta un tanto difícil de cuantificar como es el caso de la historia, imagen, administración, organización, el personal, etc.

Cuando se desarrolla una desinversión debe tenerse conciencia de la importancia que revisten los factores antes citados.

La eficiencia operativa.

Si habrá de adelgazarse la estructura corporativa, es porque algún sector no habrá alcanzado el grado de eficiencia esperado y se decide la reducción, con el propósito de incrementar esta con los resultados consecuentes.

Riesgos y ventajas inherentes.

Como todo proyecto trascendental su implementación conlleva una serie de ventajas y riesgos, siendo las principales las descritas a continuación:

Ventajas:

- Desarrollar una mejor asignación de recursos.
- Realizar un saneamiento financiero.
- Incrementar la eficiencia.
- Obtener una mayor productividad.
- Atenuar riesgos corporativos.

Riesgos.

- La cuantificación de la inversión.
- La forma de desinversión.
- El debilitamiento corporativo.
- Las pérdidas tangibles.
- Las pérdidas intangibles.
- Una errónea conceptualización del programa.
- Una deficiente instrumentación del programa.

La definición del tamaño de la empresa.

En un proceso de desinversión la primera etapa implica determinar el tamaño que debe tener la empresa, dimensión en cuanto a:

- Monto de activos.
- Monto de pasivos.
- Monto de capital contable.
- Monto de ventas.
- Participación en el mercado.
- Sectores económicos.
- Territorios de mercado.
- Capacidad instalada.
- Plantilla de personal.

La definición del tamaño de la empresa se realiza considerando las restricciones corporativas (internas) y las perspectivas externas.

La cuantificación de la inversión.

La cuantificación del importe de una inversión queda determinada por el producto de las enajenaciones de activos y valores, el cual generalmente se aplica a pagos de pasivos y/o amortización de capital.

La forma de desinversión.

Las formas tradicionales utilizadas para llevar a cabo desinversiones es mediante la:

- Venta de activos fijos.
- Venta de activos financieros.
- Transferencias de empresas.
- Liquidación de empresas.

Se elige la forma de desinversión de acuerdo a la conveniencia respectiva.

La configuración de la estructura financiera.

Consecuencia de un programa de desinversión se está en posibilidad de configurar una estructura financiera adecuada al perfil de la empresa. Lo anterior es consecuencia de la liquidez obtenida por las desinversiones llevadas a cabo.

El valor de la empresa.

Indudablemente que al efectuar un plan de desinversión se modifica el valor de la empresa. Este disminuye en el corto plazo, pero como consecuencia de una mayor eficiencia operativa, mejor asignación de recursos financieros, administración más racional y una adecuada reestructuración corporativa en el mediano o largo plazo el valor de la empresa tenderá a incrementarse.

La administración del dinero fresco.

Generalmente un acto de desinversión genera la fluidez de dinero fresco para la empresa y este se aplica a los conceptos adecuados, previa evaluación técnica de las diversas alternativas existentes. Se debe tener plena certeza sobre la adecuada aplicación de los fondos provenientes de la desinversión.

El costo ponderado de capital.

Al realizar una desinversión directamente se está modificando las estructuras financieras y de capital y por ende los costos individuales y ponderados de los recursos internos y externos. Por lo anterior deben orientarse estos proyectos de manera tal que tiendan a reducir los costos de capital de la empresa.

Los costos inherentes al proyecto.

Como toda acción tendiente a realizar modificaciones estructurales, implica incurrir en determinados costos operativos, pero sobre todo en costos de oportunidad.

Los principales rubros de costo operativos son los referidos a:

- Estudios técnicos de factibilidad.
- Gastos protocolizadores.
- Descuentos inherentes a la transferencia de activos.

Respecto a los costos de oportunidad, estos adquieren vigencia si la decisión de desinversión no fué la adecuada.

La rentabilidad integral.

Una de las premisas básicas de toda actividad financiera, es el logro de una razonable tasa de rentabilidad, tratándose de desinversiones corporativas el propósito primordial será que la rentabilidad integral de la empresa se incremente como derivación del acto de desinversión.

El futuro corporativo.

Una consecuencia mediana e inmediata de los programas de desinversión, es la clarificación del futuro corporativo de la empresa, toda vez que esta acción resuelve situaciones problemáticas adversas que impiden un sano y consistente desarrollo integral de la organización.

CAPITALIZACIONES

Concepto.

En la parte de los swaps, se mencionó que existen instrumentos de intercambio de deuda por capital, lo cual se conoce como capitalización. Es un convenio de cambiar, permutar o intercambiar deuda por capital de la empresa.

Objetivos.

- 1.- Sanear la situación financiera de la empresa.
- 2.- Fortalecer la estructura financiera de la empresa.
- 3.- Proporcionar apoyo financiero al deudor por parte del acreedor.

Procedimientos para llevar a cabo la capitalización.

Existen dos mecanismos para llevar a cabo esta función.

- 1.- Utilizando deuda pública.
- 2.- Utilizando deuda privada.

Lo más común es el primer procedimiento el cual es el siguiente:

- 1.- Un Inversionista extranjero adquiere a descuento una porción de deuda pública emitida por la empresa deudora.
- 2.- El gobierno del país de la empresa deudora liquida la porción de deuda al inversionista aplicando una tasa de descuento, la liquidación se hace en la moneda del país de la empresa deudora.
- 3.- El inversionista canaliza el monto en moneda nacional recibido a una empresa del país de la empresa deudora.
- 4.- La empresa que recibe los recursos proporciona capital por el importe de la inversión recibida.
- 5.- Esta empresa destina el monto recibido a nuevos proyectos de inversión.

Como se mencionó también en el capítulo de los swaps, este mecanismo lo adoptó México en 1986, pero fué cancelado desde el inicio del Pacto de Solidaridad Económica, sin embargo es posible que vuelva a reiniciarse en cualquier momento.

4. SITUACION ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LA INGENIERIA FINANCIERA EN MEXICO.

SITUACIÓN ACTUAL.

Desde que surgió la Ingeniería Financiera como tal en México se han implementado algunos instrumentos entre los que se encuentran swaps, futuros, títulos opcionales (warrants), floating rate notes, joint ventures, reestructuraciones, fusiones y otros, de los cuales sólo una parte de ellos funcionaron y funcionan oficialmente. La otra parte de ellos se han dado por la necesidad que existe de los mismos en determinados problemas y que pueden llamarse de otra forma, sin embargo las herramientas son las mismas.

Swaps. Como se ha mencionado con anterioridad, en julio de 1986 se dió creación a swaps de deuda por capital, los cuales ayudaron a una cantidad de empresas para la solución de deuda con el exterior.

En 1984 con el objeto de que la banca comercial pudiera otorgar créditos a tasa fija a sus acreditados conjuntamente con la instrumentación del Bono Cupón Cero, se implementó la utilización de swap de tasas de interés mediante el cual Nafin pagó la tasa de interés interbancaria promedio (TIIP) a cambio de una tasa fija otorgada por la banca comercial. Sin embargo, como la reestructuración de deudas con el Bono Cupón Cero no tuvo el éxito que se esperaba, de la misma forma quedó este swap.

También cabe resaltar los swaps de mercancías, de los cuales en el país se ha dado el swap de mexicana de cobre y el swap "vainilla" de cobertura de precio del petróleo.

Productos derivados (Títulos Opcionales o Warrants). A partir del mes de septiembre de 1992, la Comisión Nacional de Valores autorizó a las sociedades inscritas en Bolsa y a los intermediarios financieros, la emisión y negociación en el mercado de valores mexicano de los títulos opcionales o warrants mediante la circular 10-157. En esta circular y en las adecuaciones hechas a través de la circular 10-157 bis de enero de 1993 se establecen las principales normas aplicables a estos títulos.

Futuros. A través de la circular 199/93 del Banco de México del 14 de mayo de 1993 que entró en vigor el 12 de julio de 1993 la cual contempla el mercado de coberturas cambiarias a corto plazo. El mercado de coberturas cambiarias es el mecanismo en el cual los participantes pueden fijar el tipo de

cambio del dólar americano en una fecha en el futuro, evitando de esta forma fluctuaciones cambiarias y fijando la paridad a esa fecha en el futuro. Es un mercado incipiente de futuros.

Existen también mercados de futuros sobre tasas de interés nominales y sobre Índice Nacional de Precios al Consumidor, dados a conocer por medio de la circular 2013/94 del Banco de México del 11 de octubre y en vigor desde el 7 de noviembre de 1994. En ella expone:

a) Mercado de futuros sobre tasas de Interés nominales. Al celebrarse estas operaciones el comprador y el vendedor pactarán la tasa acordada y el plazo de la tasa de interés de referencia. El monto de referencia, fecha de vencimiento y garantías obteniendo los derechos y obligaciones inherentes. El comprador recibirá, cuando la tasa de interés observada sea menor a la acordada, una cantidad en moneda nacional. Si tasa de interés observada es mayor a la tasa acordada el vendedor recibirá la cantidad. Cuando la tasa observada y la tasa acordada sean iguales no habrá obligaciones para ninguna de las partes.

b) Mercado de futuros sobre el nivel del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). El comprador y el vendedor pactan el nivel acordado del INPC, el monto de referencia, la fecha de vencimiento y las garantías. Si el nivel observado es menor que el acordado, el comprador tiene derecho a recibir una cantidad de moneda nacional igual a la que resulte de multiplicar el valor del monto de referencia por el diferencial del INPC observado y el INPC acordado. De la misma forma, si el nivel observado es mayor que el nivel acordado el vendedor tiene derecho a recibir una cantidad en moneda nacional igual a la que resulte de multiplicar el monto de referencia por el diferencial del INPC observado y el INPC acordado.

Generalidades.

Nafin. En la revista PRESENCIA de mayo / junio de 1990, editada por Nacional Financiera, en un artículo llamado "Para emprender con México", Nacional Financiera ofrece asistencia técnica y asesoría financiera, en la que destaca la Ingeniería Financiera la que a la letra dice:

" Para apoyar la realización de proyectos, Nacional Financiera brinda asesoría necesaria para la integración de paquetes de financiamiento acorde con las características de los proyectos y aporta soluciones de ingeniería financiera, a través de las cuales es posible obtener los recursos nacionales e internacionales de crédito a largo plazo o a través de acciones en el mercado de valores. De manera innovativa, Nacional Financiera en este campo diseña y desarrolla mecanismos novedosos, en el mercado bursátil que permiten el fortalecimiento de este mercado y la ampliación de las fuentes de financiamiento de la empresas ".

En resumen, el desarrollo de la actividad de la Ingeniería Financiera que se ha presentado en México, se debe en gran parte a la administración financiera actual y la mayor complejidad de los negocios.

El número de integrantes de los departamentos de Ingeniería Financiera en las empresas mexicanas es bajo, con nivel académico de posgrado, la edad promedio es de 35 años, la remuneración es elevada y la principal limitante para desarrollar las labores es la deficiente calidad informativa.

Esta disciplina se desarrolla en su mayoría en las casas de bolsa, grupos corporativos, empresas financieras e Instituciones bancarias, con una antigüedad del departamento de 9.1 años, en la que destacan actividades de planeación financiera y reestructuraciones.

Sin embargo los principales motivos por los cuales no se estructura formalmente el área de Ingeniería Financiera dentro de la empresa es el desconocimiento de el ámbito de cobertura de la actividad y el alto costo de mantenerla.

Con lo anterior nos damos cuenta que la Ingeniería Financiera en México esta enfocada sólo a grandes estructuras, mientras que la micro, pequeña y mediana empresas (MIPYMES) esta totalmente pérdida en este aspecto. Si para estas empresas es difícil que puedan tener una contabilidad adecuada, la Ingeniería Financiera es inalcanzable.

Se ha comentado la importancia que tienen las MIPYMES en la economía nacional, sin embargo no se han adaptado instrumentos ni procesos para su pobre estructura administrativa. En la Semana Nacional de Administración, Contaduría e Informática, se manejo el tema "Alternativas de solución a la problemática de la micro y pequeña empresa (MYPES)", dentro del cual se trato el problema de la organización financiera de estas empresas y los apoyos exigentes. Para este problema se planteó la solución de establecer créditos accesibles a las MYPES, estableciendo que éstas empresas deben darle mayor productividad a los flujos de efectivo, interviniendo NAFIN para intermediar ante la Banca Comercial, pero sin llegar al intermediarismo, es decir, sin exagerar el papeleo en los trámites correspondientes y sin desviar recursos a una sola élite. Otra de las soluciones que se dieron es la organización de las MYPES en conjuntos de empresas para lograr mayor fuerza ante las grandes empresas, y se mencionaron las Uniones de Crédito y las Empresas Integradoras como posibles opciones.

Cabe mencionar que una Unión de Crédito son organizaciones auxiliares de crédito, constituidas bajo la modalidad de Sociedad Anónima de Capital Variable, que agrupan a personas

físicas y morales (micro, pequeña y mediana empresas), dedicadas a actividades agropecuarias, comerciales o industriales, o bien a la combinación de ellas, y que por medio de la cooperación buscan resolver sus necesidades financieras en forma más directa y oportuna, al propiciar su acercamiento organizado al sistema financiero nacional, así como obtener otros beneficios derivados de actividades realizadas en común por sus socios como podrían ser el abasto, la comercialización y la asistencia técnica.

La Empresa Integradora es una empresa creada para asociar a un grupo de micro, pequeño y mediano empresarios de una o más ramas de actividad y brindarles servicios especializados en las áreas de tecnología, compras, promoción y comercialización, diseño, subcontratación, financiamiento, capacitación, informática, administración y contabilidad, con el objetivo de hacerlas más competitivas al aprovechar las economías de escala derivadas de su integración.

De anterior se deriva que la opción más adecuada a las necesidades de las MIPYMES son las empresas integradoras al englobar las posibles soluciones a las necesidades de éstas empresas.

PERSPECTIVAS.

En la Alianza para la Recuperación Económica, dada a conocer por los representantes de los sectores obrero, campesino y empresarial, del Gobierno Federal y el Banco de México el 29 de octubre de 1995, establecen como una de las determinaciones el Fomento del empleo en las MIPYMES, y en su inciso "a" menciona lo siguiente:

" En los próximos 120 días, se establecerán centros de competitividad empresarial en diez ciudades. Dichos centros, administrados por el sector privado con la participación de instituciones académicas nacionales y estatales, ofrecerán servicios de asesoría integral a las micro, pequeñas y medianas empresas."

En lo que se puede esperar alguna novedad o facilidad o adecuación para dirigir a las MIPYMES a la Ingeniería Financiera, pues a los primeros días de diciembre de 1995, aún no existen dicho centros.

Es posible que las Empresas Integradoras tengan gran participación en la modernización de las finanzas para las MIPYMES, pues en teoría se tienen los elementos adecuados para que por medio de éstas, el sistema financiero actual de cabida a los pequeños empresarios.

SITUACION ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LA INGENIERIA FINANCIERA EN MEXICO 101

No hace falta decir que las herramientas actuales estan dirigidas a las grandes empresas y que es necesario que el sistema financiero nacional se adapte a las necesidades del pais, dirigiendo nuevos instrumentos y/o mecanismos a las MIPYMES dada su importancia. Los bancos se han dado cuenta que las operaciones de Ingenieria Financiera no son más difíciles que la gestión de una cartera de valores y que su posición y relaciones dentro del sistema financiero les otorga una posición de privilegio y ventaja sobre cualquier empresa que trate realizar Ingenieria Financiera por su cuenta.

De todo lo anterior se puede deducir el crecimiento de la Ingenieria Financiera, por varias razones:

1.- Al ser algo parecido a un juego de construcción en que se pueden ir combinando instrumentos con fines diversos, el total de posibilidades es prácticamente indefinido, con un amplio campo todavía sin explorar.

2.- Permite a los bancos ir ajustando sus propios riesgos a medida que suministra instrumentos o servicios a sus clientes.

Con la entrada de bancos extranjeros la competencia provocará formas de financiamiento cada vez más complejas, el desarrollo de innovadores productos y procesos, una pugna constante entre instituciones financieras y empresas para identificar operaciones con mayores beneficios y menor riesgo, con unos menores costos de transformación, a todo ellos contribuirá el cada vez mayor grado de libertad en que se desenvuelve el sistema financiero, la agilización de las relaciones financieras con el apoyo informático, la internacionalización de las relaciones financieras y, sobre todo la creatividad, el ingenio y la innovación de los agentes financieros.

CONCLUSIONES

La Ingeniería Financiera es la adaptación de las finanzas a la modernización de los procesos económicos y a la problemática financiera presente. En otras palabras, es lo que comúnmente conocemos como finanzas, adicionando la aplicación de Instrumentos y procesos de uso internacional, de una manera creativa y estratégica.

Esta técnica puede ser bastante útil para el administrador financiero mexicano actual, pues le dá los elementos suficientes para desarrollar su actividad de una forma revolucionaria en el país.

Es importante mencionar que la Ingeniería Financiera es dinámica, es creativa y está en constante desarrollo. Es una disciplina que permite adaptar los Instrumentos existentes a las necesidades actuales o, en dado caso, la creación de una herramienta o un proceso innovador.

La adecuación de las herramientas y procesos financieros a las necesidades de las pequeñas empresas es básico y prioritario, pues el alto porcentaje en el que participan en la economía del país requiere de la apertura de la Ingeniería Financiera a estas empresas y no sólo a la élite para la cual funciona actualmente en México.

Oblivante antes que nada será necesario que se imparta la educación financiera en el empresario mexicano, dentro de la cual estará integrada la Ingeniería Financiera, y a un costo accesible, pues como información adicional, en la actualidad el contenido de la presente investigación tiene un costo de 1,000 dólares en cursos impartidos en instituciones educativas privadas y públicas.

Es público el conocimiento de que las variables socio-políticas suelen afectar de manera directa en todas las finanzas del país y si no se tiene la seguridad en el comportamiento de estas variables, difícilmente se puede pronosticar un desarrollo alentador.

Es necesario para el país y para todos los mexicanos, cambiar de mentalidad, dejar de ver a los suyos como enemigos y esforzarse por sacar adelante a México en forma conjunta, tanto gobernantes como gobernados.

Sólo de esta forma el trabajo y el esfuerzo de los administradores financieros, obtendrán los frutos que se esperan; además de la satisfacción del logro de los objetivos planteados inicialmente en un problema dado, la motivación que da el participar y coadyuvar a la evolución de la disciplina que se practica.

Con la intención de que el significado del término de Ingeniería Financiera sea del conocimiento del público en general se realizó la presente investigación, utilizando un lenguaje accesible y de uso común, además de incluir temas que influyen en el ambiente financiero actual. Espero que cumpla su objetivo.

GLOSARIO

Acción: Título-valor que representa una de las partes en que se divide el capital social de una empresa.

Adquisición: Acto en el cual se adquiere una empresa.

ADR. (American Depositary Receipt): Certificados de depósito americanos que proporcionan a su tenedor derechos patrimoniales pero se les restringe los derechos corporativos.

Análisis financiero: Es el proceso de estudiar la naturaleza de el origen y la aplicación de los recursos para determinar sus características y la relación que existe entre ellas.

Balanza de pagos: Es el resumen de los flujos de efectivo que llegan de otros países o que salen al exterior dentro de un periodo determinado.

Capitalización: Intercambio de deuda por Capital.

Cetes: Título emitido por el gobierno federal a plazo mayor de un año, mismo que se cotiza a una tasa de descuento respecto a su valor nominal.

C.P.P.: Es el costo ponderado promedio al que se espera captará recursos la banca en un mes, publicado por el Banco de México.

Desinversión: Consiste en realizar una venta de empresas subsidiarias, venta de empresas asociadas, una liquidación de subsidiarias y asociadas, una fusión de empresas, la cancelación de proyectos de inversión o la reducción de activos circulantes.

Eurodivisas: Monedas de aceptación Internacional que se encuentran depositadas en bancos fuera del país que las emite.

Ficorca: Fidelcomiso para la cobertura de riesgos cambiarios en donde el Gobierno "compra" la deuda de la empresa mexicana, y ésta le pagaba al Gobierno Federal.

Floating rate note.: Emisión de pagarés a tasa flotante.

Forward (contrato adelantado). Operación en que se formaliza el acuerdo de intercambiar monedas en una fecha futura y a un precio ya fijado.

Fusiones: Es la unión jurídica de dos o más empresas que complementadas entre sí, se disuelven sin llegar a liquidarse, subsistiendo una o naciendo otra, que deberá absorber a las disueltas en su totalidad a cambio de sus acciones.

Indicadores estratégicos: Indicadores que señalan el comportamiento futuro de un conjunto de variables macroeconómicas, mismas que deberán considerarse en las decisiones financieras.

Ingeniería Financiera.: Es la técnica que aplica nuevos instrumentos y procesos financieros, utilizando como mecanismos auxiliares la creatividad y el análisis de riesgo, para definir estrategias corporativas, prevenir y solucionar problemas financieros críticos.

Joint Venture (Riesgo colectivo, sociedad en participación): Creación de una entidad de negocios conjunta entre dos o más socios y realizar un trabajo mancomunado entre dos o más sociedades.

Mercado de Capitales.: Mercado financiero donde los valores operados tienen plazos de vencimiento a un plazo de vencimiento superiores a un año.

Mercado de dinero.: Mercado financiero donde los instrumentos operados tienen plazo de vencimiento a un plazo inferior de un año.

Mercado Primario.: Proceso de intermediación que toma lugar cuando se presenta una oferta pública de capital, cuyo pago ingresará directamente como recursos frescos a la empresa emisora.

Mercado Secundario: Lo integran el conjunto de operaciones de compra/venta de valores que todos los días se realizan y donde no intervienen las empresas emisoras de los mismos.

Mexicanización. Es el proceso de transferencia de extranjeros a mexicanos de la propiedad mayoritaria de una empresa.

Obligación. Es una deuda pública contraída en forma colectiva por una empresa o dependencia gubernamental.

Oferta pública de capital.: Oferta de acciones que corresponden a empresas inscritas en la Bolsa.

Operaciones a futuro: Mercado en donde se negocia el derecho a comprar o vender un producto a una fecha futura y a un precio determinado.

Operaciones a plazo.: Son aquellas cuya característica principal es que la liquidación de las mismas es posterior a las operaciones de contado

Papel comercial: Tasa de rendimiento respaldado por la empresa emisora, normalmente mayor que Cetes.

Reestructuración: Diferimiento de pagos de principal e intereses, implicando la elaboración de un nuevo calendario de pagos y una revisión de las condiciones inicialmente concertadas.

Renegociación.: Es lo mismo que una reestructuración. La diferencia radica en que en la reestructuración se ha dejado de pagar al acreedor y en la renegociación no existe atraso alguno.

Spot.: Operación de contado con entrega de divisas en no más de dos días. Equivale a cambiar una moneda por otra.

Swaps.: Convenio entre dos partes que se comprometen a realizar un intercambio de flujos de efectivo en el futuro en función de divisas, tasas de interés, cartera vencida, capitalización, mercancías, etc.

Tasas activas.: Tasas a las que prestan recursos los bancos.

Tasa de descuento: Es la tasa anual que se deduce sobre el valor nominal de un título, al colocarlo en el mercado.

Tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate). Tasa Interbancaria ofrecida en Londres.

Tasas pasivas.: Tasas a las que capta recursos la banca.

Tasa PRIME: Es la tasa a la que los bancos en EUA prestan dólares domésticos a sus mejores clientes.

Tasa real. Es la ganancia por encima de la inflación.

Tasa de rendimiento: Tasa anual resultante de dividir la ganancia obtenida entre el monto realmente invertido

Valuación de empresas: Es representar en términos monetarios los diferentes aspectos de una empresa como son: utilidades, flujos de efectivo, activos, pasivos, mercados, etc.

Ventas en Corto: Son aquellas operaciones de venta en las cuales el vendedor no posee los valores objeto de venta, en el momento de efectuar la transacción.

Warrants: Son instrumentos susceptibles de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores que confieren a sus tenedores a cambio del pago de una prima de emisión, el derecho de comprar o vender al emisor un determinado número de acciones a las que se encuentran referidos, de una canasta de acciones.

BIBLIOGRAFIA

1. Jauckens-Gant Lacunza Arturo. FINANZAS INTERNACIONALES, ENFOQUE PRACTICO. Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas, A.C. (IMEF). México, 1990.
2. Marshall, Jack y Bansal, Bipul. FINANCIAL ENGINEERING. E.U.A., 1992.
3. Aguilre, Octavio. EL MANUAL DE LA INGENIERIA FINANCIERA. México, 1989.
4. Kapner, Kenneth y Marshall, John F. THE SWAPS HANDBOOK: SWAPS AND RELATED RISK MANAGEMENT INSTRUMENTS. E.U.A., 1990.
5. Villegas, Eduardo y Ortega, Rosa Ma. EL NUEVO SISTEMA FINANCIERO MEXICANO. Editorial PAC, S.A. de C.V. México, 1993.
6. Marmolejo Gonzalez, Martín. INVERSIONES... PRACTICA, METODOLOGIA, ESTRATEGIA Y FILOSOFIA. IMEF. México, 1994.
7. Mansell Catherine. LAS NUEVAS FINANZAS EN MEXICO. IMEF / ITAM. México, 1994.
8. Bolsa Mexicana de Valores. QUE SON Y COMO OPERAN LOS TITULOS OPCIONALES EN MEXICO (WARRANTS). BMV / Limusa. México, 1995.
9. Decovny, Sherre. SWAPS. BMV / Limusa. México, 1995.
10. Rodriguez de Castro, James. INTRODUCCION AL ANALISIS DE PRODUCTOS DERIVADOS: FUTUROS, OPCIONES, FORWARDS, SWAPS. BMV / Limusa. México, 1995.
11. Bernal del Castillo, Roselia y Carrasco Martínez, Laura. BONO CUPON CERO COMO ALTERNATIVA DE REESTRUCTURACION DE LA CARTERA VENCIDA DE LA BANCA COMERCIAL. UNAM. México, 1995.