

00667



Universidad Nacional Autónoma de México

Programa de Posgrado en Ciencias de la Administración

Facultad de Contaduría y Administración

Facultad de Química

Instituto de Investigaciones Sociales

Instituto de Investigaciones Jurídicas

Examen General de Conocimientos

Trabajo escrito

Las sociedades de inversión internacionales como medio de diversificación de un portafolios de inversión

Que para obtener el grado de:

Maestro en Finanzas

Presenta: Act. Vicente José Martínez Fuentes

Tutor : M.A. y M.C. Juan Pedro Jaimes Flores

México, D.F.

2005

m. 342243



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

AGRADECIMIENTOS

Muchas veces, si he de ser honesto, me levanto al amanecer pensando en las actividades que, a lo largo del día, debo realizar. Mis pensamientos se centran en mi propia actuación y visualizo mi proceder futuro como si declamase un monólogo. Sin embargo, conforme desarrollo dichas actividades, tomo conciencia de que soy parte de una obra de teatro inmensa, con miles de actores, algunos protagonistas y otros con participaciones menores, pero todos jugando un papel que influye, de una u otra manera, en la actuación de los otros y, consecuentemente, en la mía. Finalmente, cuando termina el día, llega el inevitable balance que no es producto del monólogo original de la mañana sino de la interacción humana que nos impone la realidad.

El presente trabajo es un reflejo de lo anterior. En él se plasma la interacción que he tenido con miles de seres a los que sería imposible agradecer individualmente pero que, no por ello, dejan de estar latentes en mi diario vivir y en mis recuerdos.

En las siguientes páginas está presente el amor y apoyo incondicional de mi padre y mis hermanas. Saben bien, José Luis, Patricia y Susana, que este trabajo se los dedico a ustedes. Gracias por ser los protagonistas principales de mi vida.

A mis tíos Susana, Georgina, María del Socorro, María Teresa y José de Jesús. Gracias por estar siempre presentes y enseñarme el valor de la palabra familia.

A mis sobrinos Yayo, Andrea, Diego y Ricardo. Gracias por su alegría y su infinita sencillez infantil. Son mis maestros que nunca superará el alumno.

A mis profesores. Gracias, más que por sus conocimientos y experiencias invaluable, por los valores que supieron transmitirme. Estén seguros de que su bondadosa huella permanecerá.

Particularmente, deseo agradecer a mi asesor, M.A. y M.C. Juan Pedro Jaimes Flores, el apoyo y guía que me ha brindado, no sólo para la elaboración del presente trabajo, sino desde que tuve la fortuna de ser su alumno. Gracias, Juan Pedro, por tenderme la mano no sólo en el plano profesional sino como amigo.

A mis amistades, en especial a Antonio Kuri Breña y a María del Pilar Otaola, con quienes la distancia física no ha sido sinónimo de olvido sino de una revaloración del tiempo y las vivencias que compartimos.

A mis alumnos, cuya sed de conocimientos ha sido mi fuente de superación. En lo personal, a Carina Cedillo Pacheco. Gracias por tu fe y confianza en mí.

Finalmente, deseo agradecer a todos aquellos seres con quien tuve la inmensa fortuna de compartir y que se adelantaron en el camino, dejándonos una estela que nos sirve de guía y consuelo. Gracias por su eterna presencia emocional y afectiva. Especialmente a ti, mamá. Sé que tú hubieras gozado como nadie este trabajo y el momento que le rodea. Te dedico este esfuerzo esperando que estés orgullosa de tu hijo. Para ti, con amor, admiración y respeto. Siempre.

INDICE

	Página
INTRODUCCIÓN	1
ANTECEDENTES	4
OBJETIVOS	6
CUERPO CAPITULAR	
CAPÍTULO I. DEFINICIÓN, CARACTERÍSTICAS, VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN	7
CAPÍTULO II. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN MÉXICO	12
A. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN Y EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO	
B. REGULACIÓN Y CLASIFICACIÓN	
C. SUBCLASIFICACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN	
D. PERSPECTIVA HISTÓRICA Y SITUACIÓN ACTUAL	
CAPÍTULO III. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN CANADÁ Y EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA	21
A. ANTECEDENTES	
B. EVOLUCIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN: EL CASO CANADIENSE	
B.1) MARCO LEGAL	
B.2) CLASIFICACIÓN	
B.3) DESARROLLO DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES CANADIENSES	

**C. EVOLUCIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN:
EL CASO ESTADOUNIDENSE**

- C.1) MARCO LEGAL**
- C.2) CARACTERÍSTICAS DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN**
- C.3) CLASIFICACIÓN**
- C.4) DESARROLLO DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN
EN LOS MERCADOS DE VALORES DE
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA**

**CAPÍTULO IV.
PERSPECTIVA MUNDIAL DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN 42**

**CAPÍTULO V.
DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA INTERNACIONAL 47**

**CAPÍTULO VI.
VENTAJAS DE LA DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA
INTERNACIONAL MEDIANTE UN ANÁLISIS DE EQUILIBRIO 58**

**CAPÍTULO VII.
PROPUESTA PARA DIVERSIFICAR EL RÉGIMEN DE INVERSIÓN
INTERNACIONAL DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN
ESPECIALIZADAS EN FONDOS PARA EL RETIRO 64**

A. ANTECEDENTES

**B. CIRCULAR CONSAR 15-12: REGLAS GENERALES QUE ESTABLECEN EL
RÉGIMEN DE INVERSIÓN AL QUE DEBERÁN SUJETARSE LAS SOCIEDADES
DE INVERSIÓN ESPECIALIZADAS DE FONDOS PARA EL RETIRO**

C. PROPUESTA

CONCLUSIONES 76

ANEXOS 79

GLOSARIO 114

BIBLIOGRAFÍA 126

HEMEROGRAFÍA 128

SITIOS DE INTERNET 130

INTRODUCCIÓN

El entorno financiero mundial ha cambiado drásticamente en los últimos años. Dichos cambios no sólo han sido importantes por su magnitud sino por la velocidad de la dinámica que han presentado: la globalización e internacionalización económica y financiera, la conformación de macrobloques económicos, la aparición de grupos financieros tanto nacionales como transnacionales y la internacionalización de los mercados bursátiles son algunos de los temas frecuentemente escuchados y que son reflejo de las tendencias de los negocios en nuestros días.

Durante los últimos años hemos sido testigos del proceso de internacionalización de los mercados financieros del mundo. Las inversiones multinacionales fluyen, en cuestión de segundos, entre los diversos mercados existentes en el orbe. Particularmente y de acuerdo a las condiciones macroeconómicas, políticas y financieras existentes en dichos mercados, importantes flujos de efectivo se transfieren de los llamados mercados desarrollados hacia los emergentes, y viceversa. Asimismo, hemos dado testimonio de la creación de macrorregiones económicas delimitadas (*v.gr.*, Europa Occidental, Europa Oriental, Latinoamérica, Sudeste Asiático, etc.) y los países que las conforman se han convertido en objeto de cuidadosos análisis de riesgo y rendimiento por parte de instituciones calificadoras internacionales que, conforme a los resultados que arrojen los mencionados análisis, reciben una calificación de inversión, misma que influye directamente en las decisiones de los inversionistas, sean éstos de naturaleza institucional o personas físicas.

Nuestro país, al igual que el resto de las naciones que participa en los mercados financieros internacionales, capta inversiones extranjeras mediante la participación de los inversionistas foráneos en el proceso de compra-venta de valores bursátiles nacionales y, en contraparte, inversionistas mexicanos participan en mercados extranjeros a través de los instrumentos disponibles en las bolsas de valores de otras latitudes y, a partir del año 2003, en la misma Bolsa Mexicana de Valores. Ambas inversiones de nuestros conacionales, la realizada en nuestros mercados y la dirigida a mercados ajenos a nuestras fronteras, implican riesgos y oportunidades para el capital destinado a ellas.

La actual situación económica y financiera internacional así como sus tendencias obligan a pensar en el hecho de que nuestro país se encuentra frente a oportunidades, problemáticas, retos y perspectivas dentro un nuevo marco financiero mundial, el cual implica profundas modificaciones en los mecanismos de acceso tradicional a los servicios financieros no sólo de carácter nacional sino,



inclusive, internacional. Dichas modificaciones afectan al ámbito legal, financiero, tecnológico y académico, entre otros.

Lamentablemente, en México, la cultura financiera ha estado reservada a grupos profesionales especializados. Muchos otros grupos, que inclusive se desarrollan en áreas relacionadas con el mundo financiero y, particularmente, con la formación de un portafolios de valores y la administración del mismo, desconocen los conceptos y principios básicos del quehacer diario en las finanzas, específicamente de las bursátiles. La bibliografía que encontramos en nuestro país está escrita en idiomas extranjeros o bien es traducción de textos que hacen énfasis en las estructuras y experiencias de los mercados financieros desarrollados y maduros. Por ello, es importante dar a conocer los elementos, herramientas y metodología financiera necesaria para adentrarse en los mercados de valores desde la perspectiva de nuestros mercados y, así, fundamentar la toma de decisiones relacionada con las inversiones bursátiles, principalmente aquellas que se realizan a través de sociedades de inversión internacionales, ya que en nuestro medio existe desconocimiento de las características y bondades de la diversificación de los portafolios de inversión a través de sociedades de inversión y, concretamente, las de naturaleza internacional. Por lo anterior, el objetivo del presente estudio financiero es analizar, como se mencionó previamente, desde una perspectiva de los mercados nacionales, las particularidades, ventajas y desventajas financieras y bursátiles de la diversificación de activos financieros a través de los instrumentos conocidos como sociedades de inversión internacionales.

A lo largo de la historia, la diversificación de los portafolios de inversión, tanto en países, monedas de referencia, valores bursátiles, sectores y empresas, ha demostrado ser el mejor mecanismo para reducir el riesgo que enfrenta cualquier inversión y la mejor estrategia para permitirle a ésta participar en mercados con el fin de obtener atractivos rendimientos. Por ello, el conocimiento de los conceptos, técnicas y teorías sobre la administración de estos portafolios de inversión especializados, particularmente los de las sociedades de inversión internacionales, permiten al inversionista y al interesado en el tema, conocer la base financiera que sustenta la disminución del riesgo, por un lado, y la maximización de posibles utilidades, por el otro.

Cabe citar que la elaboración de trabajos como el presente es resultado de la relación directa del autor con los estudios realizados en la Maestría de Finanzas, impartida en la División de Posgrado de la Facultad de Contaduría y Administración de nuestra máxima casa de estudios, y que debe coadyuvar a despertar más inquietudes en este campo financiero, fomentando y apoyando al mercado de valores, así como el desarrollo académico de investigaciones al respecto que puedan, a su vez, reforzar tanto la práctica profesional como la académica mediante la metodología de la investigación documental. Asimismo,



este tipo de estudios debe sumarse a los esfuerzos que diferentes entidades financieras de nuestro país realizan para afrontar correctamente la evolución de las finanzas internacionales intentando, mediante la propagación del conocimiento, maximizar los beneficios de las inversiones bursátiles realizadas a nivel internacional y, a la vez, disminuir los riesgos que éstas implican.

El gusto que representa el tema desarrollado para el autor aunado a su participación laboral y académica en áreas que son tema de este trabajo, implican un compromiso hacia la sociedad de hacer explícitos tanto sus conocimientos como la experiencia adquirida en un tema poco difundido en el ámbito financiero nacional y, de igual manera, un reto al elaborar un trabajo en un área –todavía-poco conocida en nuestra sociedad y que obliga a una ardua labor, misma que deberá cristalizar en el enriquecimiento del acervo bibliográfico de la Facultad de Contaduría y Administración de nuestra máxima casa de estudios, la Universidad Nacional Autónoma de México.



ANTECEDENTES

Como se mencionó en la Introducción del presente estudio financiero, en nuestros días es fácilmente apreciable una tendencia hacia la globalización de los mercados internacionales. Claros ejemplos de esta tendencia han sido, desde la década pasada, la experiencia de contagio (tanto a la alza como a la baja) vivida en los mercados financieros y, particularmente, los bursátiles. En estos últimos ha sido palpable una cada vez mayor rotación de capitales, lo que frecuentemente ha ocasionado alta volatilidad en el entorno financiero mundial, como actualmente acontece.

Dentro de los mercados bursátiles, uno de los instrumentos de mayor accesibilidad con que cuentan los inversionistas, tanto nacionales como internacionales, son las sociedades de inversión. Ellas brindan la oportunidad de invertir en carteras diversificadas, bajo políticas de inversión específicas enfocadas a diferentes finalidades dependiendo del grado de aversión al riesgo, del rendimiento esperado, del nivel de liquidez requerido y de otras características particulares dependientes del perfil del inversionista. Lamentablemente, en nuestro país y pese a que han estado presentes por casi 50 años, las sociedades de inversión continúan siendo una forma desconocida de inversión, cuya percepción –al ligarse a la Bolsa Mexicana de Valores- no es del todo positiva. El desconocimiento de qué son y cómo operan han sido los principales factores que han inhibido la entrada masiva de capitales a ellas.

Cabe recordar que México ha vivido una serie de transformaciones económicas de gran envergadura en los últimos años. La firma de Tratados de Libre Comercio con Norteamérica y la Comunidad Económica Europea, principalmente, han significado un cambio en las relaciones económicas y financieras con nuestros vecinos del hemisferio. La influencia que ésto genera en nuestros mercados, específicamente en los de valores, nos obliga a conocer más detalladamente la estructura legal, financiera y operativa de sus mercados así como sus productos bursátiles, desarrollo, características, objetivos, estructura, volumen y operación.

El presente trabajo pretende abordar el tema de las sociedades de inversión internacionales haciendo hincapié en los mercados mexicano, canadiense y estadounidense, sin dejar de lado el resto de los mercados bursátiles. Es importante mencionar que este último se ha caracterizado por su liderazgo a nivel mundial tanto por el volumen de operaciones, variedad y sofisticación de sus instrumentos financieros, así como por el avance tecnológico en la transmisión de información y operaciones bursátiles aunado al respaldo de la mayor economía del mundo. Ha sido tradicionalmente el modelo financiero y bursátil que marca la pauta en el ámbito internacional.



Por todo lo anterior, el estudio de las sociedades de inversión participantes en otros mercados reviste gran importancia para nuestro mercado financiero y bursátil así como para nuestra economía.



OBJETIVOS

El presente estudio financiero tiene como objetivos, los siguientes:

- ◆ Definir a las sociedades de inversión como un tipo especial de instrumentos de inversión.
- ◆ Mostrar las características, ventajas y desventajas de las sociedades de inversión en general.
- ◆ Presentar brevemente la evolución histórica, el marco regulatorio y la clasificación de las sociedades de inversión para México, Canadá y Estados Unidos de América.
- ◆ Brindar un panorama comparativo de la situación actual de las sociedades de inversión locales e internacionales dentro del entorno de los mercados bursátiles mundiales.
- ◆ Estudiar las características de la diversificación internacional de una cartera de inversiones desde la perspectiva riesgo-rendimiento.
- ◆ Analizar las ventajas de la diversificación de una cartera de inversión internacional mediante la aplicación de un modelo financiero-matemático de equilibrio.
- ◆ Sugerir la posibilidad de que la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) modifique el régimen de inversión de las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), para que éstas, a través de sus Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES), puedan invertir y diversificar sus carteras con la adquisición de valores extranjeros a través de sociedades de inversión internacionales debidamente autorizadas y calificadas.



CAPÍTULO I. DEFINICIÓN, CARACTERÍSTICAS, VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN

Como se mencionó en los objetivos anteriormente detallados, para los fines del presente estudio reviste especial importancia definir el término *sociedades de inversión* dentro del ámbito de los instrumentos financieros a los que un inversionista pudiera estar en capacidad de tener acceso. Esto es particularmente relevante ya que, en nuestros mercados financieros, existe confusión entre los diversos términos empleados para referirse a dicho tipo de sociedades. Por lo anterior, es conveniente proceder a acotar y definir cada una de las acepciones empleadas para estos instrumentos.

Para comenzar con los términos financieros que se encontrarán posteriormente a lo largo de la presente obra, se debe definir el concepto más amplio (mismo que abarca a las sociedades de inversión) y que es el de portafolios de inversión. Este es un término adaptado de la literatura anglosajona y se define como el conjunto de activos, financieros y no financieros, que cualquier persona posee. En diversa literatura se le conoce, también, con el nombre de cartera de inversión (Cortina, 1992; Morales, en *Adminístrate Hoy*, julio 2002). Para el caso concreto del presente estudio solamente se considerará la parte de los portafolios de inversión invertida en activos financieros.

Existen varias clases de portafolios de inversión, los cuales se procede a definir. Por *fondo de inversión* se entiende cualquier forma que puede adoptar la inversión colectiva (unión de varios inversionistas) en valores, buscando la diversificación de riesgos mediante la participación en distintos instrumentos financieros (Downes, 2003). Específicamente, cuando existe una concesión otorgada por las autoridades financieras de un país para la constitución, operación y administración de un fondo de inversión y éste se encuentra disponible para cualquier inversionista habiéndose previamente establecido y comunicado sus parámetros y criterios de diversificación e inversión, se habla –entonces- de una *sociedad de inversión* (Morales, en *Adminístrate Hoy*, julio 2002).

Es importante señalar que existen otros tipos de fondos de inversión colectiva que no están disponibles para cualquier inversionista, como son el caso de fondos de ahorro, fondos de pensiones, fondos de prima de antigüedad, etc. Estos tipos de fondos generalmente tienen una administración centralizada (por ejemplo, la misma empresa que los ha creado, los empleados involucrados, algún fideicomiso creado exprofesamente, etc.). A esta clase de fondos de inversión colectiva se les conoce con el nombre de *compañías de inversión* (Cortina, 1992; Downes, 2003).



Adicionalmente, existen fondos de creación “informal”, agrupados bajo el nombre de *clubes de inversión*, los cuáles están conformados por grupos de personas que se unen de manera voluntaria para invertir sus activos financieros en la compra de valores, ya sean éstos bursátiles o extrabursátiles (Cortina, 1992).

En el caso particular del objetivo de las sociedades de inversión, éste se define en el artículo cinco de la actual Ley de Sociedades de Inversión (Legislación Bancaria Mexicana, 2003), publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de junio de 2001, que textualmente se transcribe a continuación:

“Las sociedades de inversión tendrán por objeto, la adquisición y venta de activos objeto de inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista, así como la contratación de los servicios y la realización de las demás actividades previstas en este ordenamiento.

Las acciones representativas del capital social de sociedades de inversión se considerarán como valores para efecto de la Ley del Mercado de Valores”.

Con base en lo anterior, las sociedades de inversión adquieren valores y documentos seleccionados de acuerdo a criterios de diversificación de riesgos, con los recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista (Cano, en *Inversionista*, octubre 2002; Lanzagorta, en *Inversionista*, noviembre 2002). En otras palabras, son empresas que reúnen los fondos de inversión de un gran número de personas con el objeto de invertirlos en una cartera diversificada de valores, bajo continua supervisión profesional y contando con autorización previa de las autoridades financieras correspondientes para su operación. En el caso de nuestro país, dicha autoridad es la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, dependiente de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (Flores, en *Inversionista*, enero 2003; Flores, 2004).

Cualquier inversionista, ya sea persona física o moral, puede participar en las sociedades de inversión a través de las acciones que las mismas emiten. Estas acciones son títulos de crédito que representan una parte alícuota del capital social de las sociedades y que incorporan derechos corporativos (León, 1992). Es válido acotar que por la parte alícuota se entiende aquélla parte proporcional del paquete de inversiones de la sociedad que pertenece al inversionista.

Las citadas acciones se ofrecen a los inversionistas mediante oferta pública a través de diversas entidades financieras, como lo son Operadoras de Fondos, Casas de Bolsa, Bancos y Distribuidoras de Fondos (Flores, 2003; Lanzagorta, en *Inversionista*, noviembre 2002). El valor nominal de la acción, es decir, el valor original de la acción al momento de ser emitida, lo determina libremente el emisor,



sin tener un plazo de redención o vencimiento. Por su parte, el valor de mercado de dichas acciones está determinado por el importe que resulte de dividir el monto de los valores de la cartera de inversión entre el total de acciones en circulación emitidas por la sociedad (Rueda, 2002). Así, el rendimiento de las acciones de las sociedades de inversión, el cual depende de la diferencia de los precios a los que se haya realizado la compra y venta de las mismas, está en función del rendimiento global de su cartera de valores. La utilidad para los accionistas se asigna diariamente, conforme a la valuación de la cartera correspondiente.

Es importante señalar que los miembros participantes en una sociedad de inversión (*v.gr.*, los inversionistas) delegan automáticamente las decisiones de inversión de sus recursos aportados al comité de inversiones constituido específicamente para tal efecto en las instituciones intermediarias (Marmolejo, 1991).

Finalmente, se puede hacer una analogía con las sociedades de inversión, las cuales son “trajes de marca o línea” y, en contraparte, los portafolios individualizados de inversión que, bajo estos parámetros, representarían los trajes “hechos a la medida” (Heyman, 1988).

Por lo que respecta a las principales características de las sociedades de inversión, las cuáles -además de su definición particular- las diferencian de los restantes tipos de fondos de inversión, se pueden citar las siguientes:

- Ofrecimiento de manera continua de sus acciones a los inversionistas, lo que se traduce en la existencia permanente de un mercado secundario.
- Posibilidad de recomprar sus acciones suscritas conforme se presenta la demanda.
- Capitalización variable.

Asimismo, las sociedades de inversión como cualquier instrumento financiero presenta tanto ventajas como desventajas. Entre las primeras se puede mencionar:

Para el inversionista (Flores, 2003 y 2004; Rueda, 2002; Sánchez, en *Dinero hoy*, noviembre 2001):

- Diversificación de cartera, el cuál es un principio fundamental para la disminución y administración del riesgo. Ésta es una cualidad de cualquier sociedad de inversión sin importar el monto de los recursos que maneje.



- Administración profesional de la cartera, es decir, asesoría y administración por especialistas financieros que cuentan con información al momento y con las condiciones óptimas para decidir sobre las alternativas y probabilidades que ofrecen los diversos mercados en los que participan las sociedades. Esta ventaja, en el pasado, sólo la tenían las personas físicas y morales que poseían grandes capitales, con lo que —a través de las sociedades de inversión— la experiencia financiera permea hasta los pequeños y medianos inversionistas.
- Garantía de inversiones reglamentadas y supervisadas por autoridades financieras.
- Sencillez de acceso a los mercados de valores para inversionistas con poca experiencia y/o con recursos limitados, ya que requieren un monto mínimo para participar en comparación con las carteras personalizadas de inversión. Ésto implica que el inversionista debe conocer las características de la sociedad de inversión y no de la totalidad de los instrumentos financieros que conforman el portafolios de inversión. Asimismo, la reinversión de intereses, ganancias de capital, amortizaciones y derechos generados por los distintos instrumentos que componen el portafolios de inversión se realiza de manera automática.
- Utilización de estrategias de inversión previamente seleccionadas y públicamente conocidas, lo que implica que no sea necesario dar un seguimiento continuo a los mercados de valores, que de otra manera representaría un costo de oportunidad para el inversionista.
- Existencia de variedad de opciones de compra, las que permiten participar en los diversos mercados de valores (dependiendo de la naturaleza de las sociedades).
- Flexibilidad, al existir una gran variedad de objetivos y plazos de inversión.
- Alta liquidez, dada su gran bursatilidad y la capacidad de la sociedad de recomprar sus propias acciones.
- Valuación diaria de los activos que componen el portafolios de inversión, lo que se traduce en el conocimiento diario del precio de la acción de la sociedad.

Para la empresa administradora (Flores, en *Inversionista*, enero 2004):

- Ofrecen la facilidad de supervisar una sola cartera compuesta de miles de inversionistas en lugar de miles de carteras de inversionistas individuales, operando y administrando montos relevantes que le generan economías de escala.



Para los mercados de valores:

- Ayudan a la descentralización, expansión y consolidación de dichos mercados al permitir el acceso a pequeños y medianos inversionistas.

En contrapartida, los inversionistas enfrentan las siguientes desventajas:

- Las sociedades pueden presentar minusvalías en el precio de sus acciones dado que cualquier evento que afecte los mercados en que se invierte, se reflejará directamente en el desempeño de las mismas, de acuerdo a las características y situación de cada sociedad en particular (Flores, 2003; Lanzagorta, en *Inversionista*, noviembre 2002). Ejemplos de eventos que afectan al precio de las acciones emitidas por las sociedades son:
 - * Fluctuaciones en las tasas de interés.
 - * Insolvencia del emisor de algún instrumento de deuda.
 - * Comportamiento que experimente el parámetro de referencia utilizado en su valuación (acciones, índices, etc.).
- Imposibilidad de garantizar un rendimiento preestablecido.
- Pérdida de flexibilidad respecto a las inversiones directas en cada instrumento financiero, lo que implica la necesidad de adaptarse a las políticas de operación y horarios de la sociedad. Esto último es particularmente relevante en el caso de desear retirar la inversión en una sola exhibición, ya que se debe conocer si existe o no la factibilidad conforme a la política que al respecto tenga establecida cada sociedad.
- Imposibilidad de seleccionar los valores que conforman el portafolios de inversión.
- Inexistencia de cobertura por parte del instituciones u organizaciones gubernamentales, como es el caso de los depósitos bancarios bajo el esquema de protección al ahorro.



CAPÍTULO II. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN MÉXICO

A. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN Y EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Las sociedades de inversión forman parte del Sistema Financiero Mexicano, dependiendo estructuralmente, como de manera previa se había citado, de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). A su vez, la CNBV es uno de los organismos de control y vigilancia dependiente de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Para mayores detalles, favor de referirse al Anexo I.

B. REGULACIÓN Y CLASIFICACIÓN

La actividad bursátil se encuentra regida en nuestro país por la Ley del Mercado de Valores (Legislación Bancaria Mexicana, 2003) de donde emanan otras leyes. En el caso particular de las sociedades de inversión, la Ley de Sociedades de Inversión es la correspondiente. Ésta se publicó por primera vez el 28 de diciembre de 1992 y actualmente se encuentra en vigor (como anteriormente se mencionó) la publicada el 4 de junio de 2001. En su artículo seis se definen cuatro tipos de sociedades, a saber:

- Sociedades de inversión en instrumentos de deuda

Las sociedades de inversión en instrumentos de deuda, conocidas anteriormente como sociedades de inversión de renta fija, son aquéllas que pueden invertir sus fondos en una cartera compuesta exclusivamente de instrumentos que representen deuda de los emisores, sean éstos entidades gubernamentales, bancarias o empresas privadas (Morales, en *Administrate Hoy*, julio 2002), o bien, instrumentos de protección (inflacionaria o cambiaria) que coticen en Bolsa. Las ganancias que obtienen son a través de intereses, en su mayor parte. Ejemplos de instrumentos del mercado de dinero en que se invierten los activos de este tipo de sociedades son:

- Gubernamentales
 - ◊ Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES)
 - ◊ Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES)
 - ◊ Bonos del Gobierno Federal (BONOS)
 - ◊ Bonos del Gobierno Federal indizados al valor de las unidades de inversión (UDIBONOS)



- ◇ Bonos bancarios para el desarrollo industrial con rendimiento capitalizable (BONDIS)
 - ◇ United Mexican States (UMS)
 - ◇ Bonos Brady
- Institucionales
 - ◇ Bonos de regulación monetaria (BREM)s)
 - ◇ Bonos de protección al ahorro (BPAs)
- Bancarios
 - ◇ Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento (PRLV)
 - ◇ Certificados de depósito bancario a plazo (CEDE)
 - ◇ Aceptaciones bancarias
- Empresariales y otros
 - ◇ Papel comercial
 - ◇ Certificado bursátil
 - ◇ Eurobonos
- Sociedades de Inversión de Renta Variable

Las sociedades de inversión de renta variable, conocidas anteriormente como sociedades de inversión comunes, son aquéllas que están autorizadas para invertir en una cartera diversificada de instrumentos bursátiles, tanto de renta variable como de instrumentos de deuda (es decir, mercado de capitales y mercado de dinero, respectivamente). Las ganancias que reportan se obtienen tanto de los intereses que generan los instrumentos de deuda como por los dividendos o incrementos de valor de las acciones (Morales, en *Adminístrate Hoy*, julio 2002). Ejemplos de instrumentos del mercado de capitales en que se invierten (o invirtieron) los activos de este tipo de sociedades son:

- Acciones
 - ◇ De empresas industriales, comerciales y de servicios
 - ◇ De compañías de seguros y fianzas
 - ◇ De Bancos
 - ◇ De Grupos Financieros
 - ◇ Pertenecientes al Dow Jones en la Bolsa Mexicana de Valores
 - ◇ Del mercado Global de la Bolsa Mexicana de Valores de Europa y Estados Unidos
- Obligaciones
 - ◇ Quirografarias
 - ◇ Hipotecarias
 - ◇ Convertibles en acciones
 - ◇ Con rendimientos capitalizables
 - ◇ Indizadas en moneda extranjera



- Bonos y otros
 - ◊ Bancarios de desarrollo
 - ◊ Certificados de participación inmobiliaria amortizables (CPI'S)

- Sociedades de inversión de capitales

Las sociedades de inversión de capitales, conocidas como SINCAS, son aquéllas que sirven para fomentar y regular la formación de empresas, llamadas promovidas, a través de recursos frescos, no crediticios, destinados a la creación, consolidación y venta de unidades productivas, en las cuales los inversionistas coinvierten con los empresarios y líderes de proyectos bajo las mismas condiciones. Este tipo de sociedad integra por lo menos cinco empresas promovidas durante el plazo que ella misma determine. No está limitada a un porcentaje máximo de inversión en una sola empresa. El 10% del capital autorizado es aportación de los socios fundadores nacionales o extranjeros y se le denomina "capital semilla". El 90% restante de capital autorizado puede ser adquirido por terceros, incluyendo a los socios fundadores. Estas sociedades pueden invertir en empresas que requieren capital a largo plazo y que, normalmente, no cotizan en Bolsa, lo que implica que sean sociedades mayoritariamente privadas. Las ganancias de la sociedad están directamente relacionadas con el desempeño de las empresas promovidas.

- Sociedades de inversión de objeto limitado

Las sociedades de inversión de objeto limitado, conocidas como Sofoles, son aquéllas que operan con valores y documentos emitidos por empresas que requieren recursos a largo plazo y cuyas actividades están relacionadas preferentemente con los objetivos de planeación nacional de desarrollo. Generalmente estas sociedades nacen de la unión de grupos de personas con un objeto o fin común, que se reúnen para crear medios de financiamiento e inversión que beneficien su actividad productiva, mediante el otorgamiento de préstamos o créditos a cargo de los socios o la emisión de valores representativos de una deuda. Este tipo de sociedades operan exclusivamente con los activos autorizados por sus propios estatutos y prospectos de información al público inversionista ya que, al momento de elaborar el presente trabajo, no se contaba con la regulación secundaria que debe emitir la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para definir su funcionamiento. Para mayor información al respecto, consultar el sitio electrónico de la Condusef [www.condusef.gob.mx/mercado/III\(quión_bajo\)1\(quión_bajo\)5.htm](http://www.condusef.gob.mx/mercado/III(quión_bajo)1(quión_bajo)5.htm).



Cabe señalar que los tres tipos de sociedades de inversión primeramente señalados (*v.gr.* en instrumentos de deuda, de renta variable y de inversión de capitales) requieren de una sociedad operadora o administradora, sea esta una casa de bolsa, una institución de crédito o una sociedad independiente. Los rendimientos de los citadas sociedades estarán en función del desempeño de los instrumentos que componen su cartera de inversión. En el caso particular de las sociedades de inversión de renta variable, el valor de sus acciones está determinado, principalmente, por el importe que resulte de dividir entre el total de acciones en circulación emitidas por la sociedad, el monto de los valores de su propiedad a precio de mercado (Bolsa), más sus demás activos menos sus pasivos (Rueda, 2002).

Es importante mencionar que las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefores) no son objeto de estudio *per se* en la presente investigación debido a que la manera de participación no se realiza a través de la firma de un contrato de intermediación bursátil. Este tipo de sociedades difieren de las demás ya que surgieron a partir del nuevo sistema de pensiones en nuestro país creado en 1997 (Flores, 2003), con el fin de preservar el poder adquisitivo de las aportaciones obligatorias que en forma tripartita (Gobierno, patrón y trabajador) se depositan en la cuenta individual de cada trabajador. Su administración recae en las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) y están normadas por la Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro (LSAR) y supervisadas por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR), órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, dotado de autonomía técnica y facultades ejecutivas, con competencia funcional propia en los términos de la citada LSAR (referirse al Anexo I).

La CONSAR es, dentro del Sistema Financiero Mexicano, la autoridad responsable del establecimiento de mecanismos, criterios y procedimientos para el funcionamiento de los sistemas de ahorro para el retiro previstos en las leyes del Seguro Social, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores y del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado. Parte importante de sus atribuciones son la determinación de mecanismos de protección a los intereses de los trabajadores cuentahabientes así como la inspección y vigilancia de las sociedades de inversión que manejen recursos de las subcuentas de retiro y de las sociedades de inversión enfocadas a las aportaciones voluntarias (www.consar.gob.mx, 7/1/2004). Por todo lo anterior y aunado a su creciente importancia en nuestro Sistema Financiero, el presente trabajo está obligado a considerar y sugerir la posibilidad de que, a través de este tipo de sociedades de inversión, se logre una internacionalización de los capitales invertidos en las mismas, con la consecuente diversificación del binomio riesgo-rendimiento. Para ello, se propone la participación en sociedades de inversión internacionales. Dicha propuesta se desarrolla en el capítulo VII.



C. SUBCLASIFICACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN

Actualmente, con base en las disposiciones de carácter general de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, las sociedades de inversión en instrumentos de deuda y las de renta variable se subdividen en diversas clases (Flores, 2003; Rueda, 2002; Morales, en *Adminístrate Hoy*, julio 2002), atendiendo a los criterios de diversificación, especialización y tipificación de su régimen de inversión. Así, las primeramente citadas se subclasifican en:

- De mercado de dinero
Aquéllas que invierten al menos el 90% de sus activos en instrumentos gubernamentales, bancarios y privados con un plazo por vencer no mayor a 90 días y que correspondan a las dos más altas calificaciones crediticias.
- Especializadas
Aquéllas que invierten al menos 60% de sus activos en instrumentos gubernamentales, bancarios o privados, según sea su especialización, o en valores referidos a un concepto específico (por ejemplo, valores con tasa de interés real o valores para cobertura cambiaria). En esta subclasificación se encuentran aquellas sociedades que se especializan en papeles gubernamentales y/o bancarios, con el fin de mejorar la seguridad de la inversión. De esta subclasificación se desprenden una serie de sociedades, a saber:

Sociedades de inversión de cobertura

Aquéllas que invierten en valores referidos a dólares estadounidenses con el fin de ofrecer protección contra las devaluaciones de nuestra moneda.

Sociedades de inversión de tasa real

Aquéllas que invierten en valores que proporcionan rendimientos reales para proteger a la inversión contra la pérdida de poder adquisitivo del peso mexicano. Actualmente el único instrumento existente en nuestro mercado que ofrece cobertura inflacionaria y el cual es adquirido preponderantemente por este tipo de sociedades es el udibono.

Sociedades de inversión especializadas en algún tipo de deuda

Aquéllas que invierten mayoritariamente ya sea en deuda gubernamental, bancaria o corporativa.

- Combinadas
Se diferencian de las especializadas en que sus activos son invertidos en más de un instrumento de deuda, con el fin de mejorar la posibilidad de mayores rendimientos y lograr una mejor diversificación. Se presentan en esta subclasificación combinaciones en diferentes grados de deuda gubernamental, bancaria y privada.



- En valores sin grado de inversión
Se caracterizan por invertir al menos el 60% de sus activos en instrumentos de deuda sin grado de inversión, con la finalidad de obtener mayores rendimientos a costa de un mayor nivel de riesgo asumido, ya que dichas clases de instrumentos tienen una mayor probabilidad de impago debido al incumplimiento por parte de la emisora.
- Agresivas
Su principal característica es que no tienen máximos ni mínimos por tipo de instrumento ya que su estrategia está enfocada a utilizar a su favor los movimientos del mercado para generar rendimientos. Son sociedades enfocadas a la caza de oportunidades de mercado, sin un plazo específico.

Por su parte, las sociedades de inversión de renta variable se subdividen en:

- Indizadas
Su objetivo de inversión es replicar el comportamiento y rendimiento de algún índice en particular. El Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es, generalmente, el indicador a emularse mediante una diversificación y ponderación del portafolios de inversión similar a éste, aunque existen otros índices de referencia (Inmex, Dow Jones, etc.). Cabe añadir que, a partir de mayo de 2003, se encuentran disponibles en la BMV sociedades de inversión indizadas al Dow Jones (Díaz, en *Inversionista*, septiembre 2003; Ruiz, en *Inversionista*, noviembre 2003; Flores, en *Inversionista*, enero y abril 2004), índice accionario representativo del mercado de valores de Estados Unidos que agrupa a las 30 empresas más importantes del sector industrial y cuyas acciones se negocian en la Bolsa de Nueva York (*New York Stock Exchange*, NYSE), mismas a las que se le conoce como acciones "estrellas" o *blue chips*.
- De largo plazo
Son aquéllas que invierten al menos el 60% de sus activos en valores de renta variable cuya rotación anual de cartera no sea superior al 80%, lo que implica una baja rotación de los valores adquiridos y mayores plazos de permanencia para los inversionistas.
- De la pequeña y mediana empresa
Son aquéllas que invierten al menos el 60% de sus activos en acciones de empresas que no pertenecen al grupo de las 25 emisoras de mayor tamaño (capitalización) en la BMV, buscando un mayor potencial de crecimiento pero asumiendo un mayor riesgo.
- Sectoriales
Son aquéllas que invierten al menos el 60% de sus activos en valores de renta variable de cierto tipo de empresas. Su objetivo es aprovechar las



expectativas de mayor rendimiento potencial que cierta industria o sector manifiesta.

- **Regionales**
Son aquéllas que invierten al menos el 60% de sus activos en acciones de empresas localizadas en una región geográfica específica.
- **Balanceadas**
Son aquéllas que invierten entre 30 y 60% de sus activos en instrumentos de renta variable y la parte restante en instrumentos del mercado de deuda. Las estrategias que definen los porcentajes varían entre las diferentes sociedades que pertenecen a esta subclasificación y se definen en el respectivo prospecto de información al público inversionista.
- **Preponderantemente en deuda**
Son aquéllas que invierten entre 10 y 30% de sus activos en instrumentos de renta variable y la parte restante en instrumentos del mercado de deuda, lo que las convierte en sociedades de tipo conservador.
- **Agresivas**
Al igual que su contraparte en instrumentos de deuda, su principal característica es que no tienen máximos ni mínimos por tipo de instrumento ya que su estrategia está enfocada a utilizar a su favor las oportunidades que ofrecen los mercados (tanto de capitales como de deuda) para generar rendimientos, lo que implica estrategias de corto plazo. Cabe mencionar que la mayoría de las sociedades de inversión de renta variable son de esta naturaleza, aunque es importante considerar que ésto se debe, en buena medida, a que esta subclasificación es la de criterio más amplio.

Es importante citar que en el artículo séptimo de la actual legislación se señala que las sociedades de inversión deben adoptar, en base a su régimen de recompra de acciones, la modalidad abierta o cerrada (Legislación Bancaria Mexicana, 2003). Estas modalidades contemplan a las sociedades de inversión en instrumentos de deuda, las de renta variable, las de inversión en capitales y las de objeto limitado. Consisten en:

- **De tipo abierto**
Son aquellas sociedades que tienen la obligación, en términos de la Ley de Sociedades de Inversión y de sus prospectos de información al público inversionista, de recomprar las acciones representativas de su capital social o de amortizarlas con la venta de los activos componentes de su cartera de inversión, a menos que conforme a los supuestos previstos en los citados prospectos, se suspenda en forma extraordinaria y temporal dicha recompra.



- De tipo cerrado
Son aquellas sociedades que tienen prohibido, en términos de la Ley de Sociedades de Inversión y de sus prospectos de información al público inversionista, recomprar las acciones representativas de su capital social o de amortizar acciones con la venta de los activos componentes de su cartera de inversión, a menos que dichas acciones se coticen en una bolsa de valores, supuesto en el cual se ajustarán en la recompra de acciones propias a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores.

D. PERSPECTIVA HISTÓRICA Y SITUACION ACTUAL

Las sociedades de inversión han ido aumentando en número en el mercado de valores nacional como se puede apreciar en el Cuadro I, que analiza su comportamiento en los últimos 15 años. Asimismo, en el Anexo II se relaciona en detalle las sociedades de inversión registradas ante la Secretaría de Hacienda y Crédito Público al 6 de noviembre de 2004. Por su parte, el Anexo III adjunta información de los principales indicadores del mercado de sociedades de inversión, como son:

- Participación en el mercado por tipo de sociedad de inversión
- Número de inversionistas por tipo de sociedad de inversión
- Promedio de inversión por participante
- Rendimientos históricos y mensuales de los diferentes índices de sociedades de inversión en instrumentos de deuda

Se debe señalar que la información disponible por parte de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) al momento de la elaboración del presente trabajo y, particularmente, en lo que respecta al Anexo III, era al mes de julio de 2003. Los indicadores antes mencionados reflejan este hecho.

Finalmente, en el Anexo IV se detalla la composición de la cartera de las sociedades de inversión a finales de 2002 y 2003, donde se puede apreciar la importante diversificación y participación en instrumentos financieros de nuestros diferentes mercados de valores así como el crecimiento que tuvieron en sus activos las citadas sociedades.



Cuadro I
Número de Sociedades de Inversión en México
1988-2003

Año	<u>Deuda</u>		<u>Renta variable</u>		<u>Total</u>	
	Núm.	Índice	Núm.	Índice	Núm.	Índice
1988	58	100	47	100	105	100
1993	153	264	81	172	234	223
1998	178	307	97	206	275	262
2003	326	562	100	213	426	406

Nota: El rubro intitulado "Deuda" abarca las sociedades de inversión en instrumentos de deuda para personas físicas, personas morales y de cobertura. No incluye los fondos especializados para el retiro.

Fuente: Elaboración propia con datos de Anuarios Bursátiles (Bolsa Mexicana de Valores) de los años correspondientes.

Es importante indicar que, aunque las sociedades de inversión han aumentado en número, como se constata en el Cuadro I, su participación en el mercado financiero nacional es aún marginal. De acuerdo a la información presentada en el Anexo III, a julio de 2003, existían 672,597 inversionistas participantes en sociedades de inversión. Por su parte, a septiembre del mismo año, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores tenía registrados 28,314,336 contratos de cuentas de disponibilidad inmediata y 3,779,357 contratos en depósitos a plazo, lo que da un total de 32,093,693 contratos bancarios en instrumentos financieros que compiten, indirectamente, con las sociedades de inversión. Comparativamente hablando, el mercado bancario en estos dos segmentos representó casi 48 veces el tamaño alcanzado por las sociedades de inversión, lo que refleja la poca penetración de estos últimos instrumentos en el ámbito financiero local.



CAPÍTULO III.

LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN CANADÁ Y EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

A. ANTECEDENTES

Como se mencionó en la Introducción de la presente investigación, en nuestros mercados financieros se desconocen, entre muchos aspectos, las bondades de las sociedades de inversión. Por el contrario, los países que tienen mercados desarrollados y maduros cuentan, tradicionalmente, con una gran variedad de estos instrumentos financieros que les han permitido aprovechar su riqueza y la posibilidad de generar ahorro interno (Flores, en *Inversionista*, enero 2001). Sus mercados financieros se han visto apuntalados, entre otros factores, por la profundidad con que estos instrumentos han arraigado en los diferentes estratos de sus estructuras sociales, lo que se ha traducido en el mejor aprovechamiento de los mercados así como en la continua expansión tanto de estrategias de inversión como de mecanismos de diversificación. Los resultados han sido, entre otros, las mayores posibilidades de rendimiento que tienen sus inversionistas así como una mayor diversificación y disminución de sus riesgos financieros.

En nuestro caso, es de suma importancia tener en consideración cual ha sido el camino recorrido por las naciones desarrolladas y sus mercados financieros, a fin de no desfasarnos respecto a los avances que éstos presentan y comprender la forma en que han afrontado, si no es que impulsado, la globalización y regionalización de los citados mercados. Particularmente, como previamente se había señalado, los diversos mercados financieros de nuestro mayor socio comercial se han caracterizado por marcar la pauta a nivel mundial tanto por el volumen de operaciones, variedad, diseño y sofisticación de sus instrumentos financieros, así como por el avance tecnológico en la transmisión de información, recursos financieros y operaciones bursátiles, respaldado todo esto por la mayor economía del mundo. Los mercados estadounidenses, desde el siglo pasado, se han significado como el modelo financiero y bursátil líder en el ámbito internacional. En el caso de las sociedades de inversión es la nación que cuenta con el mayor número y variedad tanto a nivel doméstico como internacional.

Por todo lo anteriormente expresado, el presente capítulo tiene como objetivo mostrar una panorámica de las sociedades de inversión en Canadá y Estados Unidos de América, con el fin de apreciar la riqueza de variedad y posibilidades que estos instrumentos financieros tienen. Los inversionistas de esas latitudes tienen a su alcance, a través de sus Bolsas, la capacidad de diversificar sus activos financieros mediante sociedades de inversión que les permiten elegir entre diversos países, regiones, divisas, empresas, bonos e instrumentos de deuda



(Flores, en *Inversionista*, febrero 2001), sin la necesidad de transferir su dinero a otros países para invertir en diferentes mercados con lo que, además de los beneficios citados, generan recursos de manera interna.

Es claro para quien revise la historia financiera de nuestros socios del Tratado de Libre Comercio para Norteamérica, con quienes ya cumplimos un decenio desde la firma del mismo, que los mercados estadounidenses y canadienses no sólo no han colapsado sino que han crecido y se han fortalecido con la presencia de pequeños y medianos inversionistas, que tienen a su alcance una gama de posibilidades a nivel local e internacional a través de las sociedades de inversión. En nuestro caso, reconocemos la existencia de inversiones a nivel internacional por parte de conacionales desde hace varias décadas. Estos inversionistas han emigrado sus capitales financieros, entre otros aspectos, por la falta de instrumentos adecuados a sus necesidades y son una muestra de que, aún sin los cambios en nuestra legislación y estructura financiera, existirán recursos capaces de ser invertidos en ámbitos internacionales.

El presente capítulo inicia con el caso de las sociedades de inversión canadienses y finaliza con las estadounidenses como método de presentación *in crescendo*.

B. EVOLUCIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN: EL CASO CANADIENSE

En Canadá, la historia de las sociedades de inversión data desde 1931, cuando *Calvin Bullock Limited*, una firma administradora de sociedades de inversión, emitió el primer Fondo de Inversión Canadiense, sin tener mucho éxito.

Fue a partir de 1949 cuando la industria de las sociedades dió un gran paso. La firma *Winnipeg-Based Investors Group* comenzó a ofrecer éstas de puerta en puerta y a través de centros financieros. Un año después ya había 10 sociedades en el mercado, con un total de activos de 70 millones de dólares americanos. En esta época su crecimiento fue lento ya que se les consideraba, primordialmente, como instrumentos conservadores.

En los años 60 surgen otros tipos de sociedades con carteras no tan diversificadas que invertían en acciones especulativas y de riesgo, a los cuales se les llamó "*Go-Go Funds*". En el año de 1968 ya existían 41 sociedades con una suma de activos que alcanzaba el monto de 2.8 mil millones de dólares americanos. En esta época, cientos de agentes de ventas empezaron a involucrarse en este negocio.



En la década de los años setenta, el crecimiento de las sociedades de inversión se detuvo considerablemente, ya que los inversionistas de los "Go-Go Funds" tuvieron grandes pérdidas por primera vez en su historia, debido a la crisis que se presentó en el mercado de valores canadiense, lo que ocasionó que el inversionista perdiera la confianza en estos instrumentos. En esa década, de las aproximadamente 70 sociedades existentes en el mercado, sólo 17 ofrecieron ganancias.

A mediados de la década de los 80, el incremento de las sociedades fue muy marcado: la suma de los activos de las Compañías Administradoras de dichas sociedades alcanzó la cifra de 10.2 miles de millones de dólares americanos, mostrando la recuperación de la confianza por parte de los inversionistas.

En la década pasada, las sociedades canadienses tuvieron un crecimiento espectacular adoptando formas similares a las sociedades de inversión estadounidenses. La mayoría de las sociedades operan en Canadá bajo la forma jurídica conocida como Planes de Ahorro Registrados.

B.1) MARCO LEGAL

En Canadá no existe una legislación federal específica tal como se cuenta en México o Estados Unidos. Las sociedades de inversión operan bajo la legislación de sociedades y por ella se rigen en materia de prospectos y operaciones. Todas las sociedades de inversión quedan sometidas a la legislación de fraudes (*Securities Frauds Prevention Act*) de cada Provincia, así como a las Comisiones de Valores que administran dichas leyes en sus respectivas jurisdicciones. Estas Comisiones controlan tanto las actividades de las sociedades de inversión como de sus administradores y distribuidores a través de lineamientos específicos de Políticas Nacionales y de Provincia para Fondos Mutuos e, igualmente, a través de la Legislación de Valores de Provincia, aplicable a todos los emisores y participantes en el Mercado de Valores (The Canadian Securities Institute, 1996).

No obstante lo anteriormente citado, existen algunos aspectos que sí están regulados a nivel nacional, entre los que se encuentran:

- Presentación de información (conocida por el término anglosajón *disclosure*)
 - * Sistema de prospectos
 - * Sistema de prospectos simplificados
- Inscripción o registro en la Comisión de Valores
- Prácticas de ventas inaceptables



B.2) CLASIFICACIÓN

En el territorio canadiense existen diversas clasificaciones de las sociedades de inversión (www.ific.ca, 5/11/2004). La más amplia de ellas es la que divide a éstas en:

Sociedades de inversión abiertas (*Open-End Investment Funds*)

Son conocidas comúnmente como *Fondos Mutuos*. Se consideran de tipo abierto ya que adquieren su capital a través del ofrecimiento continuo e ilimitado de los títulos representativos de su capital, y recompran sus acciones suscritas conforme se presenta la demanda, por lo que su capitalización cambia constantemente.

El precio de mercado de este tipo de sociedad se determina en base al valor del activo neto por acción. Dicho valor se obtiene sumando al valor de los títulos que conforman el portafolios todos los demás activos y restando a esa suma el total de pasivos. La diferencia resultante se divide entre el número de acciones suscritas hasta ese momento.

Este tipo de sociedades tienen la característica de recomprarle a sus inversionistas las acciones representativas de su capital, de acuerdo a las políticas de cada sociedad.

Sociedades de inversión cerradas (*Closed-End Investment Funds*)

Este tipo de sociedades obtienen todo su capital a través de una oferta pública única de sus acciones y, una vez que la oferta inicial ha sido realizada completamente, estas sociedades no pueden redimir las acciones de sus tenedores. Las personas interesadas en liquidar sus tenencias deben acudir al mercado, encontrar un comprador y negociar el precio aceptable para ambas partes, por lo que los precios se fijan por la oferta y la demanda entre inversionistas particulares.

Dado lo anterior, la actividad del comercio de las acciones de estas sociedades puede tener lugar en un mercado extrabursátil (conocido por el término anglosajón *over the counter*), así como en una Bolsa de Valores.



Lo anteriormente explicado se resume en el siguiente cuadro comparativo, donde se agregan otras características de esta particular clasificación de sociedades:

Cuadro II Sociedades de inversión abiertas vs. Sociedades de inversión cerradas

<u>Característica</u>	<u>Sociedades abiertas</u>	<u>Sociedades cerradas</u>
<i>Número de acciones en circulación</i>	Cambia constantemente	Fijo
<i>Frecuencia de ofertas públicas</i>	Frecuentemente se emiten nuevas acciones	Sólo una vez
<i>Recompra por parte del emisor</i>	Autorizada, a precio de valuación (valor neto de activos)	Prohibida
<i>Lugares de operación de compra-venta</i>	Directamente de la Sociedad, suscriptores o intermediario bursátil	Por intercambio entre inversionistas o mercados extrabursátiles
<i>Relación entre el precio de compra y el valor neto de los activos</i>	El precio de compra incluye el valor neto de los activos más cargos por venta. El valor neto de los activos se determina por el valor de mercado de los instrumentos que componen el portafolios de inversión.	El precio de compra se determina por la oferta y la demanda. El precio puede exceder el valor neto de los activos (<i>venta con premio</i>) o ser inferior a éste (<i>venta con descuento</i>).
<i>Costos de operación</i>	Cargos por venta se añaden al valor neto de los activos. Cualquier cuota por la recompra de títulos debe ser señalada en el prospecto relativo.	Se carga comisiones por operación realizada sobre una base de mediación.



Fondos mutuos

En Canadá, el término fondo mutuo (*mutual fund*) puede técnicamente utilizarse para identificar cualquier sociedad de inversión, sea de tipo abierta o cerrada, ya que significa la conjunción de recursos individuales para propósitos de inversión. No obstante, este término ha sido comúnmente utilizado para referirse a las sociedades de inversión abiertas. El estudio de éstas reviste especial importancia para poder tener un marco comparativo con respecto a nuestras sociedades de inversión en aspectos cuantitativos (número de sociedades) y cualitativos (diversidad de sociedades en base a parámetros y políticas de inversión de activos).

TIPOS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN (según la clasificación del Instituto de Valores Canadienses)

El Instituto de Valores Canadienses clasifica a las sociedades de inversión, como anteriormente se había mencionado, en sociedades de inversión abiertas y cerradas. Únicamente las primeras son objeto de subclasificación, a saber:

A. Sociedades de ingreso o bonos (*Income or Bond Funds*)

Invierten sus activos exclusivamente en instrumentos de deuda a corto plazo. Su objetivo es obtener altos ingresos. Su portafolios de inversión está compuesto de bonos corporativos y gubernamentales.

B. Sociedades balanceadas (*Balanced Funds*)

Invierten el 50% de sus activos en acciones comunes y el resto en diferentes instrumentos de deuda emitidos por compañías que han recibido la más alta calificación crediticia. Su objetivo es minimizar el riesgo de mercado y obtener ingresos corrientes permanentes. Su portafolios de inversión mantiene porcentajes variados de bonos, acciones preferentes y acciones comunes.

C. Sociedades de valores o acciones comunes (*Common Stock or Equity Funds*)

Invierten sus activos principalmente en un portafolios de acciones comunes, manteniendo un porcentaje pequeño en instrumentos de corto plazo de renta fija con el fin de poder otorgar liquidez. Su objetivo es la máxima apreciación de capital. Este tipo de sociedades se subclasifica, a su vez, de acuerdo al nivel de riesgo en el que el portafolios de inversión incurre.

D. Sociedades especulativas o de desempeño (*Speculative or Performance Funds*)

Invierten en las acciones comunes que se consideran especulativas y con alto riesgo, por lo que se consideran más agresivos aún que las sociedades de valores.



E. **Sociedades especializadas** (*Speciality Funds*)

Concentran la inversión de sus activos en una industria o grupo de industrias relacionadas, o bien, en una área geográfica del mundo. Su principal objetivo es el crecimiento a largo plazo. Dada su estrategia de inversión, estas sociedades son muy vulnerables a factores que afecten el sector o región geográfica en la cuál está invertida su cartera de valores, ya que no están muy diversificadas.

F. **Sociedades de dividendos** (*Dividend Funds*)

Invierten principalmente en acciones preferentes que pagan dividendos fijos independientemente de los dividendos de las acciones comunes.

G. **Sociedades de bienes raíces** (*Real Estate Funds*)

Invierten en bienes raíces o inmuebles, tanto comerciales como industriales. Su objetivo de inversión es el crecimiento a largo plazo mediante la apreciación de capital y la reinversión de ingresos.

H. **Sociedades éticas** (*Ethical Funds*)

Creadas a principios de la pasada década, se caracterizan porque las decisiones de inversión son guiadas por un criterio moral, que varía de una sociedad a otra. El criterio moral puede reflejar creencias religiosas, aspectos sanitarios, aspectos humanitarios, aspectos ecológicos, etc.

Asimismo, existe en el mercado de sociedades de inversión canadienses otra clasificación basada en la Guía de Fondos Mutuos, misma que data desde 1991 y que recopila las diversas clases de sociedades existentes a lo largo del territorio canadiense (Pape, 1991). Estas se agrupan de la siguiente forma:

Sociedades de efectivo (*Cash-Type Funds*)

Incluyen todas las sociedades especializadas en inversiones de corto plazo, fácilmente convertibles en efectivo. Se consideran las sociedades más seguras porque sus activos son generalmente los de menor riesgo en el mercado, por lo que se utilizan como opción de inversión en situaciones de incertidumbre económica y en momentos de movimientos fuertes en el mercado de valores. Se subclasifican en:

- * **Sociedades del mercado de dinero** (*Money Market Funds*)
Invierten en bonos federales o provinciales, certificados de depósito, bonos corporativos de corto plazo y aceptaciones bancarias.
- * **Sociedades de bonos federales** (*Treasury Bills Funds*)
Invierten exclusivamente en Bonos Federales.



Sociedades de ingreso fijo (*Fixed Income Funds*)

En este grupo se incluyen las sociedades especializadas en inversiones que pagan un interés o tasa fija, tales como bonos e hipotecas. Están dirigidas a inversionistas conservadores que desean minimizar riesgos y obtener un flujo constante de ingresos. Se subclasifican en:

- * **Sociedades hipotecarias** (*Mortgage Funds*)
Invierten en hipotecas de viviendas.
- * **Sociedades de bonos** (*Bond Funds*)
Invierten en bonos gubernamentales, municipales y de las compañías más grandes.
- * **Sociedades de bonos e hipotecas** (*Bond and Mortgage Funds*)
Invierten en bonos e hipotecas habitacionales.
- * **Sociedades de acciones preferentes** (*Preferred Share Funds*)
Invierten exclusivamente en acciones preferentes.
- * **Sociedades internacionales de ingreso** (*International Income Funds*)
Invierten en valores internacionales de ingreso fijo, usualmente bonos emitidos en otros países. Consecuentemente, sus activos están denominados en moneda extranjera. El objetivo de inversión es la protección de las posibles fluctuaciones que pudiera tener el dólar canadiense.
- * **Sociedades convertibles** (*Convertible Funds*)
Invierten en valores de ingresos fijos, como bonos o acciones preferentes, con la particularidad de que los anteriores instrumentos financieros puedan ser convertibles en acciones comunes. El objetivo de inversión es obtener un flujo de ingresos a través de los intereses o dividendos y mantener vigente la posibilidad de obtener ganancias de capital si el precio de las acciones comunes aumenta, pudiéndose optar por la conversión.

Sociedades de crecimiento (*Growth Funds*)

Los tipos de sociedades dentro de este rango se consideran de alto crecimiento a través de máximas ganancias de capital. La mayoría invierten tanto en acciones del mercado de valores canadiense como de otros mercados internacionales, así como en productos básicos o primarios, metales preciosos, bienes raíces o inmuebles. Se consideran como sociedades de alto riesgo y se sitúan como las inversiones más agresivas. Se subclasifican en:



- * **Sociedades de acciones canadienses** (*Canadian Equity Funds*)
 Invierten en acciones canadienses consideradas bursátiles. Son las sociedades más frecuentemente vendidas en Canadá. A su vez, se dividen en:
 - **Sociedades éticas** (*Ethical Funds*)
 Invierten en compañías que, de acuerdo a ciertos criterios previamente establecidos, se consideran como "morales" o "éticas".
 - **Sociedades indizadas** (*Indexed Funds*)
 Invierten en las acciones que conforman el índice de precios y cotizaciones del mercado de valores canadienses (global, no provincial).
 - **Sociedades de protección** (*Protected Funds*)
 Invierten en acciones y valores que, bajo ciertas técnicas de administración de riesgos, permiten que los movimientos del mercado de valores afecten positivamente el capital de la sociedad (por ejemplo, acciones con betas negativas).
 - **Sociedades sectoriales** (*Sector Funds*)
 Invierten en un sector particular de la economía. En los últimos años han sido muy comunes las inversiones relacionadas al sector energético y de recursos naturales.
 - **Sociedades de valor** (*Value Funds*)
 Invierten en acciones que se negocian por abajo de su valor en libros o acciones técnicamente llamadas *subvaluadas*.

- * **Sociedades de acciones norteamericanas** (*U.S. Equity Funds*)
 Invierten principalmente en acciones estadounidenses. Existen en la actualidad alrededor de 50 sociedades de este tipo con diferentes niveles de desempeño.

- * **Sociedades globales e internacionales** (*International and Global Funds*)
 Las sociedades internacionales invierten exclusivamente en acciones de otros países de acuerdo a sus políticas de inversión, mientras que las sociedades globales combinan inversiones en acciones de otros países y valores locales.



- * **Sociedades de inversión en valores de países específicos** (*Country-Specific Funds*)
Concentran su inversión en acciones de una nación específica. Por ejemplo, las sociedades de acciones japonesas fueron las más vendidas en Canadá durante la pasada década de los 80 y principios de los 90.
- * **Sociedades de metales preciosos** (*Precious Metal Funds*)
Invierten en acciones de compañías mineras explotadoras de metales preciosos y en lingotes de oro.
- * **Sociedades de bienes raíces o inmuebles** (*Real Estate Funds*)
Invierten en bienes raíces comerciales e industriales. Los ingresos provienen tanto de las ganancias de capital como de los intereses que generan las rentas.
- * **Sociedades de productos básicos o primarios** (*Commodities Funds*)
Invierten en opciones y futuros de productos básicos o primarios, por lo que se consideran sociedades de muy alto riesgo.

Sociedades balanceadas (*Balanced Funds*)

En este grupo de sociedades se incluyen todas aquéllas que tienen una cartera de inversión diversificada, contemplando inversiones en efectivo, valores de ingresos fijos vía instrumentos de deuda y acciones corporativas. Su objetivo de inversión es mantener un crecimiento aceptable de su capital minimizando riesgos. Este tipo de sociedades son muy populares en Canadá y actualmente existen alrededor de 100 de este tipo.

B.3) DESARROLLO DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES CANADIENSES

Desde 1965 hasta 1993, las sociedades de inversión en Canadá han mostrado un crecimiento sostenido, tanto en su número como en los montos de activos administrados y en la cantidad de cuentas registradas, como se puede advertir en el siguiente cuadro. El número de sociedades existentes en el mercado, en el período bajo estudio, creció 7,548%, lo que implica una tasa compuesta de 12.1% anual, mientras que el valor de mercado, al pasar de \$1.7 a \$438.9 miles de millones en dólares americanos, se desarrolló a una tasa anual compuesta de 15.7%, lo que resulta en un crecimiento total de 25,818%. Por su parte, el número de cuentas pasó de 488,500 a 51,141,600, lo que se traduce en un crecimiento durante el período de 10,469%, es decir, una tasa anual compuesta de 13%.



Cuadro III
Número de sociedades, cuentas y valor de mercado en Canadá
1965 - 2003

Año	Número Sociedades	Valor mercado Miles de millones	Núm. Cuentas Miles
1965	25	\$1.7	488.5
1970	50	\$2.4	771.1
1975	63	\$1.8	563.7
1980	87	\$3.6	479.6
1985	155	\$10.2	952.4
1990	422	\$24.9	2,587.9
1995	916	\$146.2	15,295.1
2000	1,605	\$418.9	50,302.9
2001	1,831	\$426.4	52,068.7
2002	1,956	\$391.3	53,188.9
2003	1,887	\$438.9	51,141.6

Notas:

Las cifras que expresan el valor de mercado están en dólares americanos.

Las sociedades de inversión registradas por el Investment Funds Institute of Canada representan el 97% del total de los activos administrados en dicho país.

Fuente: The Investment Funds Institute of Canada.

C. EVOLUCIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN: EL CASO ESTADOUNIDENSE

Las sociedades de inversión en Estados Unidos de América comenzaron su desarrollo más importante a finales de los años sesenta y principios de los setenta, pese a que existían en el mercado norteamericano desde 1924.

Lo anterior fue resultado de que, durante la décadas mencionadas, las tasas de interés nominales en dólares invertidos fuera de Estados Unidos aumentaron al mismo tiempo en que se extendían los techos o límites máximos sobre las tasas de interés para los depósitos en los bancos domésticos norteamericanos. Los inversionistas de ese país, tanto personas físicas como empresas, comenzaron a obtener (en varios casos) tasas negativas en términos reales sobre sus depósitos realizados en su propio territorio. Para esa época, los valores del mercado de dinero estaban fuera del alcance de sus manos ya que requerían inversiones con valor nominal mínimo de \$100 mil dólares. El resultado fue el desplazamiento de recursos financieros norteamericanos hacia instituciones que participan y tienen su sede en mercados fuera del territorio estadounidense (conocidos por el término



anglosajón de mercados *offshore*) donde las inversiones diesen resultados más atractivos, o bien, metales preciosos y bienes raíces. Así, ante la presión de cuentahabientes y de la industria financiera, en 1972, el Gobierno norteamericano autorizó la comercialización de acciones de sociedades de inversión del mercado de dinero, a montos muy inferiores a los requeridos para participar directamente (mil dólares, a través de la mayoría de las sociedades de inversión) aunada a la ventaja de poder emitir cheques (Mansell, 1992). Cabe recordar que las sociedades de inversión en instrumentos de deuda no están sujetas a techos de tasas de interés ni a mecanismos de política monetaria, como el encaje legal.

Particularmente, las sociedades de inversión en instrumentos de deuda cobraron un impulso notable a raíz de la introducción, en los Estados Unidos, de la Cuenta de Administración de Dinero (*Cash Management Account* o *CMA*). Ésta aparece en el mercado norteamericano en 1977, diseñada por el banco de inversión *Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc.* Este tipo de sociedades de inversión tiene como objetivo la obtención de plusvalía vía intereses en contraste con la plusvalía vía ganancias de capital de las sociedades de inversión en renta variable.

Actualmente y a raíz de lo antes citado, las sociedades de inversión son los principales participantes en el mercado de dinero norteamericano así como en los mercados *offshore* y en otros mercados de dinero donde dichas sociedades están legalmente autorizadas.

C.1) MARCO LEGAL

Las sociedades de inversión norteamericanas actualmente están reguladas por la Ley de Valores de 1933 (*The Securities Act of 1933*), la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 y acuerdos de 1970 (*The Investment Company Act of 1940, and 1970 Amendments*) y los Lineamientos de Política de la Comisión de Bolsa y Valores (*The Securities and Exchange Commission Statement of Policy*). A esta última Comisión se le conoce, coloquialmente, como la *SEC*, por sus siglas en inglés (Blanes, 1999).

Por medio de estas leyes se emiten diferentes lineamientos, que regulan de manera integral, coordinada y sistemática las diferentes actividades de dichas sociedades.

Particularmente, la Ley de Valores de 1933 regula la emisión de nuevos valores (donde se incluyen las acciones de sociedades de inversión), buscando proteger al público contra prácticas fraudulentas en la emisión de dichos valores. Dicha protección se realiza mediante el requerimiento, tanto a emisores como



distribuidores de valores, de información completa y relevante sobre la operación y situación financiera, así como sobre las características propias de la emisión, además de exigir la entrega del prospecto a los posibles inversionistas (Downes, 2003).

Cualquier sociedad de inversión debe ser registrada ante la Comisión de Bolsa y Valores (*SEC*). De igual manera, toda información relevante a la sociedad debe ser entregada a dicha dependencia con objeto de que las acciones de las sociedades de inversión puedan ser ofrecidas al gran público inversionista.

Por su parte, la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 y los Acuerdos de 1970 buscan proteger al inversionista contra actividades impropias o deshonestas que puedan realizar las sociedades de inversión, sus administradores o sus promotores. En 1970 se añadieron a la Ley en cuestión, nuevos acuerdos referentes a las cuotas de administración (Downes, 2003).

La Ley de Sociedades de Inversión especifica que éstas deben ser organizadas y operadas a nombre y a favor de los accionistas. Cualquier cambio en la organización u operación de las sociedades debe ser bajo el consentimiento de ellos. Prohíbe, entre otras medidas, la compra de valores con créditos de margen y la venta de valores en corto. Asimismo, regula la revelación de información financiera de las sociedades.

En cuanto a los Lineamientos de Política de la *SEC*, éstos se dictaron para regular los procedimientos de venta de las acciones de sociedades de inversión así como definir la estructura y contenido de la información proporcionada al gran público inversionista.

C.2) CARACTERÍSTICAS DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN

Las sociedades de inversión norteamericanas están organizadas como corporaciones bajo la figura jurídica de Sociedades Mercantiles, especializadas en la administración de inversiones que reúnen los capitales de numerosos ahorradores y los invierten por cuenta y a beneficio de éstos, en un conjunto amplio y selecto de valores, teniendo para ésto un régimen de inversión bastante flexible, con el objeto de diversificar las inversiones y, con ello, disminuir los riesgos y promediar las utilidades.



C.3) CLASIFICACIÓN

COMPAÑÍAS ADMINISTRADORAS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN

En Estados Unidos existe una figura denominada Compañía Administradora de Sociedades de Inversión. Estas Compañías están organizadas como corporaciones bajo la figura jurídica de Sociedades Mercantiles y se caracterizan por la facultad conferida a sus administradores de elegir libremente la composición de los portafolios de inversión administrados. Cabe señalar que aproximadamente el 80% de las Compañías de Inversión que en general existen y están registradas en la SEC pertenecen a este grupo.

Estas Compañías Administradoras, se subclasifican comúnmente como Sociedades Abiertas o Sociedades Cerradas, de acuerdo a la integración de su capital (Downes, 2003):

Sociedades abiertas (*Open-End Investment Funds*)

Se caracterizan porque adquieren su capital a través del ofrecimiento continuo e ilimitado de los títulos representativos del mismo. Las leyes federales requieren que cada Sociedad Abierta calcule el valor neto por acción al menos una vez al día. Esta valuación se realiza al cierre de la Bolsa de Nueva York (*New York Stock Exchange*) los días en que ésta opera. Las Sociedades Abiertas están facultadas para recomprar a sus inversionistas las acciones representativas de su capital, de acuerdo a las condiciones establecidas en su prospecto. Estas sociedades redimen sus acciones al valor del activo neto por acción o precio de valuación.

Sociedades cerradas (*Close-End Investment Funds*)

Este tipo de sociedades obtienen todo su capital a través de una oferta pública única de sus acciones, aunque no se excluye la posibilidad de ofertas futuras ocasionales. Las acciones de las Sociedades Cerradas pueden negociarse tanto en un mercado extrabursátil (conocido en la literatura anglosajona como *over the counter, OTC*) así como en una Bolsa de Valores, siempre y cuando las sociedades cumplan con los requisitos y sean aceptadas para cotizar en ellas. Finalmente, una vez que la oferta inicial ha sido realizada completamente, las Sociedades Cerradas no pueden redimir las acciones de sus tenedores. En ese caso, las personas interesadas en liquidar sus tenencias accionarias deben acudir al mercado, encontrar un comprador y negociar un precio aceptable para ambas partes. Cabe mencionar que existe la posibilidad de que, ocasionalmente, una Sociedad Cerrada recupere sus acciones cuando cumpla con las siguientes condiciones:



- Proporcionar a cada inversionista un informe de su intento de recomprar las acciones en el mercado, cuando menos con seis meses de anticipación, o
- Proporcionar a todos los inversionistas la oportunidad de ofrecer sus acciones bajo el ofrecimiento formal que se lleva con la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, denominado ofrecimiento público de compra.

Para mayor información sobre las características de este tipo de sociedades, favor de consultar el Cuadro II expuesto en la sección de sociedades de inversión canadienses.

TIPOS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN SEGÚN LA CLASIFICACIÓN PROPORCIONADA POR LA *NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS (NASD)*

La clasificación de sociedades de inversión proporcionada por la más conocida asociación de operadores de valores bursátiles y financieros de Estados Unidos, la *National Association of Securities Dealers* (Asociación Nacional de Negociantes de Valores, *NASD*, por sus siglas en inglés) se basa en las diversas políticas de inversión de las sociedades. Esta clasificación es la siguiente:

Sociedades de inversión diversificadas en acciones comunes (*Diversified Common Stock Companies*)

Son sociedades que se caracterizan por invertir todos sus activos en un portafolios de acciones comunes pertenecientes a una gran variedad de industrias, aunque tienen suficiente flexibilidad para cambiar a obligaciones o a cualquier posición de efectivo si las condiciones de los mercados lo ameritan. Su objetivo de inversión es la apreciación del capital. Éste grupo se subdivide en:

- **Sociedades de crecimiento (*Growth Funds*)**
- **Sociedades de crecimiento agresivo (*Aggressive Growth Funds*)**
- **Sociedades de crecimiento e ingreso (*Growth and Income Funds*)**

Sociedades de inversión balanceadas (*Balanced Funds*)

Mantienen porcentajes variados de bonos, acciones preferentes y acciones comunes en su portafolios de inversión con el fin de minimizar el riesgo de mercado mientras obtienen ingresos corrientes establecidos como razonables. Entre el 60 al 75% de su cartera de inversión está en acciones comunes. El resto



se invierte en valores de la más alta calificación crediticia de empresas de primera línea.

Sociedades de inversión de ingreso (*Income Companies*)

Su objetivo es proporcionar al inversionista altos ingresos provenientes de empresas que tradicionalmente paguen considerables dividendos o bonos cuyo rendimiento se ubique por encima del promedio, sin importar la calificación o clase de los valores en que se invierte.

Sociedades de inversión especializadas (*Specialized Companies*)

Concentran sus inversiones en una industria o en un grupo de industrias relacionadas, o en una particular área geográfica del mundo, buscando el crecimiento de su capital a largo plazo. Dentro de esta clasificación se encuentran las sociedades especializadas en la inversión de valores extranjeros así como las sociedades especializadas en la inversión de metales preciosos.

Sociedades de inversión en bonos y acciones preferentes (*Bond and Preferred Stock Companies*)

Estas sociedades están diseñadas para inversionistas que desean la combinación de un ingreso continuo y un riesgo mínimo, invirtiendo su capital por períodos cortos. Dentro de esta clase de fondos están las Sociedades de Bonos (*Income Bond Funds*), que se caracterizan por invertir exclusivamente en instrumentos de deuda a corto plazo. Sus portafolios de inversión contienen Bonos de Tesorería, Bonos de Agencias Gubernamentales, Aceptaciones Bancarias, Cedes y Papel Comercial perteneciente a empresas con altas calificaciones crediticias y todos ellos con vencimientos menores a un año.

Sociedades de opción e ingreso (*Option Income Funds*)

Su objetivo es la generación de altos rendimientos invirtiendo, principalmente, en opciones de acciones comunes negociadas en las Bolsas de Valores estadounidenses. Su rendimiento generalmente proviene de diversas fuentes, entre las que se encuentran la obtención de dividendos, los premios obtenidos al finalizar la opción de compra, las ganancias de capital obtenidas en el corto plazo, la venta de acciones del portafolios en el ejercicio de opciones así como cualquier beneficio derivado de las transacciones de compra.

Sociedades con doble propósito (*Dual Purpose Companies*)

Estas sociedades son de naturaleza cerrada. También se les conoce con el nombre de Sociedades Apalancadas (*Leveraged Companies*). Estas sociedades distribuyen dos clases de valores en igual importe a través de una oferta simple. Cada clase tiene diferentes objetivos y privilegios. Así, una clase es comparable a las acciones preferentes y se identifica como acciones de ingreso. Esta clase de acciones da derecho a recibir los dividendos netos y los intereses ganados por la sociedad de inversión en el portafolios, con un monto mínimo de dólares garantizado. La otra clase de acción es comparable a las acciones comunes y se denomina acciones de capital. Su función es la de proporcionar derecho a



participar en la apreciación del valor y de cualquier ganancia neta por las transacciones efectuadas con los valores del portafolios de inversión.

Sociedades de inversión de intercambio (*Exchange Type Company*)

Estas sociedades inducían al inversionista a convertir su inversión en un valor específico en un portafolios diversificado de valores disminuyendo, con ello, el riesgo de volatilidad en el precio de las acciones. La estrategia de estas sociedades se basaba en ciertas ventajas fiscales que existían antes de 1967 pero que, a partir de 1976 y tras las reformas de las respectivas leyes impositivas, fueron suprimidas haciendo obsoleto este tratamiento especial, por lo que el crecimiento en el mercado de este tipo de sociedades se ha visto seriamente obstaculizado.

TIPOS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN SEGÚN LA CLASIFICACIÓN PROPORCIONADA POR EL *INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI)*

Adicionalmente a la clasificación elaborada por la *NASD*, el *Investment Company Institute* (Instituto de Sociedades de Inversión, *ICI*, por sus siglas en inglés) proporciona su clasificación de los diferentes tipos de fondos mutuos (*mutual funds*) que existen en los Estados Unidos. Cabe señalar que el término fondo mutuo puede técnicamente utilizarse para identificar cualquier sociedad de inversión, sea ésta de tipo abierta o cerrada, ya que significa la conjunción de recursos para propósitos de inversión. No obstante, este término ha sido comúnmente utilizado para referirse a las sociedades de inversión de tipo abierto.

Es de suma importancia conocer la clasificación de las sociedades de inversión del *ICI*, ya que se considera como la más ampliamente reconocida en el territorio estadounidense y muestra tanto la variedad como la profundidad que han alcanzado estos instrumentos de inversión en los diferentes mercados norteamericanos. A continuación se presenta (Wurman, 1995):

Sociedades de portafolios flexibles (*Flexible Portfolio Funds*)

También llamadas Sociedades de Distribución de Activos (*Assets-Allocation Funds*), se caracterizan porque pueden invertir hasta el 100% de sus activos netos en acciones, bonos o instrumentos del mercado de dinero, dependiendo de las condiciones del mercado.

Sociedades de crecimiento agresivo (*Aggressive Growth Funds*)

Su objetivo de inversión es obtener la máxima apreciación de capital asumiendo riesgos mayores a los que ordinariamente se encontrarían en los mercados mediante operaciones consideradas agresivas, como las ventas en corto y el uso de futuros y opciones.



Sociedades de crecimiento (*Growth Funds*)

Diversifican su portafolios de inversión en acciones comunes conservadoras o de crecimiento, con el fin de obtener ganancias de capital.

Sociedades de crecimiento e ingreso (*Growth and Income Funds*)

Estas sociedades pretenden proporcionar a sus inversionistas una combinación adecuada de ingresos continuos y crecimiento de capital a largo plazo. Para ello, invierten principalmente en acciones comunes de compañías que han tenido aumentos en el valor de su acción, así como también en aquéllas que otorgan atractivos pagos de dividendos.

Sociedades de ingreso (*Income Funds*)

Son aquéllas que invierten principalmente en acciones de compañías con atractivos pagos de dividendos con el fin de obtener un alto nivel de ingresos continuos.

Sociedades de metales preciosos (*Precious Metals/Gold Funds*)

La característica principal de este tipo de sociedades es que deben mantener dos terceras partes de sus portafolios invertidos en valores asociados con oro, plata y otros metales preciosos.

Sociedades de valores mundiales (*Global Equity Funds*)

Estas sociedades se distinguen porque invierten sus activos en valores comercializados u operados en cualquier parte del mundo, incluyendo Estados Unidos.

Sociedades internacionales (*International Funds*)

El portafolios de inversión de este tipo de sociedades está enfocado a la adquisición de acciones de compañías establecidas fuera del territorio de los Estados Unidos, procurando siempre mantener –al menos- dos terceras partes de su cartera invertida en este tipo de acciones.

Sociedades balanceadas (*Balanced Funds*)

Mantienen porcentajes variados de bonos, acciones preferentes y acciones comunes en su portafolios. Tienen como objetivo minimizar el riesgo de mercado mientras obtienen ingresos razonables y crecimiento a largo plazo. Sus prácticas de inversión se consideran moderadas.

Sociedades de ingresos mixtos (*Income Mixed Funds*)

Invierten los activos de su portafolios en valores que otorgan atractivos intereses, además de acciones e instrumentos de deuda. Su diferencia con las sociedades balanceadas es muy sutil.

Sociedades gubernamentales de ingreso (*U.S. Government Income Fund*)

Son aquéllas que realizan inversiones en una variedad de valores gubernamentales como valores de la tesorería (*Treasury Bill's*), bonos, valores



hipotecarios respaldados por garantía federal (*Federally guaranteed mortgage-backed securities*) y otros instrumentos gubernamentales.

Sociedades “Ginnie Mae” (*Ginnie Mae Funds*)

Estas sociedades invierten en valores hipotecarios (*mortgage securities*) avalados por la Asociación Nacional de Hipotecas del Gobierno (*Government National Mortgage Association*, conocida popularmente con el sobrenombre de *Ginnie Mae*).

Sociedades de bonos corporativos (*Corporate Bond Funds*)

Son sociedades que invierten la mayor parte de su portafolios en bonos corporativos y en un porcentaje menor en Bonos del Tesoro Norteamericano (*U.S. Treasury Bonds*) o en bonos emitidos por órganos federales. Se subclasifican, a su vez, en base al plazo que tengan los bonos corporativos en corto, mediano y largo plazo.

Sociedades de bonos de alto rendimiento (*High-Yield Bond Funds*)

Este tipo de sociedad mantiene hasta dos terceras partes de su portafolios invertido en bonos corporativos de baja calificación crediticia, a cambio de un alto rendimiento, por lo que los inversionistas enfrentan mayores riesgos en comparación con inversiones en bonos mejores calificados. El nombre más común de los instrumentos en que invierten es el de bonos basura o chatarra (también conocidos por el término anglosajón *Junk Bonds*).

Sociedades globales de bonos (*Global Bond Funds*)

La inversión permitida para esta clase de sociedades son los valores de deuda emitidos por compañías de países de todo el mundo, incluyendo Estados Unidos.

Sociedades de ingresos vía bonos (*Income Bond Funds*)

Su portafolios de inversión está constituido por una mezcla de bonos corporativos y gubernamentales.

Sociedades de bonos municipales de largo plazo (*Long-Term Municipal Bond Funds*)

Realizan inversiones en bonos emitidos por estados y municipios que tienen la finalidad de financiar proyectos de carácter público. Además, estas sociedades se caracterizan por ofrecer a sus inversionistas –generalmente- un rendimiento exento del pago del impuesto federal.

Sociedades de bonos municipales de corto plazo (*Short-Term Municipal Bond Funds*)

Los activos de estas sociedades se invierten en valores municipales de corto plazo. También se les conoce como sociedades del mercado de dinero exentas de impuestos (*Tax-Exempt Money Market Funds*).



Sociedades de bonos municipales monoestatales de largo plazo (*State Municipal Bond-Long-Term Funds*)

Esta clase de sociedades son similares a las correspondientes a bonos municipales de largo plazo, diferenciándose en que el portafolios de las primeras está compuesto por emisiones de bonos municipales de un solo Estado de la Unión Americana, y tiene como principal ventaja que para el residente del Estado en cuestión, su rendimiento está exento de los impuestos tanto federales como estatales.

Sociedades de bonos municipales monoestatales de corto plazo (*State Municipal Bond-Short-Term Funds*)

Esta clase es equivalente a la de las sociedades de bonos municipales de corto plazo, diferenciándose en que el portafolios de este tipo de fondos contiene las emisiones de bonos municipales de un solo Estado de la Unión Americana. Al igual que en las sociedades de bonos municipales monoestatales de largo plazo, para el residente del Estado correspondiente, el ingreso está exento de los impuestos federales y estatales.

Sociedades de mercado de dinero (*Money Market Funds*)

Su objetivo de inversión está enfocado en valores de corto plazo, procurando el menor riesgo posible. Para ello, invierten en valores estables y seguros como los son los Certificados de la Tesorería (*Treasury Bill's*), los certificados de depósito de grandes bancos y papel comercial respaldado por una alta calidad crediticia.

Sociedades de opción e ingreso (*Option/Income Funds*)

Invierten sus activos financieros principalmente en acciones comunes que otorguen pagos de dividendos y que en los mercados de derivados existan opciones de compra de la acción respectiva. Sus ingresos generalmente provienen de dividendos otorgados, premios en opciones y ganancias netas derivadas de la venta de valores del portafolios.

La clasificación del *ICI* no contempla las sociedades llamadas de sector o especializadas, las cuales invierten exclusivamente en compañías de sectores específicos. El *ICI* clasifica a estas sociedades dentro del grupo de crecimiento agresivo. Asimismo, las Sociedades de servicios públicos (*Public-Utility Funds*) son consideradas por el Instituto como parte de las sociedades de crecimiento e ingreso.

C.4) DESARROLLO DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES DE ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

Como previamente se ha mencionado, el comportamiento de las sociedades de inversión en Estados Unidos ha marcado la pauta al resto de las sociedades en otros países. Este punto se analizará con más detalle en el siguiente capítulo



donde, al comparar los diferentes mercados mundiales de sociedades de inversión, se podrá captar la importancia y profundidad del mercado norteamericano en comparación con sus similares.

Baste por el momento decir que, actualmente, las sociedades de inversión norteamericanas son el principal motor (tanto por operaciones realizadas como por los volúmenes de compra-venta) de las diferentes Bolsas de los Estados Unidos de América (E.U.A.). Las sociedades de este país, en las últimas décadas, han mostrado un crecimiento constante tanto en su número como en los montos de activos administrados y cuentas registradas, como es notoriamente apreciable en el siguiente cuadro, mismo que muestra el comportamiento de los rubros antes citados durante el período 1940 – 2002.

Cuadro IV
Número de sociedades, cuentas y valor de mercado en E.U.A.
1940 - 2002

Año	Número Sociedades	Valor mercado Miles de millones	Núm. Cuentas Miles
1940	68	\$0.5	296.1
1945	73	\$1.3	497.9
1950	98	\$2.5	938.7
1955	125	\$7.8	2,085.3
1960	161	\$17.0	4,897.6
1965	170	\$35.2	6,709.3
1970	361	\$47.6	10,690.3
1975	426	\$45.9	9,876.1
1980	564	\$134.8	12,087.6
1985	1,528	\$495.4	34,098.4
1990	3,079	\$1,065.2	61,948.0
1995	5,725	\$2,811.3	131,219.2
2000	8,155	\$6,964.7	244,748.5
2001	8,307	\$6,975.0	248,759.3
2002	8,256	\$6,391.6	250,981.0

Nota: Las cifras que expresan el valor de mercado están en dólares americanos.
Fuente: Mutual Fact Book 2003.



CAPÍTULO IV. PERSPECTIVA MUNDIAL DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN

La industria de las sociedades de inversión se ha convertido en un negocio mundial gracias al crecimiento que, especialmente, los fondos mutuos (o sociedades de inversión abiertas) han tenido en todos los mercados, incluyendo los pertenecientes a las economías emergentes. Actualmente, por ejemplo, existe información disponible del mercado de sociedades de inversión de 14 países en vías de desarrollo y de 26 economías desarrolladas (Mutual Fund Factbook, 2003).

Es importante recalcar que en años recientes, la globalización de los mercados ha ocasionado la apertura de diversas economías, un crecimiento y aceleración de procesos de privatización, la disminución generalizada de barreras comerciales y un creciente número de oportunidades para invertir en diferentes mercados financieros. Así, los inversionistas alrededor del mundo han optado por aportar sus recursos en forma conjunta y bajo figuras jurídicas reconocidas (como lo son las sociedades de inversión), particularmente cuando se trata de inversiones en mercados que les son ajenos. En consecuencia, la transferencia de recursos financieros a nivel mundial ha ocasionado que la industria de las sociedades de inversión haya vivido un crecimiento explosivo en los últimos años. Por ejemplo, en el período que abarcó de 1988 a 2002, los activos totales (con base en la información disponible a nivel mundial) pasaron de \$1.81 billones de dólares americanos a \$11.22 billones. Los activos de las sociedades de los 40 países con los que se cuenta con toda la información para el mencionado período, crecieron 520%, es decir, a una tasa compuesta del 13.9% anual. Ninguna economía en el orbe creció constantemente a ese ritmo en el período antes citado.

Cabe hacer un comentario especial: la mayor parte del crecimiento arriba mencionado se originó en el mercado de los Estados Unidos de América, en donde los activos aumentaron, durante el período en cuestión, de \$0.81 billones de dólares a \$6.39 billones, lo que representa un crecimiento de 689%, implicando una tasa compuesta de 15.9%. Excluyendo al mercado estadounidense, la tasa compuesta de los 39 países restantes se sitúa en 11.9% anual, pero -aún así- sigue siendo una tasa de crecimiento alta.

A nivel mundial, el número de sociedades de inversión de tipo abierto, al igual que los activos, se ha incrementado. En el sexenio comprendido entre los años 1997 y 2002, el crecimiento en este rubro fue de 33.7%, lo que resulta en una tasa compuesta anual de 6%. Nuevamente, es el mercado estadounidense el que mayor ponderación tiene, ya que sus sociedades pasaron de 6,684 en 1997 a 8,256 en 2002, es decir, el número de las mismas creció 23.5%. Las sociedades



estadounidenses representaron el 16.8% y el 15.5%, respectivamente, del total de sociedades de inversión abiertas en el mundo.

El sustento de las anteriores cifras se puede consultar en los Anexos V y VI, donde se presentan por país el monto de los activos invertidos en sociedades de inversión de naturaleza abierta, así como el número de sociedades existentes por mercado, respectivamente. La información abarca el período 1997 – 2002, al que se le ha añadido la correspondiente a 1988. Al final de la misma, se ha desglosado el estudio porcentualmente en términos de los mercados de Estados Unidos y del resto de las naciones, con el fin de apreciar la importancia financiera que este país tiene a nivel mundial.

De igual manera, para comprender mejor el comportamiento de los mercados financieros mundiales, se presenta a continuación información reciente sobre la situación mundial de los mismos así como datos relevantes sobre los diversos mercados de valores donde es factible participar a través de sociedades de inversión.

Como previamente se había citado en el presente estudio, los mercados de valores más desarrollados y maduros a nivel mundial son, coincidentemente, aquéllos que facilitan el acceso a pequeños y medianos inversionistas a través de diversos instrumentos y mecanismos de inversión, como se puede apreciar a continuación.

Cuadro V
Los diez mayores mercados de valores a nivel mundial
por valor de capitalización doméstica

Lugar	Mercado	Capitalización de mercado Miles de millones de dólares
1	Bolsa de Valores de Nueva York	9,015.2
2	Bolsa de Valores de Tokio	2,069.3
3	NASDAQ	1,994.0
4	Bolsa de Valores de Londres	1,800.6
5	Euronext	1,538.7
6	Bolsa de Valores alemana	686.1
7	Bolsa de Valores de Toronto	570.2
8	Bolsa de Valores suiza	547.0
9	Bolsa de Valores italiana	477.1
10	Bolsa de Valores y Compensaciones de Hong Kong	463.1

Nota: Las cifras son las reportadas al final de 2002.

Fuente: World Federation of Exchanges, Annual Report and Statistics 2002.



La capitalización mundial vía mercados de valores ha mostrado, desde la década pasada, una tendencia creciente en la zona norteamericana, donde está incluido el mercado mexicano. El dinamismo de dicha tendencia ha sido, en congruencia con las cifras antes presentadas, el mercado estadounidense. En franco contraste, la zona sudamericana muestra una paupérrima participación mientras que la zona Asia-Pacífico ha visto decrecer su participación mundial en manos de los mercados europeos y norteamericanos.

Cuadro VI
Evolución de la capitalización de mercados
por zonas geográficas desde 1990

	Norteamérica	Europa	Asia-Pacífico	Sudamérica
1990	36.7%	26.5%	36.5%	0.3%
1995	48.4%	22.7%	27.5%	1.4%
1996	51.6%	23.6%	23.2%	1.6%
2002	51.4%	28.1%	19.6%	0.9%

Fuente: World Federation of Exchanges, Annual Report and Statistics 2002.

Tanto los mercados desarrollados como los considerados emergentes (ver Anexo VII) han mostrado, a lo largo de los últimos años, un crecimiento importante en cuanto al número de empresas listadas en sus propias bolsas de valores y su respectivo valor de capitalización. Sin embargo, los primeros siguen siendo -por un diferencial bastante amplio- los que han aprovechado la actual coyuntura financiera impuesta por la globalización, como se puede apreciar en los dos siguientes cuadros que se presentan a continuación donde es notorio que, pese al crecimiento en empresas listadas en las bolsas de los mercados emergentes, el mayor volumen de capitales operados a nivel mundial se concentra en los mercados desarrollados.



Cuadro VII
Número de compañías listadas en Bolsas de Valores domésticas

	Mercados Emergentes		Mercados Desarrollados		Total	
	Número	%	Número	%	Número	%
1992	10,410	37.6	17,296	62.4	27,706	100
1993	11,557	40.0	17,338	60.0	28,895	100
1994	14,556	43.5	18,916	56.5	33,472	100
1995	17,572	48.0	19,029	52.0	36,601	100
1996	19,574	49.0	20,362	51.0	39,936	100
1997	18,864	48.2	20,263	51.8	39,127	100
1998	25,582	55.9	20,171	44.1	45,753	100
1999	25,975	53.5	22,558	46.5	48,533	100
2000	25,687	51.4	24,325	48.6	50,012	100
2001	24,880	51.6	23,340	48.4	48,220	100

Fuente: Elaboración propia con información de Emerging Stock Markets Factbook 2002.

Cuadro VIII
Capitalización de los mercados internacionales
Cifras en millones de dólares

	Emergentes		Desarrollados		Mundial	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
1992	981,617	9.0	9,950,909	91.0	10,932,526	100
1993	1,664,045	11.9	12,352,880	88.1	14,016,925	100
1994	1,882,103	12.5	13,233,217	87.5	15,115,320	100
1995	1,893,625	10.6	15,894,462	89.4	17,788,087	100
1996	2,223,895	11.0	18,028,762	89.0	20,252,657	100
1997	2,133,165	9.2	20,983,312	90.8	23,116,477	100
1998	1,775,267	6.6	25,148,563	93.4	26,923,830	100
1999	2,948,429	8.2	33,180,126	91.8	36,128,555	100
2000	2,608,486	8.1	29,614,264	91.9	32,222,750	100
2001	2,572,064	9.2	25,246,554	90.8	27,818,618	100

Fuente: Elaboración propia con información de Emerging Stock Markets Factbook 2002.

Consecuentemente, los diez principales mercados internacionales, de acuerdo a su capitalización de mercado, total de valores negociados y número de empresas locales listadas pertenecen, en su gran mayoría, a los clasificados como desarrollados. Adicionalmente, en el siguiente cuadro se muestra la posición que ocupó la Bolsa Mexicana de Valores y las correspondientes a países latinoamericanos que obtuvieron una mejor posición que el nuestro respecto a los anteriores rubros.



Cuadro IX
Mayores mercados internacionales por rubro en 2001

Cifras en millones de dólares, excepto compañías listadas

	Capitalización		Valor negociado		Cías. locales listadas	
1	E.U.A.	13,810,429	E.U.A.	29,040,739	E.U.A.	6,355
2	Japón	2,251,814	Reino Unido	1,871,894	India	5,795
3	Reino Unido	2,217,324	Japón	1,826,230	Rumania	5,140
4	Francia	1,174,428	Alemania	1,419,579	Canadá	4,004
5	Alemania	1,071,749	Francia	1,077,341	Japón	2,471
6	Canadá	700,751	Holanda	1,033,468	Reino Unido	1,923
7	Italia	527,396	España	838,600	España	1,458
8	China	523,952	Corea	703,960	Corea	1,409
9	Suiza	521,190	Italia	552,150	Australia	1,334
10	Hong Kong	506,118	Taiwán	544,808	China	1,160
17	Argentina	192,499				
19	Brasil	186,238				
22	México	126,258	Brasil	65,090	Brasil	428
26			México	40,043		
32					Chile	249
39					Perú	207
>40					México	168

Fuente: Elaboración propia con información de Emerging Stock Markets Factbook 2002.

Finalmente, es importante acotar que en diversas publicaciones especializadas en mercados financieros y sociedades de inversión, como lo son el Anuario Estadístico 2002 (publicado por la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores), el *Annual Report and Statistics 2002* (de la Federación Internacional de Bolsas de Valores, WFE, por sus siglas en inglés) y el *Emerging Stock Markets Factbook 2002* (publicación anual de *Standard & Poor's Emerging Markets Data Base*), se pronostica un crecimiento continuo, en la mayor parte de los países desarrollados y en algunos emergentes, del sector económico conocido como clase media, lo que favorece la expansión de los mercados de valores a través de las sociedades de inversión. Con base en estos pronósticos, los administradores de sociedades de los mercados más desarrollados, especialmente de Estados Unidos, han detectado este gran potencial de crecimiento y han enfocado sus esfuerzos a mercados de otras latitudes, incluyendo los correspondientes a países en vías de desarrollo. Como resultado de ésto, en muchos países ya se promueven y venden sociedades de inversión estadounidenses o, lo más frecuente, varias empresas administradoras de fondos han establecido subsidiarias en el extranjero con el fin de asesorar y promover sociedades que invierten en el país anfitrión.



CAPÍTULO V. DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA INTERNACIONAL

A lo largo del presente estudio financiero se ha mencionado la importancia que ha ido adquiriendo la globalización de los mercados financieros internacionales. De hecho, el incremento en la integración internacional de los mercados de capitales está identificado como una de las tres tendencias más importantes del mundo de los negocios de hoy. La segunda tendencia ha sido el papel que ha tenido en las últimas décadas la firma multinacional a nivel global, ya que ésta ha aumentado su importancia como elemento facilitador del comercio internacional y como productor en los países donde están localizadas sus filiales. Y, por último, como tercera tendencia financiera, se considera el advenimiento de los tipos de cambios variables a partir de 1973 y la consiguiente volatilidad de los mismos, lo que acrecentó considerablemente la inseguridad del medio en el que operan las empresas, los inversionistas, los negocios y los gobiernos (Eiteman, 1992).

Por lo que respecta a la integración global de los mercados de dinero y de capitales, fue durante la pasada década de los años ochenta cuando ésta se hizo realidad, creando mayores oportunidades tanto para los inversionistas como para las naciones y organizaciones necesitadas de capital. Sin embargo, pese a que la tendencia hacia la integración global de los mencionados mercados coadyuva a eliminar las imperfecciones de los mismos -entre las cuales se encuentran todas aquéllas que impiden el flujo de capital internacionalmente hablando, es un hecho que continúan existiendo oportunidades excelentes para que las empresas reduzcan los costos del capital participando en los diversos mercados internacionales y, de igual manera, para que los inversionistas puedan aumentar sus ganancias y disminuir el riesgo a través de la diversificación internacional de los activos de su portafolios de inversión (Eiteman, 2000). Justamente uno de los principales resultados de la globalización consiste en que, en un mercado de capitales mundial e integrado, los inversionistas no necesitan restringir la elección de la cartera a los valores locales.

La hipótesis que normalmente se ha utilizado a favor de la inversión internacional es que una cartera diversificada internacionalmente debe ser menos riesgosa que una compuesta exclusivamente por activos financieros locales. Esta afirmación no es válida en todos los casos ya que el grado en el que se reduce el riesgo mediante la diversificación del portafolios depende, en gran medida, de la correlación existente entre los valores individuales incluidos en la cartera de inversión (Eiteman, 1992). Así, cuanto menos correlacionados estén los valores particulares, menor será el riesgo de la cartera. Particularmente, si los rendimientos de los activos financieros muestran una correlación más baja entre países que los correspondientes a un solo país, la diversificación internacional reducirá el riesgo del portafolios.



Históricamente se ha demostrado que las correlaciones existentes entre valores de diferentes mercados internacionales han sido menores a las correspondientes a inversiones de valores realizadas exclusivamente en mercados nacionales. Por ejemplo, Cheol S. Eun y Bruce G. Resnick, en su artículo intitulado "Estimating the correlation structure of international share prices", publicado en el *Journal of Finance* (diciembre 1984) comprobaron que, durante el periodo comprendido entre 1973 y 1982, los rendimientos de los principales mercados accionarios de ocho países altamente industrializados (Estados Unidos, Gran Bretaña, Alemania, Francia, Japón, Suiza, Países Bajos y Australia) mostraron correlaciones positivas menores en comparación con la correlación correspondiente al principal mercado de cada país. Por su parte, Bruno H. Solnik en su artículo "Why not diversify internationally rather than domestically?" (*Financial Analysis Journal*, julio -agosto 1974) justifica el efecto positivo de la disminución del riesgo de un portafolios de inversión mediante la diversificación internacional, confrontando la varianza del rendimiento de un portafolios internacional con la correspondiente a uno de naturaleza nacional. El resultado alcanzado en su investigación es una reducción del riesgo en casi diez puntos porcentuales al equiparar inversiones realizadas exclusivamente en acciones cotizantes en mercados estadounidenses contra el riesgo correspondiente a portafolios diversificados internacionalmente. Para el caso de sociedades de inversión internacionales, Dennis Proffitt y Neil Seitz, en su artículo "The performance of internationally diversified mutual funds" (*Journal of the Midwest Finance Associations*, diciembre 1983) analizan la relación riesgo/rendimiento de una muestra aleatoria de fondos de inversión internacionales con base en Estados Unidos, contrastando la anterior razón con la correspondiente al índice Standard & Poor's 500, considerado el parámetro más representativo de los mercados accionarios estadounidenses. Las conclusiones obtenidas mostraron una mejor relación de los fondos de la muestra en comparación con la relación correspondiente al mencionado indicador entre los años 1974 y 1982. Finalmente, Chuck C. Y. Kwok, (Eiteman, 2000) investigó los coeficientes de correlación de los rendimientos mensuales de los 18 mercados de valores más importantes del orbe durante 1977 a 1996. Producto de su estudio es la matriz que se presenta en el Anexo VIII. En dicha matriz resaltan dos aspectos: de las 153 correlaciones resultantes, 129 (84%) son menores a 0.5, así como que el promedio de los coeficientes fue 0.39, considerado estadísticamente bajo, lo que implica un enorme potencial para reducir riesgos mediante la diversificación internacional.

Adicionalmente a las aseveraciones y pruebas empíricas antes citadas, en el Anexo IX se presentan dos cuadros con las correlaciones de los precios de los índices de diferentes bolsas de valores contempladas en el *Standard & Poor's / International Finance Corporation Global Series* (S&P/IFCG) así como las correlaciones de los rendimientos de algunos de dichos mercados. En línea con lo previamente expuesto, en los citados cuadros se puede apreciar que la correlación entre mercados es menor a la unidad (incluso, en algunos casos, negativa) lo que implica una disminución en el riesgo para los inversionistas. El corolario de la información presentada en este Anexo reitera que, mediante la diversificación



obtenida a través de la participación en mercados financieros de diversas latitudes, estadísticamente los inversionistas no absorben el riesgo de un mercado particular de manera absoluta.

Cabe hacer notar que el S&P/IFCG es el principal índice de mercados emergentes de la reconocida firma financiera norteamericana *Standard & Poor's*. Este índice mide el rendimiento de las acciones más bursátiles en sus respectivos mercados, buscando la mayor representatividad estadística de los movimientos propios de estos últimos. Su construcción se basa en el método de Paasche. Comparte, junto con otros índices internacionales, el mayor reconocimiento a nivel mundial como fuente de información y parámetro bursátil fidedigno sobre mercados mundiales, particularmente sobre los emergentes. Entre los mencionados índices internacionales están el Morgan Stanley Capital International, elaborado por la firma Morgan Stanley Dean Witter (Navarrete, en *Inversionista*, octubre 2000), el FT-Actuaries World Index (elaborado por el banco de inversión Goldman Sachs), el FTSE All World Index Series (propiedad del diario británico Financial Times) y el Salomon-Russell Global Equity Indices (Díaz, en *Inversionista*, mayo 2001).

La disminución en las correlaciones existentes entre las bolsas de valores de diferentes mercados internacionales se puede deber, entre otros aspectos, a (Eiteman, 1992):

- Políticas independientes de los países en materia monetaria, fiscal y cambiaria;
- Distintas fuentes y cantidades de recursos naturales;
- Bases industriales divergentes;
- Ciclos económicos asincrónicos entre países; y,
- Diferentes marcos políticos y legales.

Es importante resaltar que la reducción del riesgo mediante la diversificación de la cartera es una de las bases de la teoría moderna de portafolios de inversión, elaborada desde mediados del siglo pasado y durante la década de los años sesenta por los economistas estadounidenses Harry Markowitz (Chicago 1927, autor del artículo intitulado "Portfolio selection", *Journal of Finance*, marzo 1952, págs. 77-91) y William Sharpe (Cambridge, Massachusetts 1934, autor de "Capital assets prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, septiembre 1964, págs. 425-442). El desarrollo de esta teoría les valió recibir el Premio Nobel de Economía en 1990, junto con el también economista norteamericano Merton Miller (Boston 1923), quien fue laureado por sus contribuciones acerca de la volatilidad de los mercados financieros (Bodie, 2003; Enciclopedia Universal, 1996).

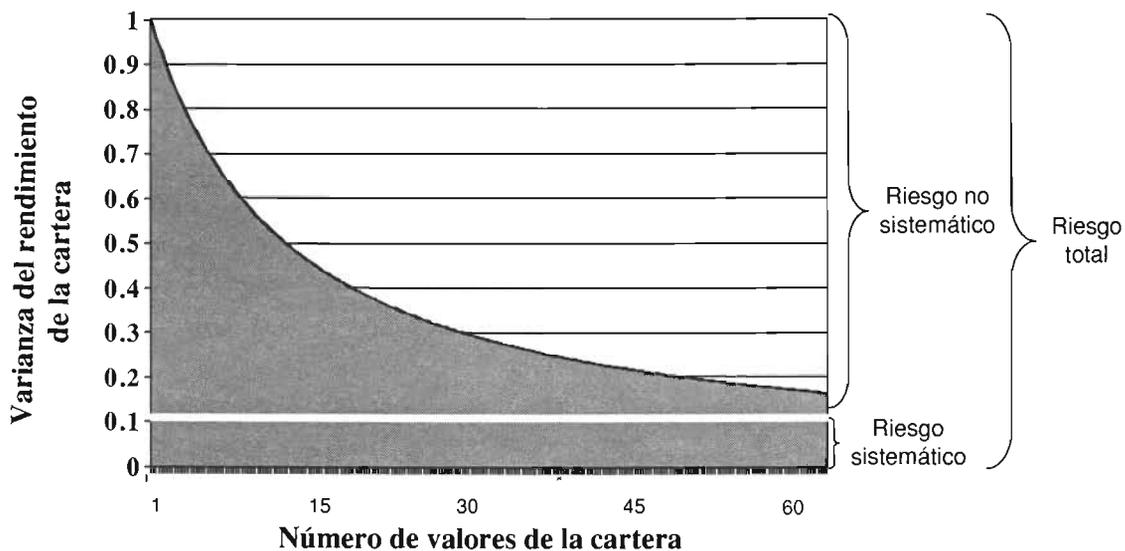


Según la antes citada teoría, el efecto que tiene la diversificación sobre un portafolios de inversión consiste en que, a medida que aumenta el número de valores en una cartera, el riesgo de ésta disminuye. En el caso utópico de que un portafolios de inversión poseyera todos los instrumentos disponibles en el mercado, su riesgo equivaldría al riesgo sistemático del mercado. Este último mide el nivel de riesgo no diversificable de una economía (Besley, 2001; Brealey, 1998; Ross, 1997). Es importante recalcar que, aunque se puede reducir substancialmente el riesgo con la diversificación de cartera, es imposible eliminarlo totalmente. Ésto se debe a que los rendimientos de los valores están afectados por un conjunto de factores comunes (Weston, 1994). Sin embargo, la reducción del riesgo aplicando la teoría de portafolios es, por lo general, considerable. En los artículos intitulados “Estimating the correlation structure of international share prices” (Eun, Cheol S. y Bruce G. Resnick, *Journal of Finance*, diciembre de 1984) e “International diversification under estimation risk: actual vs. potential gains” (Eun, Cheol S. y Bruce G. Resnick, *Recent developments in international banking and finance*, 1987) se demuestra que, a *grosso modo*, una cartera de inversión internacional diversificada tiene un riesgo del 12% comparado con una cartera conformada por una acción individual. Cabe aclarar que por una cartera de inversión internacional diversificada se entiende aquélla que invierte sus activos financieros en los índices de las bolsas nacionales (en lugar de hacerlo en acciones individuales de una bolsa en particular), siempre y cuando éstos mantengan una baja correlación positiva entre ellos. En otras palabras, para obtener beneficios de la diversificación internacional, las correlaciones entre los diferentes índices de las bolsas nacionales deben ser inferiores a la correlación existente entre los valores propios de una sola bolsa (Gitman, 2003).

El efecto antes descrito es factible de ser apreciado de manera gráfica:



GRÁFICA I REDUCCIÓN DEL RIESGO MEDIANTE LA DIVERSIFICACIÓN



Cabe hacer notar que, según la teoría moderna de portafolios de inversión, existen dos supuestos básicos (Eiteman, 1992; Brigham, 2001):

- Los inversionistas prefieren sistemáticamente una mayor riqueza; y, de manera simultánea,
- Los inversionistas tienen aversión al riesgo, tratando de minimizar éste a un nivel de rendimiento dado o maximizar el rendimiento a un nivel de riesgo dado.

En otras palabras, la teoría señala que los inversionistas considerarán conjuntamente el riesgo y el rendimiento al tomar una decisión de inversión.

Actualmente, la diversificación internacional de portafolios que está al alcance de los inversionistas se puede realizar mediante dos mecanismos (Eiteman, 1992):

- I. Inversión directa en valores de mercados extranjeros, lo que implica elevados costos de información y operación así como la necesidad de realizar personalmente diferentes tipos de análisis y dar seguimiento a los mercados.
- II. Participación vía sociedades de inversión internacionales ya existentes, lo que además de reducir los costos de información y operación, permite



al inversionista beneficiarse de la administración profesional de las sociedades.

Por lo anterior, en términos prácticos, las sociedades de inversión internacionales son los únicos medios de diversificación en valores extranjeros. Por ello, el rendimiento obtenido por estas sociedades es lo que determina si los inversionistas pueden realmente cosechar ganancias de la diversificación internacional.

En este punto es importante comentar que las sociedades de inversión que participan en mercados extranjeros y a través de las cuales los inversionistas pueden diversificar su cartera, se clasifican en cuatro tipos (Rueda, 2002; Eiteman, 1992):

- Sociedades de inversión tipo país: son aquéllas que invierten la totalidad de sus activos exclusivamente en valores de un solo país;
- Sociedades de inversión regionales: representadas por aquéllas que concentran sus recursos financieros en instrumentos de una zona geográfica especial, como puede ser la zona del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica, Latinoamérica, Europa, el Sudeste Asiático, etc.
- Sociedades de inversión globales: se consideran aquéllas que invierten entre el 25 y el 50% del total de sus activos en valores de mercados extranjeros, mientras que la parte restante se encausa a la adquisición de valores domésticos; y,
- Sociedades de inversión internacionales: en este rubro se agrupan las sociedades que invierten al menos el 50% de sus activos en mercados extranjeros. Generalmente combinan inversiones realizadas a través de instrumentos de mercados desarrollados con los correspondientes a los mercados llamados emergentes, de acuerdo al nivel de riesgo-rendimiento seleccionado.

La posibilidad de participar en sociedades que tengan facultades para invertir sus activos en valores extranjeros, sean éstas de naturaleza tipo país, regional, global o internacional, elimina el trabajo al inversionista de seleccionar un portafolios de inversión óptimo, entendiéndose por éste el que tenga, entre todas las combinaciones posibles de cartera, la mayor proporción de rendimiento adicional, o marginal, con relación al riesgo (ésto es, la utilidad obtenida más allá del rendimiento libre de riesgo).



Un factor a considerarse es que el portafolios internacional óptimo siempre estará en función de la nacionalidad de los inversionistas, dado que se utilizan diferentes monedas para medir el rendimiento de los títulos-valores (Eiteman, 1992). Ésto es relevante ya que al invertir en valores de bolsas extranjeras, el rendimiento obtenido en éstos no depende exclusivamente del rendimiento de un mercado de valores extranjero medido en términos de su propia moneda, sino que también se debe considerar la variación del tipo de cambio entre la moneda correspondiente al mercado internacional y la moneda local del inversionista.

Matemáticamente, es posible comparar la eficiencia riesgo/rendimiento de un portafolios de inversión internacional óptimo con el correspondiente de naturaleza doméstica y, de esta manera, determinar las ganancias en eficiencia de la diversificación internacional desde el punto de vista de un inversionista nacional. Para ello, sea **R(PI)** la proporción entre el rendimiento adicional con relación al riesgo y la desviación estándar de la cartera internacional óptima (es decir, aquélla que tenga, de entre todas las carteras internacionales posibles, la mayor proporción de rendimiento adicional en relación al riesgo seleccionado) y, por otra parte, **R(PD)** la proporción correspondiente a una cartera nacional o doméstica. En otras palabras:

$$\mathbf{R(PI) = (RPI - Rf) / \sigma PI}$$

y

$$\mathbf{R(PD) = (RPD - Rf) / \sigma PD}$$

donde

RPI = Rendimiento esperado del portafolios de inversión internacional

RPD = Rendimiento esperado del portafolios de inversión doméstico

Rf = Tasa de interés libre de riesgo

σ PI = Desviación estándar de los rendimientos del portafolios de inversión internacional

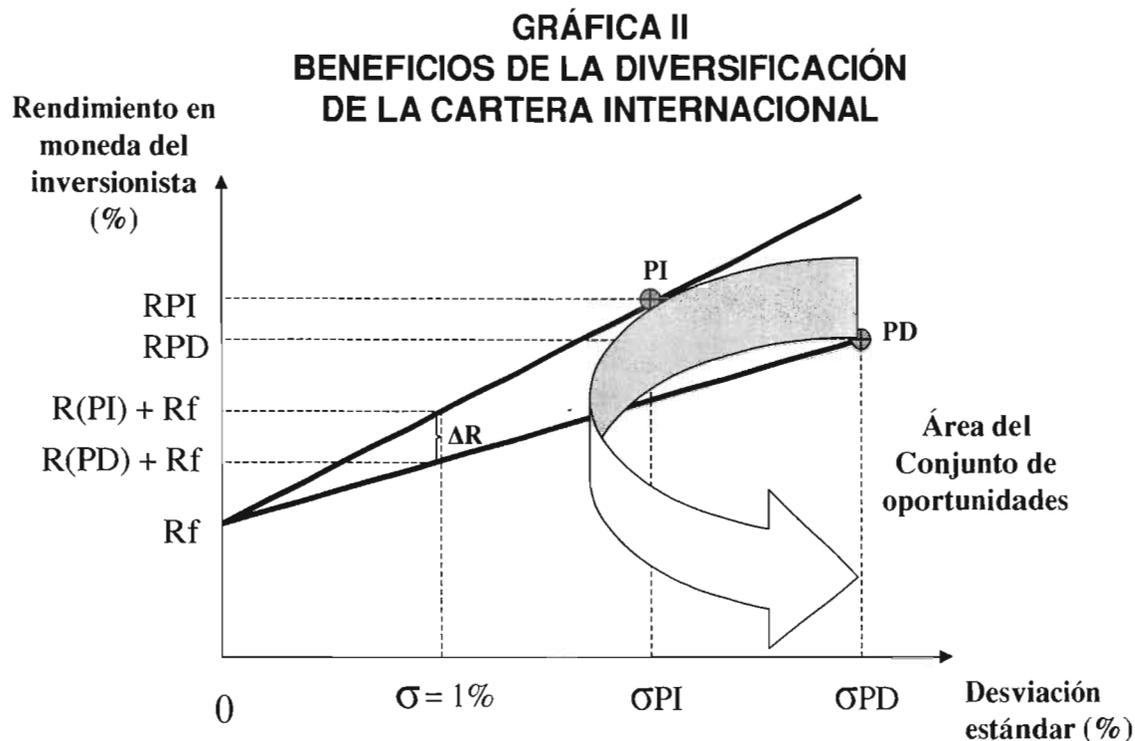
σ PD = Desviación estándar de los rendimientos del portafolios de inversión doméstico

Entonces, la eficiencia ganada mediante la diversificación internacional se puede medir mediante el diferencial **ΔR** , a saber:

$$\mathbf{\Delta R = R(PI) - R(PD)}$$



Gráficamente se puede apreciar este diferencial de rendimiento medio por unidad de desviación estándar, que refleja la ganancia que arroja un portafolios de inversión internacional óptimo en comparación con uno de naturaleza exclusivamente nacional:



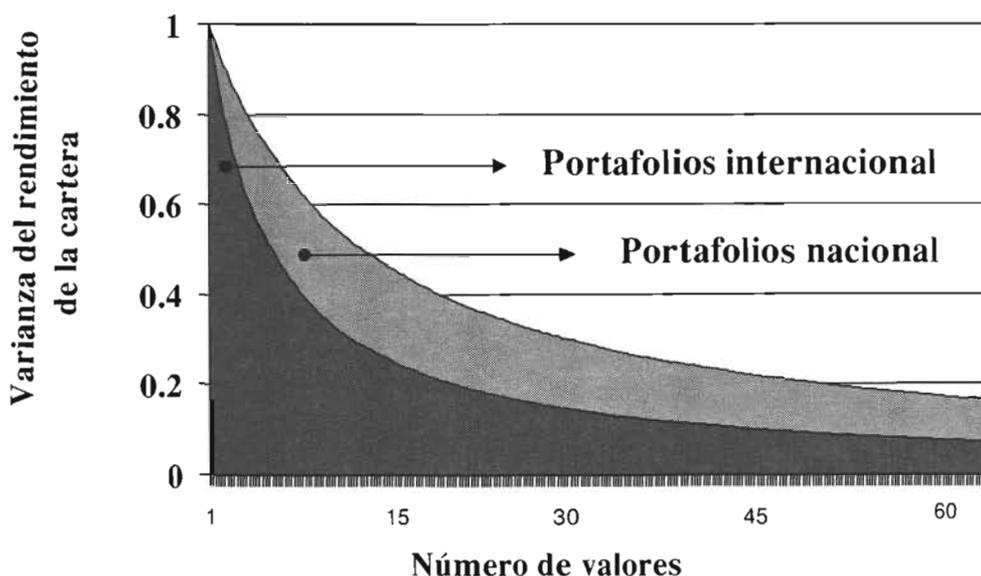
Fuente: David K. Eiteman y Arthur I. Stonehill, "Las finanzas de las empresas multinacionales", Wilmington: Addison-Wesley, 1992, pp. 370

Dado que, como se mencionó previamente, el rendimiento proveniente de la diversificación internacional debe considerar la variación del tipo de cambio entre la moneda correspondiente al mercado extranjero y la moneda doméstica del inversionista, es importante recalcar lo citado al principio de este capítulo: el papel que juega la volatilidad cambiaria como barrera que enfrenta la inversión internacional, ya que los tipos de cambio fluctuantes reducen los beneficios potenciales de la misma. No obstante lo anterior, todos los inversionistas a nivel doméstico se pueden beneficiar potencialmente de la diversificación internacional, a pesar de los efectos negativos de los tipos de cambio fluctuantes. Por lo tanto, la conclusión apropiada es que si la variación cambiaria se controla adecuadamente mediante el uso de productos derivados así como a través de la inversión de los activos en diferentes monedas, las ganancias potenciales de la diversificación internacional podrían ser aún mayores, como se demuestra en el artículo intitulado "Exchange rate uncertainty, forward contract and international portfolio selection", de C. Eun y B. Resnick (*Journal of Finance*, marzo de 1988, págs. 197-215). Cabe aclarar que, en la práctica, el empleo de productos derivados así como la



participación en los mercados monetarios internacionales está reservada para especialistas, por lo que los beneficios de la diversificación internacional pueden ser obtenidos por los inversionistas a través de su participación en sociedades de inversión internacionales administradas por profesionales del ramo, entre los que se encuentran expertos en estos mercados e instrumentos financieros en particular. Mediante la utilización de dicho tipo de sociedades, los inversionistas acceden a las virtudes de la diversificación internacional y, por otra parte, evitan hacer frente a la naturaleza compleja que representa el conocimiento de los citados mercados y la aplicación de sus productos, lo que se traduce en una ventaja para ellos. La disminución del riesgo mediante la diversificación internacional puede ser visualizada por medio del siguiente resultado gráfico:

GRÁFICA III REDUCCIÓN DEL RIESGO MEDIANTE LA DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL



Como anteriormente se mencionó, el control de la variación cambiaria se debe realizar a través de la diversificación de monedas y los usos adecuados de contratos de productos derivados (futuros y opciones), ya que la incertidumbre en el tipo de cambio es prácticamente un riesgo no diversificable debido a las altas correlaciones entre las variaciones del tipo de cambio entre monedas. Los métodos de control antes citados producen la casi total eliminación del efecto negativo de la incertidumbre (o volatilidad) de los tipos de cambio (Eiteman, 1992). De igual manera, las sociedades de inversión internacionales son el vehículo



apropiado para los inversionistas que no deseen enfrentar la complejidad de los productos derivados ni asumir la totalidad de los costos que éstos representan. Para demostrar lo anteriormente expuesto en términos matemáticos, cuando un inversionista participa en mercados extranjeros debe, con base en lo señalado de manera previa, considerar tanto el rendimiento obtenido en dichos mercados medido en la moneda local del mercado más (*menos*) la apreciación (*devaluación*) de la moneda del inversionista respecto a la correspondiente del mercado extranjero. Si se considera la participación del inversionista en el mercado *i*-ésimo, se tiene que el rendimiento total que obtendrá, denotado **Rint** está determinado por:

$$\mathbf{Rint = (1 + Ri)(1 + Ai) - 1}$$

donde **Ri** es la tasa de rendimiento de la moneda local en la *i*-ésima bolsa de valores y **Ai** representa la tasa de apreciación (o devaluación, en cuyo caso será una cifra negativa) de la moneda del mercado internacional en relación con la moneda doméstica del inversionista. El resultado final de la anterior ecuación es:

$$\mathbf{Rint = Ai + Ri + Ri Ai}$$

lo que establece que el rendimiento es, prácticamente, el obtenido en el mercado internacional en términos de su moneda correspondiente más (o menos, según sea el caso) la tasa de apreciación (o depreciación) de la moneda del inversionista respecto a la moneda local del mercado foráneo, dado que el producto cruzado, **Ri Ai**, no tiene mayor relevancia en términos prácticos. En otras palabras, la anterior ecuación se reduce a:

$$\mathbf{Rint = Ai + Ri}$$

A partir de la anterior simplificación, la varianza del rendimiento obtenido por la apreciación o depreciación de la moneda doméstica del inversionista respecto a la del mercado extranjero, **Var (Rint)** se puede escribir como:

$$\mathbf{Var (Rint) = Var (Ri) + Var (Ai) + 2 Cov (Ri, Ai)}$$

Este resultado muestra que la fluctuación del tipo de cambio de una moneda en particular contribuye a la varianza del rendimiento para el inversionista no solamente a través de su propia varianza, **Var (Ai)**, sino también a través de la covarianza de los rendimientos respecto a la bolsa extranjera *i*-ésima, **Cov (Ri, Ai)**, lo que reafirma que los tipos de cambio fluctuantes reducen los beneficios potenciales de la inversión internacional al hacer más arriesgada la inversión extranjera y, asimismo, apuntala la utilización de productos derivados y la



diversificación internacional monetaria (todo empaquetado bajo la forma de sociedades de inversión internacionales) como mecanismos de disminución y control de la incertidumbre en los tipos de cambio.



CAPÍTULO VI. VENTAJAS DE LA DIVERSIFICACIÓN DE LA CARTERA INTERNACIONAL MEDIANTE UN ANÁLISIS DE EQUILIBRIO

Cualquier modelo matemático-financiero enfocado a los precios de los activos financieros internacionales debe tener en cuenta tanto el riesgo que representan los tipos de cambio como las imperfecciones existentes de los mercados.

El instrumento generalmente utilizado para describir el comportamiento de los precios es el Modelo de Valuación de Activos de Capital, conocido como el CAPM por sus siglas en inglés (*Capital Asset Pricing Model*), desarrollado por los economistas norteamericanos Harry Markowitz y William Sharpe.

La fórmula central de dicho modelo es:

$$E(R_i) = R_f + [R_m - R_f] (\beta_i)$$

donde

- E(R_i)** = Rendimiento esperado de equilibrio del activo financiero *i*
R_f = Tasa de interés libre de riesgo
R_m = Rendimiento esperado de la cartera del mercado
R_m - R_f = Prima de riesgo
β_i = Beta del activo financiero *i*

Cabe recordar que la beta (**β**) de un activo es la medida de la exposición de éste ante la volatilidad del mercado, el cual siempre tiene una beta igual a la unidad, y que la medida cuantitativa de cualquier beta se puede obtener de:

$$\beta_i = \text{Cov} (R_i , R_m) / \text{Var} (R_m)$$

Lo anteriormente expuesto significa que el rendimiento esperado de un activo financiero en particular es igual a la tasa de interés libre de riesgo, **R_f**, más una prima de riesgo proporcional al riesgo sistemático del activo, **β_i**.

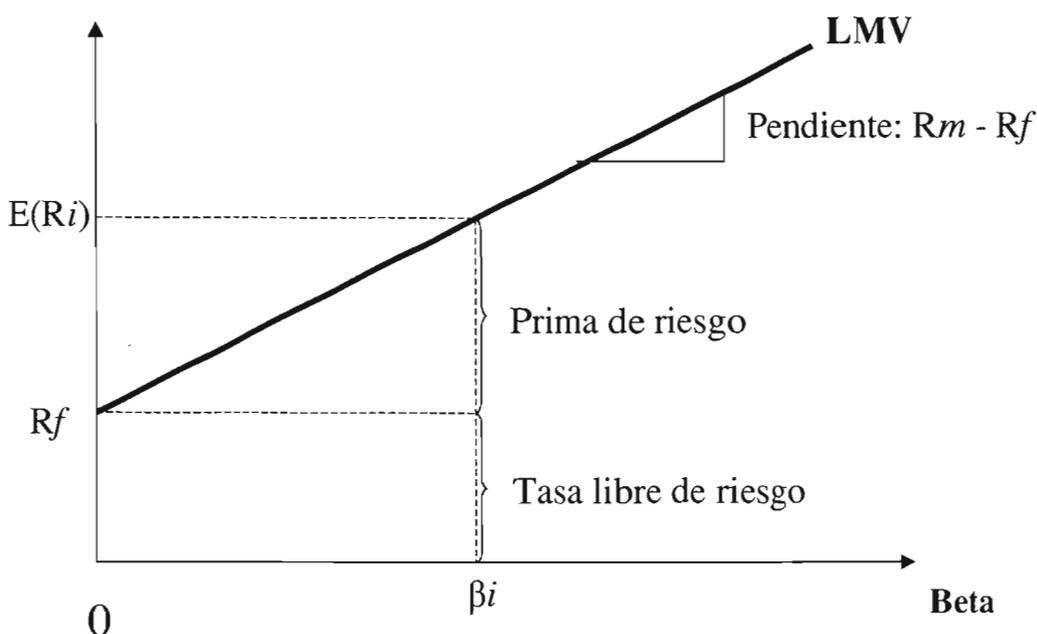
La sencillez y utilidad del CAPM consiste en el mensaje que proporciona: en un mercado considerado en equilibrio, los inversionistas son compensados con un rendimiento adicional por encima de la tasa libre de riesgo, solamente por el hecho



de aceptar el riesgo sistemático del mercado (o no diversificable). Esta regla implica que los inversionistas deben diversificar tanto como sea posible sus portafolios de inversión para disminuir el riesgo sistemático. Los inversionistas, bajo un marco ideal, pueden obtener la máxima diversificación simplemente invirtiendo en la "cartera de mercado", denotada con la letra **M**, misma que comprende todos los valores en circulación de la economía en cuestión.

El resultado gráfico del CAPM se ilustra a continuación. A la línea recta con pendiente positiva que parte de la intersección **R_f** se le conoce como la "línea del mercado de valores (LMV)".

GRÁFICA IV RENDIMIENTOS ESPERADOS EN EQUILIBRIO DE ACTIVOS FINANCIEROS CON RIESGO



Supóngase ahora que el mercado de capitales internacionales es un mercado de capitales nacionales expandido, sin imperfecciones de mercado ni riesgos de tipo cambiario. La fórmula del CAPM bajo estos supuestos se modificaría de la siguiente forma:

$$E(R_i) = R_f + [R_w - R_f] (\beta_{wi}) \quad (\text{Ec. 1})$$



donde

R_w = Rendimiento esperado de la cartera del mercado mundial

y, de acuerdo a la manera en que se definió **β_i** :

$$\beta_{wi} = \text{Cov} (R_i , R_w) / \text{Var} (R_w)$$

Obsérvese que la prima de riesgo ahora es proporcional al riesgo sistemático mundial, **β_{wi}**. En este caso, bajo el supuesto de un mercado mundial de capitales totalmente integrado, los inversionistas pueden obtener la diversificación máxima invirtiendo en la “cartera del mercado mundial (**W**)”, es decir, aquella que comprende todos los activos financieros, nacionales y extranjeros, que se encuentren en circulación en la economía global.

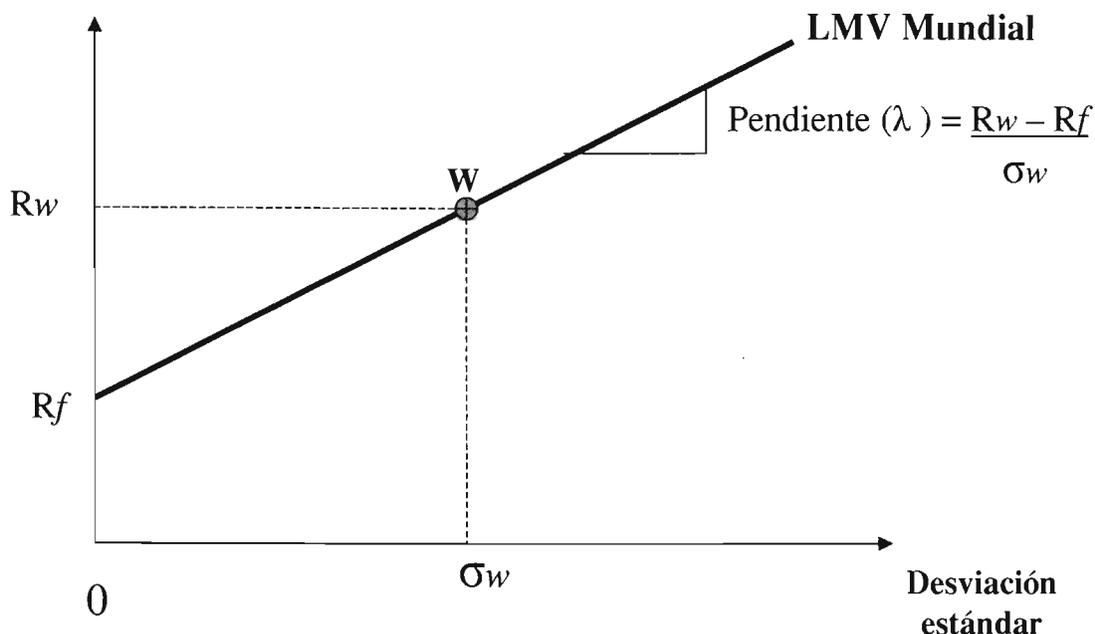
Considerando que un inversionista puede acceder a diferentes niveles de riesgo y rendimiento y, bajo los supuestos de linealidad del modelo aquí presentado, de manera directamente proporcional la “línea de mercado de valores mundial (LMC)” se expresaría matemáticamente como:

$$R = R_f + [\frac{R_w - R_f}{\sigma_w}] \sigma$$

y su representación gráfica quedaría de la siguiente manera:



GRÁFICA V LÍNEA DEL MERCADO DE CAPITAL MUNDIAL



En caso de que el nivel de riesgo seleccionado por el inversionista, de acuerdo a su perfil y aversión al mismo, sea σ_i , entonces el rendimiento esperado sobre la línea de mercado de valores mundial correspondiente a este nivel de riesgo quedaría como:

$$R_i = R_f + \left[\frac{R_w - R_f}{\sigma_w} \right] \sigma_i \quad (\text{Ec. 2})$$

El inversionista está en posibilidad de beneficiarse de la diversificación internacional hasta el punto en que R_i excede a $E(R_i)$. La magnitud de los beneficios debida a la diversificación puede medirse por el diferencial entre el rendimiento, $R_i - E(R_i)$, al nivel del riesgo de tipo doméstico, esto es, σ_i .

A partir de las ecuaciones (Ec. 1) y (Ec. 2), la magnitud de los beneficios de la diversificación internacional, denotada por ΔR , se expresa matemáticamente de la siguiente manera:

$$\Delta R = R_i - E(R_i)$$



$$= \left\{ R_f + \left[\frac{R_w - R_f}{\sigma_w} \right] \sigma_i \right\} - \left\{ R_f + [R_w - R_f] (\beta_{wi}) \right\} \quad (\text{Ec. 3})$$

Definiendo la pendiente de la línea de mercado de valores mundial como:

$$\lambda = \left[\frac{R_w - R_f}{\sigma_w} \right]$$

y observando que la correlación del i -ésimo mercado de acciones y el mercado de capitales mundial, β_{wi} , se puede reescribir como:

$$\beta_{wi} = \sigma_i \rho_{iw} / \sigma_w$$

se puede, consecuentemente, reexpresar la magnitud de los beneficios de la diversificación internacional dada por la ecuación (Ec. 3) de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \Delta R &= R_i - E(R_i) \\ &= (R_f + \lambda \sigma_i) - (R_f + \lambda \rho_{iw} \sigma_i) \end{aligned}$$

Reordenando y factorizando, la expresión queda finalmente como:

$$\Delta R = \lambda \sigma_i (1 - \rho_{iw})$$

La anterior expresión indica que siempre que la correlación entre el i -ésimo mercado de acciones y el mercado de capitales mundial sea inferior a uno, es decir, que

$$\rho_{iw} < 1$$

entonces

$$\Delta R > 0$$

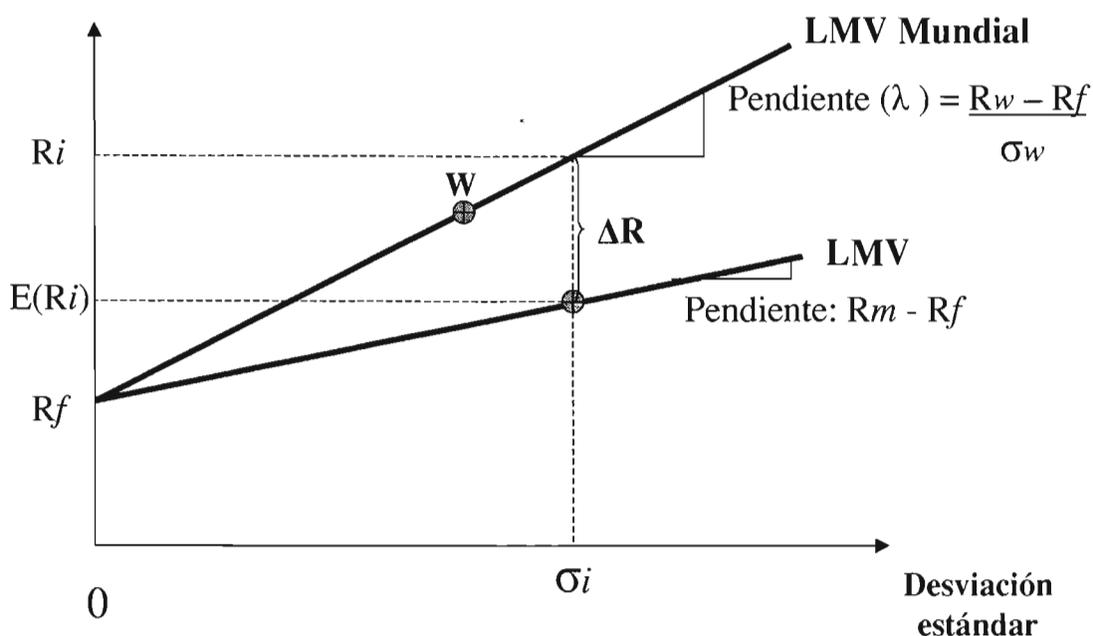
Si la anterior aseveración se da, teóricamente existen beneficios potenciales en la diversificación internacional de un portafolios de inversión. En consecuencia con los resultados obtenidos, mientras más baja sea la mencionada correlación, mayores serán los beneficios potenciales. En otras palabras, mientras el i -ésimo mercado de acciones mantenga una correlación menor a uno, esto es, la correlación perfectamente positiva con el mercado de capitales mundial, deben existir beneficios positivos con la diversificación internacional.



En el caso particular de que $\rho_{iw} = 1$, el índice del i -ésimo mercado accionario es un sustituto perfecto de la cartera de mercado mundial y, por consiguiente, la diversificación internacional no aportaría beneficio alguno.

Todo lo anteriormente expuesto puede ser objeto de una interpretación gráfica, como se aprecia a continuación.

GRÁFICA VI BENEFICIOS DE LA DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL: ANÁLISIS DE EQUILIBRIO



Es importante tener en consideración que, aunque teórica y prácticamente el modelo expuesto ha demostrado su validez, el mismo está basado en un supuesto idealizado, a saber: que el mercado de capitales internacional es esencialmente un mercado de capitales doméstico aumentado, desprovisto de dimensiones adicionales de carácter internacional como son el riesgo del tipo de cambio y las imperfecciones del mercado.



CAPÍTULO VII. PROPUESTA PARA DIVERSIFICAR EL RÉGIMEN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN ESPECIALIZADAS EN FONDOS PARA EL RETIRO

A. ANTECEDENTES

Como se mencionó previamente en la sección intitulada "Objetivos" y en el segundo capítulo del presente estudio financiero, uno de los propósitos de este trabajo es considerar una propuesta de diversificación del régimen de inversión al que están sujetas las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores). La propuesta contempla que éstas, a través de sus Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefores), puedan invertir y diversificar sus carteras con la adquisición de valores extranjeros a través de sociedades de inversión internacionales debidamente autorizadas y calificadas por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR).

Es importante recalcar que un aspecto observado constantemente a nivel mundial consiste en que los inversionistas comparten necesidades, objetivos y finalidades similares, como lo son la planeación del retiro laboral, la educación escolar y la mejora del nivel de vida, entre otros aspectos. Estas necesidades y objetivos comunes han favorecido la creación de sociedades de inversión que tienen un fin específico, el cual permite a sus participantes satisfacer sus apremios y alcanzar sus metas.

En el caso de nuestro país, las modificaciones del sistema de seguridad social en lo referente a las pensiones por retiro, mismas que originaron la creación de las Administradoras de Fondos para el Retiro y sus respectivas Sociedades de Inversión, son un claro ejemplo. Este tipo de Sociedades se crearon, como se citó en el Capítulo II, en 1997. Entre sus objetivos primordiales está la preservación del poder adquisitivo de los fondos de los trabajadores destinados para el retiro y la seguridad de alcanzar esta situación, esto es, el ofrecimiento de tasas reales positivas bajo un esquema de certeza. Para el cumplimiento de los anteriores puntos, en la Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro (LSAR) y bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, se establece la existencia de un régimen de inversión. Éste se define como el conjunto de lineamientos y restricciones que dicta la autoridad correspondiente para determinar los instrumentos financieros y los límites (máximos y mínimos) entre los que las Siefores pueden invertir, con el fin de no exponer los recursos de los trabajadores a riesgos financieros indeseables (www.consar.gob.mx, 7/1/2004). Su objetivo es, por lo tanto, otorgar la mayor seguridad y rentabilidad a los citados recursos.



Para cumplimiento de lo anteriormente descrito, la propia Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro (www.consar.gob.mx, 6/XI/2004), en su artículo 43, indica los valores en los cuales podrán invertirse los recursos de la cuenta individual de cada trabajador, a saber:

- Instrumentos emitidos o avalados por el Gobierno Federal
- Instrumentos de renta variable
- Instrumentos de renta fija
- Instrumentos de deuda emitidos por empresas privadas
- Títulos de deuda emitidos, aceptados o avalados por instituciones de banca múltiple o banca de desarrollo
- Títulos cuyas características específicas conservan el poder adquisitivo conforme al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)
- Acciones de otras sociedades de inversión excepto de otras Siefores

Es importante reconocer que las pensiones resultantes de los recursos manejados por las Administradoras de Fondos para el Retiro están en función de las aportaciones obligatorias que, en forma tripartita (Gobierno, patrón y trabajador), se realizan en la cuenta individual de cada trabajador, así como por las comisiones cobradas por las Afores y los rendimientos generados por las Siefores (Vernon, en *Dinero hoy*, diciembre 2002). De estas tres variables financieras, corresponde al rendimiento la mayor ponderación en el saldo final. En particular, esta variable se ha visto afectada debido a la estabilidad macroeconómica que México ha mostrado en los últimos años, donde se han distinguido primordialmente las medidas para controlar la inflación desde hace varias administraciones públicas, periodo en el cual las autoridades financieras de nuestro país han atacado al fenómeno inflacionario desde varios frentes, especialmente con instrumentos de política monetaria, lo que ha implicado que las tasas de interés hayan disminuído sensiblemente respecto al nivel que tenían hace algunos años. Así, uno de los resultados más notorios al disminuir la inflación ha sido la sensible baja en las tasas de interés nominales y el adelgazamiento en la brecha ofrecida, en términos de tasas reales, por diversos instrumentos de inversión, especialmente los emitidos y avalados por el Gobierno Federal, instrumentos en los que -tradicionalmente- han invertido las Siefores sus activos financieros. Todo lo anterior ha dado como resultado un entorno caracterizado por bajas tasas de interés nominales y reducciones sustanciales tanto en el volumen de fuentes de inversión así como de tasas reales positivas.



Esta situación implica un reto para el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) dado que, al buscar beneficiar a los trabajadores inscritos en él, una de sus tareas primordiales es obtener rendimientos atractivos a lo largo del tiempo sin exponer los recursos ahorrados a riesgos indeseados. Este reto es particularmente difícil si se consideran regímenes de inversión acotados que pueden limitar los rendimientos de los ahorros, lo que implicaría menores pensiones para los trabajadores. Aunado a lo anterior, la oferta de valores locales ha sido reducida para el tamaño relativo de las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro, lo que se ha traducido en una pobre diversificación y una concentración del riesgo.

Por lo anteriormente expuesto, desde hace algunos años existían propuestas para reformar la Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro, particularmente en lo referente a su régimen de inversión (Barón, en *Dinero hoy*, abril 2003). Por ejemplo, el 8 de octubre de 2002, el Senado de la República aprobó las reformas y adiciones a la LSAR, entre las cuales se permitía a las Afores invertir hasta el 10% de sus recursos en instrumentos financieros extranjeros, siempre y cuando se garantizaran elevados rendimientos y se certificara la seguridad de las inversiones (www.amafore.org.mx, 7/11/2004). Posteriormente, el anterior porcentaje se incrementó hasta el 20%, autorizándose la inversión en papeles emitidos por empresas extranjeras cotizadas en dólares.

Igualmente, en años pasados la CONSAR promovió y apoyó diferentes propuestas para la ampliación del abanico de instrumentos de deuda que pudiesen ser adquiridos por las Siefores, haciendo un mayor énfasis en la calidad crediticia de los títulos más que la correspondiente a los emisores. Las iniciativas que de esta naturaleza se presentaron estaban enfocadas a una mayor diversificación en los instrumentos objeto de inversión, con el fin de permitir la generación de mayores rendimientos para los fondos de los trabajadores.

Finalmente, las propuestas culminaron en la expedición, por parte de la CONSAR, de la Circular 15-12 (www.consar.gob.mx, 6/XI/2004). Esta Circular, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 26 de mayo de 2004, tiene por objetivos facilitar la obtención de mayores rendimientos para los recursos de los trabajadores así como ofrecer una alta seguridad para los mismos. La entrada en vigor, a partir de enero de 2005, de la mayor parte de las modificaciones que en ella se contemplan, amplía el espectro de instrumentos financieros que representan nuevas alternativas de inversión para el ahorro acumulado en las cuentas individuales de los trabajadores participantes en el SAR.



B. CIRCULAR CONSAR 15-12: REGLAS GENERALES QUE ESTABLECEN EL RÉGIMEN DE INVERSIÓN AL QUE DEBERÁN SUJETARSE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN ESPECIALIZADAS DE FONDOS PARA EL RETIRO

La Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro establece que las Afores están autorizadas para operar distintas Siefores y, asimismo, el Reglamento de la citada ley prevé la creación de familias de Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro que otorguen diversas opciones de inversión a los trabajadores adaptándose a las características de éstos (www.consar.gob.mx, 6/XI/2004).

Por lo anterior y a diferencia de lo estipulado antes de las más recientes modificaciones del régimen de inversión de las Siefores, donde cada Afore administraba una Sociedad de Inversión Básica en la cual se depositaban los ahorros para el retiro, a partir de enero de 2005 cada Afore contará con dos Siefores (denominadas Sociedad de Inversión Básica 1 y Sociedad de Inversión Básica 2, llamadas también de ahora en adelante para los fines del presente estudio Fondo # 1 y Fondo # 2, respectivamente), mismas que ofrecerán diferentes alternativas de inversión de acuerdo a la edad y preferencia de los afiliados. Para los trabajadores cuya edad no rebase los 55 años, existe la facultad de elegir entre uno u otro Fondo. Por lo que respecta a los trabajadores de 56 años o más, sus ahorros se invertirán automáticamente en el Fondo # 1. Cabe señalar que los recursos financieros ahorrados, entendiéndose por éstos las aportaciones correspondientes a retiro, cesantía y vejez realizadas a partir de 1997 así como las originadas en la etapa previa al actual sistema de pensiones (etapa conocida como SAR 92-97), deberán estar invertidos en alguna de las Siefores Básicas, pero no pueden ser divididos y participar, simultáneamente, en ambas.

Otra de las principales modificaciones que tuvo el régimen de inversión de las Siefores consiste en que, desde enero de 2005, las dos clases de Fondos pueden invertir una parte de los ahorros de los trabajadores en valores internacionales adicionalmente a la correspondiente a valores nacionales, con el fin de ampliar el abanico de opciones de inversión y rendimientos, limitándose la participación en los valores internacionales hasta el 20% del total del ahorro acumulado en cada Fondo. Para los Fondos # 1, solamente se autoriza la inversión en valores internacionales de deuda emitidos por gobiernos y empresas con alta calificación crediticia.

En el caso particular del Fondo # 2, éste podrá invertir en los mismos instrumentos que se autorizan para el Fondo # 1 y, además, en valores internacionales de renta variable. Para ello, en su régimen de inversión correspondiente se les autoriza



participar con un máximo del 15% de los recursos acumulados en Instrumentos de Inversión con Capital Protegido al Vencimiento, ligados a Índices Accionarios. Ningún Fondo # 1 está autorizado a invertir en estos instrumentos.

Cabe explicar que los Instrumentos de Inversión con Capital Protegido al Vencimiento ligados a Índices Accionarios, son alternativas de inversión que garantizan, al término del plazo por el cual fueron constituidos, el capital originalmente invertido y ofrecen complementariamente un rendimiento de acuerdo al desempeño de un conjunto de acciones agrupadas bajo la forma de índices (www.consar.gob.mx, 6/XI/2004). Resalta en las modificaciones al régimen de inversión el hecho de que no se incluye la posibilidad de comprar acciones en directo, es decir, que las Siefores Básicas adquieran títulos de propiedad de una empresa en particular. En su lugar, la participación de los Fondos # 2 en los mercados de renta variable se hará a través de los primeramente citados instrumentos, también conocidos como Notas con Capital Protegido referenciadas a canastas específicas de acciones.

Por lo que respecta a las aportaciones voluntarias, éstas se transferirán automáticamente a partir de enero de 2005 al Fondo # 1, aunque las Afores tienen la posibilidad de crear otras Sociedades de Inversión Especializadas para la administración de los recursos provenientes tanto de aportaciones voluntarias como complementarias. Dichas sociedades están autorizadas a invertir en Instrumentos de Inversión con Capital Protegido al Vencimiento, ligados a Índices Accionarios. La decisión de instrumentar este tipo especial de sociedades depende de cada Afore en particular.

La Circular 15-12 contiene, consecuentemente con todo lo antes descrito, un régimen de inversión para cada clase de Fondo o Siefore Básica. En el caso de las Sociedades de Inversión Básicas 1 se estipula que éstas mantendrán cuando menos el 51% de su activo neto en instrumentos de deuda que estén denominados en Unidades de Inversión (UDIS) o moneda nacional, cuyos intereses garanticen un rendimiento igual o mayor a la variación de la Unidad de Inversión o del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC).

De igual forma, la aludida Circular establece como parte del régimen de inversión tanto para las Sociedades de Inversión Básicas 1 como 2, los siguientes parámetros:

- A. Hasta el 100% de su activo neto en instrumentos de deuda emitidos o avalados por el Gobierno Federal, o en instrumentos de deuda emitidos por el Banco de México. La inversión a que se refiere el presente inciso, no incluye a los instrumentos de deuda emitidos, avalados o aceptados por las instituciones de



banca de desarrollo, salvo cuando en éstos conste en forma expresa el aval del Gobierno Federal;

- B. Hasta el 100% de su activo neto en instrumentos de deuda nacionales que tengan el mayor grado de inversión conforme a las calificadoras FITCH MEXICO MOODY'S y STANDARD & POOR'S. Dichas calificaciones se detallan a continuación. Para mayor información respecto a las mismas, favor de consultar el Anexo X:

Calificaciones para Instrumentos denominados en Moneda Nacional y Unidades de Inversión

Emisiones de corto plazo (con vencimiento hasta de un año)

FITCH MEXICO MOODY'S: F1+(mex) MX-1

STANDARD & POOR'S: mxA-1+

Emisiones de mediano y largo plazo (con vencimiento mayor a un año)

FITCH MEXICO MOODY'S: AAA (mex) Aaa.mx

STANDARD & POOR'S: mxAAA

- C. Hasta el 35% de su activo neto en instrumentos de deuda nacionales que tengan grado de inversión inferior al inciso anterior conforme a las mencionadas calificadoras. Dichas calificaciones se describen en el antes citado Anexo X y son:

Calificaciones para Instrumentos denominados en Moneda Nacional y Unidades de Inversión

Emisiones de corto plazo (con vencimiento hasta de un año)

FITCH MEXICO MOODY'S: F1 (mex) MX-2

STANDARD & POOR'S: mxA-1

Emisiones de mediano y largo plazo (con vencimiento mayor a un año)

FITCH MEXICO MOODY'S: AA+ (mex) / AA (mex) / AA- (mex) / Aa1.mx / Aa2.mx / Aa3.mx

STANDARD & POOR'S: mxAA+ / mxAA / mxAA-

- D. Hasta un 5% de su activo neto en instrumentos de deuda nacionales que tengan grado de inversión inferior al inciso inmediato anterior conforme a las calificadoras mencionadas. Dichas calificaciones son (favor de referirse al Anexo X):

Calificaciones para Instrumentos denominados en Moneda Nacional y Unidades de Inversión

Emisiones de corto plazo (con vencimiento hasta de un año)

FITCH MEXICO MOODY'S: F2 (mex) MX-3

STANDARD & POOR'S: mxA-2

Emisiones de mediano y largo plazo: (con vencimiento mayor a un año)

FITCH MEXICO MOODY'S: A+(mex) A1.mx / A(mex) A2.mx / A-(mex) A3.mx

STANDARD & POOR'S: mxA+ / mxA / mxA-



E. Hasta el 20% de su activo neto en valores extranjeros de deuda, que tengan las mayores calificaciones respecto a su capacidad de pago, de acuerdo a las multicitadas calificadoras (consultar Anexo X). Cabe aclarar que, en el caso del Fondo # 2, este porcentaje hace referencia a cualquier valor extranjero, sea éste de deuda o de renta variable, con la salvedad de que hasta el 15% de su activo neto podrá estar invertido en Instrumentos de Inversión con Capital Protegido al Vencimiento, ligados a Índices Accionarios.

Las calificaciones para valores extranjeros de deuda son:

Calificaciones para Valores Extranjeros

Emisiones de corto plazo (con vencimiento hasta de un año)

MOODY'S FITCH IBCA: P-1 F1+ / F1 / P-2 F2

STANDARD & POOR'S: A-1+ / A-1 / A-2

Emisiones de mediano y largo plazo (con vencimiento mayor a un año)

MOODY'S FITCH IBCA: Aaa AAA / Aa1 / Aa2 / Aa3 AA+ / AA / AA- / A1 / A2 / A3 A+ / A / A-

STANDARD & POOR'S: AAA / AA+ / AA / AA- / A+ / A / A-

F. Hasta la cantidad de doscientos cincuenta mil pesos moneda nacional en depósitos bancarios de dinero a la vista en Bancos, más la cantidad necesaria para el pago de las obligaciones exigibles.

Como anteriormente se ha señalado, en el caso particular de los Fondos # 2, su régimen de inversión les permite la participación en Instrumentos de Inversión con Capital Protegido al Vencimiento, ligados a Índices Accionarios. Dichos índices se detallan en el Anexo XI.

El actual régimen de inversión autoriza, tanto a las Sociedades de Inversión Básicas 1 como 2, el poder adquirir instrumentos de deuda y valores extranjeros de deuda que otorguen o garanticen un rendimiento mínimo referido a tasas de interés reales o nominales, al valor de la UDIS, al INPC o al tipo de cambio del peso frente a las divisas, entendiéndose por éstas a los dólares de los Estados Unidos de América, euros y yenes.

De igual manera, la Circular 15-12 dicta que las Sociedades de Inversión Básicas 1 y 2 tendrán prohibido:

1. Adquirir instrumentos de deuda emitidos, aceptados o avalados por entidades financieras (almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje financiero, instituciones de crédito, instituciones de fianzas, instituciones de seguros y sociedades financieras de objeto limitado) o casas de bolsa, que se encuentren sujetas a intervención administrativa o gerencial que haya sido declarada por la autoridad supervisora competente del sistema financiero;



2. Adquirir instrumentos nacionales de deuda y valores extranjeros de deuda emitidos, aceptados o avalados por entidades financieras o casas de bolsa con las que tengan nexos patrimoniales;
3. Adquirir instrumentos nacionales de deuda y valores extranjeros de deuda subordinados;
4. Adquirir instrumentos nacionales de deuda y valores extranjeros de deuda, convertibles en acciones; en el caso de los Fondos # 1, se adiciona a la anterior prohibición la imposibilidad de adquirir acciones así como instrumentos de renta variable;
5. Adquirir instrumentos nacionales y valores extranjeros que otorguen a sus tenedores derechos o rendimientos referidos, directa o indirectamente, a variaciones en el precio de mercancías, activos, o instrumentos que no se encuentren autorizados dentro del régimen de inversión de las respectivas Sociedades de Inversión Básicas; para los Fondos # 1, a la antes descrita prohibición se agregan los derechos o rendimientos referidos, directa o indirectamente, tanto a acciones individuales como a conjuntos de acciones (índices);
6. Celebrar operaciones con derivados (futuros, opciones o swaps) en mercados extrabursátiles con entidades financieras o casas de bolsa con las que tengan nexos patrimoniales; a la anterior prohibición se añade, en el caso de los Fondos # 2, la imposibilidad de celebrar operaciones con instrumentos de renta variable si existen nexos patrimoniales con las entidades descritas; y
7. Exclusivamente para el caso de las Sociedades de Inversión Básicas 2, en su régimen de inversión se contempla la prohibición de adquirir instrumentos nacionales de renta variable y valores extranjeros de renta variable, distintos a las Notas con Capital Protegido referenciadas a canastas específicas de acciones.

Los criterios de diversificación conforman un apartado específico en la Circular 15-12. En ellos se estipula, tanto para las Sociedades de Inversión Básicas 1 como 2, que la inversión en instrumentos nacionales de deuda y valores extranjeros de deuda emitidos, avalados o aceptados por un mismo emisor no podrá exceder del 5% del activo neto de la Sociedad de Inversión. Asimismo, la inversión en instrumentos nacionales de deuda y valores extranjeros de deuda pertenecientes a una misma emisión, podrá ser hasta del 20% del total del valor de la emisión respectiva. Para este efecto, se considerará que los instrumentos de deuda pertenecen a una misma emisión, cuando tengan características idénticas, lo cual deberá constar expresamente en la opinión legal independiente de la emisión de que se trate. Lo anterior, no obstante que dichos instrumentos de deuda se hayan emitido mediante actos y en fechas distintas por el mismo emisor.



Finalmente, la inversión en instrumentos nacionales de deuda y valores extranjeros de deuda denominados en divisas, podrá sumar hasta el 30% del activo neto de la Sociedades de Inversión Básicas 1 y, para el caso de las Sociedades de Inversión Básicas 2, el abanico de inversiones se amplía al permitirse que el porcentaje señalado se aplique para cualquier instrumento nacional y valor extranjero denominado en divisas.

Por lo que corresponde a las Sociedades de Inversión adicionales que tengan por objeto exclusivo la inversión de aportaciones voluntarias o aportaciones complementarias de retiro, la Circular 15-12 asienta que éstas determinarán su régimen de inversión dentro de los parámetros establecidos para las Sociedades de Inversión Básicas 2.

En el caso de las Afores que no constituyan una Sociedad de Inversión adicional que tenga por objeto exclusivo la inversión de aportaciones voluntarias, éstas se deberán invertir en las Sociedades de Inversión Básicas 1.

Por su parte, las Administradoras que no constituyan una Sociedad de Inversión adicional que tenga por objeto exclusivo la inversión de aportaciones complementarias de retiro invertirán éstas en las Sociedades de Inversión Básicas 1 y en las Sociedades de Inversión Básicas 2, observándose los límites de edad aplicables a cada tipo de Sociedad de Inversión.

En contraparte, las Afores que ofrezcan la posibilidad de invertir aportaciones voluntarias en dos o más Sociedades de Inversión podrán plantear a los trabajadores la opción de elegir en cual de ellas desean invertir éstas, o bien, de señalar la proporción en que se inviertan dichas aportaciones en cada tipo de Sociedad. Igualmente, las Administradoras que ofrezcan la posibilidad de invertir aportaciones complementarias de retiro mediante una Sociedad de Inversión adicional, además de sus Sociedades de Inversión Básica 1 y Básica 2, también podrán brindar a los trabajadores la opción de elegir en cual de ellas desean invertir sus aportaciones complementarias de retiro, o bien, de señalar la proporción en que se inviertan dichas aportaciones en cada Sociedad de Inversión.

Finalmente, la Circular 15-12 permite a las Afores la creación de Sociedades de Inversión adicionales que tengan por objeto exclusivo la inversión de fondos de previsión social. Para éstos, la misma Circular establece que podrán invertir sus recursos en instrumentos nacionales, valores extranjeros, derivados y cualesquiera otros documentos permitidos en la Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro.



C. PROPUESTA

Las modificaciones al régimen de inversión de las Sociedades de Inversión Básicas 1 y 2, plasmadas en la citada Circular CONSAR 15-12, representan un notable avance en la diversificación de la inversión de los recursos captados por el Sistema de Ahorro para el Retiro mediante instrumentos nacionales y valores extranjeros, reduciendo el riesgo de concentración de los ahorros de los trabajadores. De igual manera, dichas reformas permitirán a las Siefores obtener una mayor cantidad y calidad de fuentes de rendimiento.

Las reformas precedentes son producto del reconocimiento por parte de las autoridades financieras de nuestro país de que, para alcanzar los objetivos del Sistema de Ahorro para el Retiro, es importante considerar como alternativa la participación de los activos de las sociedades especializadas en los mercados bursátiles, tanto en el nacional como en los extranjeros -los cuales han demostrado ser las opciones financieras más rentables en el largo plazo-, diversificando los recursos administrados en países, monedas de referencia, sectores y empresas, en aras de disminuir el riesgo que toda inversión implica. Particularmente la inversión en portafolios internacionales trae consigo beneficios que cubren las expectativas para las cuales fue creado el nuevo sistema de pensiones, ya que la amplitud de mercados de valores e instrumentos financieros existentes a nivel mundial facilita la obtención de rendimientos atractivos, existiendo de manera permanente la posibilidad de adecuar la cartera de inversión dirigiendo los recursos financieros a diferentes latitudes. Aunado a lo anterior, el riesgo de invertir en mercados internacionales puede ser disminuído sensiblemente mediante la diversificación ya que, como se muestra en los Anexos VIII y IX, los factores de correlación entre mercados de valores internacionales han sido, históricamente, inferiores al riesgo que implica invertir la totalidad de los activos en un solo mercado.

Para el caso particular de los valores extranjeros y retomando lo señalado en el Capítulo V, la diversificación de las inversiones mediante los mercados internacionales se puede llevar al cabo de dos maneras, a saber:

- o Directa en valores extranjeros, lo que trae consigo elevados costos operativos y de información así como la necesidad de contar con personal especializado en la realización de diferentes tipos de análisis y seguimiento de mercados foráneos aunque, en contraparte, se tiene una alta flexibilidad respecto a la calidad y cantidad de los activos seleccionados para formar parte de un portafolios de inversión; y,
- o Vía sociedades de inversión internacionales, mismas que reducen los costos operativos y de información, amén de contar con la administración profesional propia de dichas sociedades, sacrificando la posibilidad de seleccionar



cualitativa y cuantitativamente los instrumentos que conforman el portafolios de inversión, lo que implica la necesidad de adaptarse a las políticas de operación y selección de valores de cada sociedad.

A lo largo de los capítulos antecedentes, se ha hecho énfasis en las ventajas que representa la utilización de sociedades de inversión como mecanismo financiero que permite al inversionista disminuir el riesgo, por un lado, y maximizar sus posibles utilidades, por el otro. En el caso especial de las sociedades de inversión de naturaleza internacional, éstas facilitan la diversificación de los portafolios de inversión al colocar sus recursos en diferentes naciones, divisas, valores bursátiles, industrias y compañías, lo que les permite reducir el riesgo que enfrenta cualquier inversión y, simultáneamente, acceder a múltiples mercados e instrumentos que ofrezcan atractivos rendimientos. Las carteras que conforman a este tipo de sociedades se rigen por políticas de inversión específicas que están enfocadas a varias finalidades en función del grado de aversión al riesgo, del rendimiento esperado, de diversos niveles de liquidez y de otras características particulares dependientes del perfil de los inversionistas potenciales. Dichas políticas tienen la característica de ser accesibles al conocimiento público, lo que implica transparencia tanto del fin de la inversión como de los medios para alcanzar este último.

Del mismo modo, la existencia permanente de un mercado secundario, la posibilidad de que las sociedades de inversión recompren sus acciones suscritas conforme se presente la demanda, la administración profesional de la cartera, la garantía de inversiones reglamentadas y supervisadas por autoridades financieras, la flexibilidad para invertir en múltiples clases de sociedades y la factibilidad de conocer diariamente el precio de la acción de cada sociedad a través de la valuación diaria de los activos que componen su portafolios, se traducen en importantes ventajas para cualquier inversionista, sea este persona física o moral. Adicionalmente a estas ventajas, las sociedades internacionales ofrecen una figura jurídica reconocida que facilita la inversión en mercados extranjeros y que permiten el acceso a correlaciones entre valores bursátiles que, por lo general, han sido inferiores a las correlaciones correspondientes a inversiones de valores realizadas exclusivamente con instrumentos de un mercado local en particular, lo que reduce el riesgo de la cartera de inversión.

Por lo expuesto anteriormente, se sugiere a la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro que adicione al régimen de inversión de las Siefores la posibilidad de que éstas inviertan y diversifiquen sus portafolios con la adquisición de valores extranjeros a través de sociedades de inversión internacionales debidamente autorizadas y acreditadas por la misma CONSAR.

De igual manera, se recomienda a la citada autoridad financiera que la inversión en acciones de sociedades internacionales se realice de manera gradual, tanto a nivel cuantitativo (representado por el porcentaje máximo de los activos de las



Siefores autorizados a ser invertidos en este tipo de sociedades) como cualitativo (detallado mediante el grado de apertura de inversión de las Siefores con base en los tipos de sociedades internacionales).

Con fundamento en los aspectos cuantitativos y cualitativos preliminarmente citados, sería aconsejable que, en una primera etapa, se autorizara la participación en sociedades de inversión tipo país, para subsiguientemente abrir la posibilidad de invertir en sociedades de inversión regionales. Las fases posteriores de las modificaciones al régimen de inversión estarían representadas por la participación accionaria en sociedades de inversión globales y, finalmente, internacionales.

El antedicho manejo cualitativo puede ser materia de diversos enfoques cuantitativos, considerando distintos porcentajes máximos autorizados a ser invertidos. Todo lo inicialmente señalado permitiría segmentar y enriquecer la diversificación del mercado de Siefores en base al binomio riesgo-rendimiento previamente seleccionado.

Como ejemplo de una de las ventajas que implicaría la aceptación de la presente propuesta, baste citar que la Circular 15-12 prohíbe de manera específica a las Siefores la adquisición de bonos y acciones preferentes convertibles en acciones comunes. Sin embargo, mediante la compra de acciones emitidas por sociedades de inversión clasificadas como convertibles, las Siefores estarían en posibilidad de participar indirectamente en dichos bonos y acciones logrando, de este modo, mantener un flujo de ingresos a través de los intereses o dividendos otorgados por estos instrumentos financieros y, adicionalmente, conservando vigente la facultad de obtener ganancias de capital si el precio de las acciones comunes aumenta y los administradores de la sociedad de inversión convertible hacen efectiva la opción de conversión. Así, la aceptación de la adición antes propuesta en el presente estudio abriría, aún más, la gama actual de rendimientos y permitiría una mayor diversificación de los ahorros de los trabajadores.



CONCLUSIONES

El proceso de internacionalización de los mercados financieros del mundo es una de las constantes de nuestros días. Este proceso implica oportunidades, problemáticas, retos y perspectivas dentro un nuevo marco económico y financiero internacional, influyendo directamente en varios campos de nuestro quehacer, entre ellos, el legal, el financiero, el tecnológico y el académico. Sus principales efectos se han dejado sentir en la apertura de diversas economías, un crecimiento y aceleración de los procesos de privatización, la disminución generalizada de las barreras comerciales y un creciente número de oportunidades para invertir en diferentes mercados financieros.

Uno de los mecanismos para afrontar la nueva situación financiera y obtener beneficios de ella es la diversificación de los portafolios de inversión. Bajo las actuales condiciones, ésta implica contemplar la inversión en diversos países, monedas de referencia, valores bursátiles, sectores y empresas. Con este mecanismo se reduce el riesgo que enfrenta cualquier inversión y se está en capacidad de obtener atractivos rendimientos. Para ello, es fundamental el conocimiento de los conceptos, técnicas y teorías sobre la administración de los portafolios de inversión especializados que conforman las sociedades de inversión internacionales y, así, tener la posibilidad de comprender los diversos criterios de diversificación de cartera y, consecuentemente, el nivel de riesgo de un portafolios en particular. Estas medidas permitirán seleccionar el binomio riesgo-rendimiento que se considere más apropiado de acuerdo al perfil del inversionista.

Desgraciadamente, en nuestros mercados financieros se desconocen las bondades de las sociedades de inversión mientras que los países que tienen mercados desarrollados y maduros cuentan con una gran variedad de estos instrumentos financieros, lo que les han permitido aprovechar su propia riqueza generando ahorro interno. Sus mercados financieros se han fortalecido por la profundidad con que las sociedades de inversión han arraigado en los diferentes estratos de sus estructuras sociales, aprovechando sus mercados y manteniendo una continua expansión de estrategias de inversión y de mecanismos de diversificación. Todo ésto ha permitido que sus inversionistas tengan mayores posibilidades de rendimiento y diversificación paralelamente a una disminución de sus riesgos financieros.

Las autoridades y los participantes financieros de nuestro país no pueden desfasarse respecto a los avances de los correspondientes mercados internacionales y deben estar conscientes de las tendencias a nivel mundial del volumen de operaciones así como la variedad, diseño y sofisticación de sus instrumentos financieros y del desarrollo tecnológico en la transmisión de



información, de recursos financieros y de las operaciones bursátiles. Los ejemplos de las sociedades de inversión en Canadá y Estados Unidos de América nos permiten apreciar la riqueza de variedad y las posibilidades que estos instrumentos financieros tienen. Dichos mercados han crecido y se han fortalecido con la presencia de pequeños y medianos inversionistas que tienen a su alcance una gama de posibilidades a nivel local e internacional a través de las sociedades de inversión. Adicionalmente, en el caso de los mercados estadounidenses, las sociedades de inversión se han convertido en su principal motor tanto por operaciones realizadas como por los volúmenes de compra-venta. Las autoridades financieras de ese país han comprendido el papel y la importancia que las sociedades guardan y han actuado en consecuencia, facilitando los mecanismos y regulaciones para que estos instrumentos financieros mantengan un crecimiento constante, tanto en su número como en los montos de activos administrados y cuentas registradas.

A nivel mundial, los inversionistas han optado por aportar sus recursos en forma conjunta y bajo figuras jurídicas reconocidas. La transferencia de recursos financieros en el orbe ha ocasionado que la industria de las sociedades de inversión haya vivido un crecimiento sin precedente en los últimos años. El número de sociedades de inversión de tipo abierto, al igual que los activos, se ha incrementado constantemente siendo, en términos prácticos, las sociedades de inversión internacionales los únicos medios de diversificación en valores extranjeros.

Particularmente, la capitalización mundial vía mercados de valores ha mostrado una tendencia creciente en la zona norteamericana, a la que pertenece el mercado mexicano. Sin embargo, son los mercados desarrollados de la zona los que han aprovechado la actual coyuntura financiera.

La inversión internacional ha demostrado ser provechosa en el grado en que los factores de correlación de los valores de una cartera sean menores a la unidad. Es decir, si los rendimientos de los activos financieros muestran una correlación más baja entre países que los correspondientes a un solo país, la diversificación internacional reduce el riesgo del portafolios. Existen modelos matemáticos con los que es posible comparar la eficiencia riesgo/rendimiento de los portafolios de inversión internacionales con los correspondiente a mercados domésticos, para determinar las posibles ganancias en eficiencia de la diversificación internacional desde el punto de vista de un inversionista nacional.

Los inversionistas comparten necesidades, objetivos y finalidades similares, como lo es la planeación del retiro laboral. Un mecanismo financiero que sirve para satisfacer este aspecto son las sociedades de inversión que tienen un fin específico. En el caso de nuestro país, las Siefors son un ejemplo. Las más



recientes modificaciones a su régimen de inversión responden a la problemática que enfrentaban debido, por una parte, a la reducida oferta de valores locales en los que estaban autorizadas a invertir y, paralelamente, a un entorno financiero caracterizado por bajas tasas de interés nominales. Ambos factores se traducían en una pobre diversificación (que implicaba concentración del riesgo) y dificultades para ofrecer rendimientos reales positivos de manera constante. Esta situación estaba particularmente latente cuando en el entorno nacional se presentaban disminuciones en las tasas de interés nominales y, consecuentemente, se adelgazaba la brecha ofrecida en términos de tasas reales por parte de los diversos instrumentos de inversión emitidos por el Gobierno Federal. Por ello, el actual régimen de inversión, vigente desde el 27 de mayo de 2004 y cuyas principales modificaciones se palparán a partir de enero de 2005, amplía tanto la gama de Siefores de acuerdo a la edad de los trabajadores así como la variedad de instrumentos en los que éstas podrán invertir sus activos, considerando valores nacionales y extranjeros.

Finalmente, la propuesta del presente estudio financiero enfatiza la participación de los activos de las Siefores en acciones de sociedades de inversión internacionales, motivo por el cual se recomienda que la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro adicione esta posibilidad, a través del actual régimen de inversión de las antes citadas Sociedades de Inversión Especializadas, de manera gradual en aspectos de orden tanto cuantitativo como cualitativo.

Es imperante que nuestro sistema financiero se actualice y pueda no sólo aprovechar la actual coyuntura internacional, sino crear y fomentar bases sólidas para su presente y futuro. Los ejemplos otorgados por mercados desarrollados y maduros deben ser tomados en consideración si se pretende que nuestra economía genere ahorro interno y esté en capacidad de ofrecer a nuestros connacionales alternativas que brinden mejores rendimientos, por una parte, y menores riesgos, por la otra. Particularmente, el tema de las carteras de inversión de las Siefores reviste especial y delicada importancia ya que se trata de los recursos financieros que se utilizarán como fuente de ingresos de millones de mexicanos. De su correcto encauzamiento dependerá el nivel y la calidad de vida de actuales y futuras generaciones. No sólo es un tema financiero más....se trata de las expectativas que tenemos como nación, de las oportunidades que queremos brindarnos a nosotros y los que nos siguen, de la estabilidad social y personal que deseamos para el futuro. No es sólo un tema de activos financieros, sino de justicia, desarrollo y tranquilidad para nuestros últimos días de vida.



ANEXOS

ANEXO I:
SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

ANEXO II:
RELACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN REGISTRADAS ANTE
LA SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO AL 6 DE
NOVIEMBRE DE 2004

ANEXO III:
PRINCIPALES INDICADORES DEL MERCADO DE SOCIEDADES DE
INVERSIÓN A JUNIO DE 2003

ANEXO IV:
SITUACIÓN FINANCIERA DEL TOTAL DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN

ANEXO V:
ACTIVOS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN ABIERTAS

ANEXO VI:
NÚMERO DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN ABIERTAS

ANEXO VII:
RELACIÓN DE MERCADOS EMERGENTES Y DESARROLLADOS

ANEXO VIII:
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE LOS RENDIMIENTOS
MENSUALES DE LOS 18 MERCADOS CON MAYOR CAPITALIZACIÓN
DEL MUNDO, 1977 – 1996

ESTA TESIS NO ESTÁ
DE LA BIBLIOTECA



ANEXO IX:

CUADRO I: CORRELACIONES ENTRE PRECIOS DE ÍNDICES PERTENECIENTES AL S&P / IFCI

CUADRO II: CORRELACIONES ENTRE RENDIMIENTOS DE ÍNDICES PERTENECIENTES AL S&P / IFCI

ANEXO X:

CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN DE FITCH MÉXICO MOODY'S Y STANDARD & POOR'S

ANEXO XI:

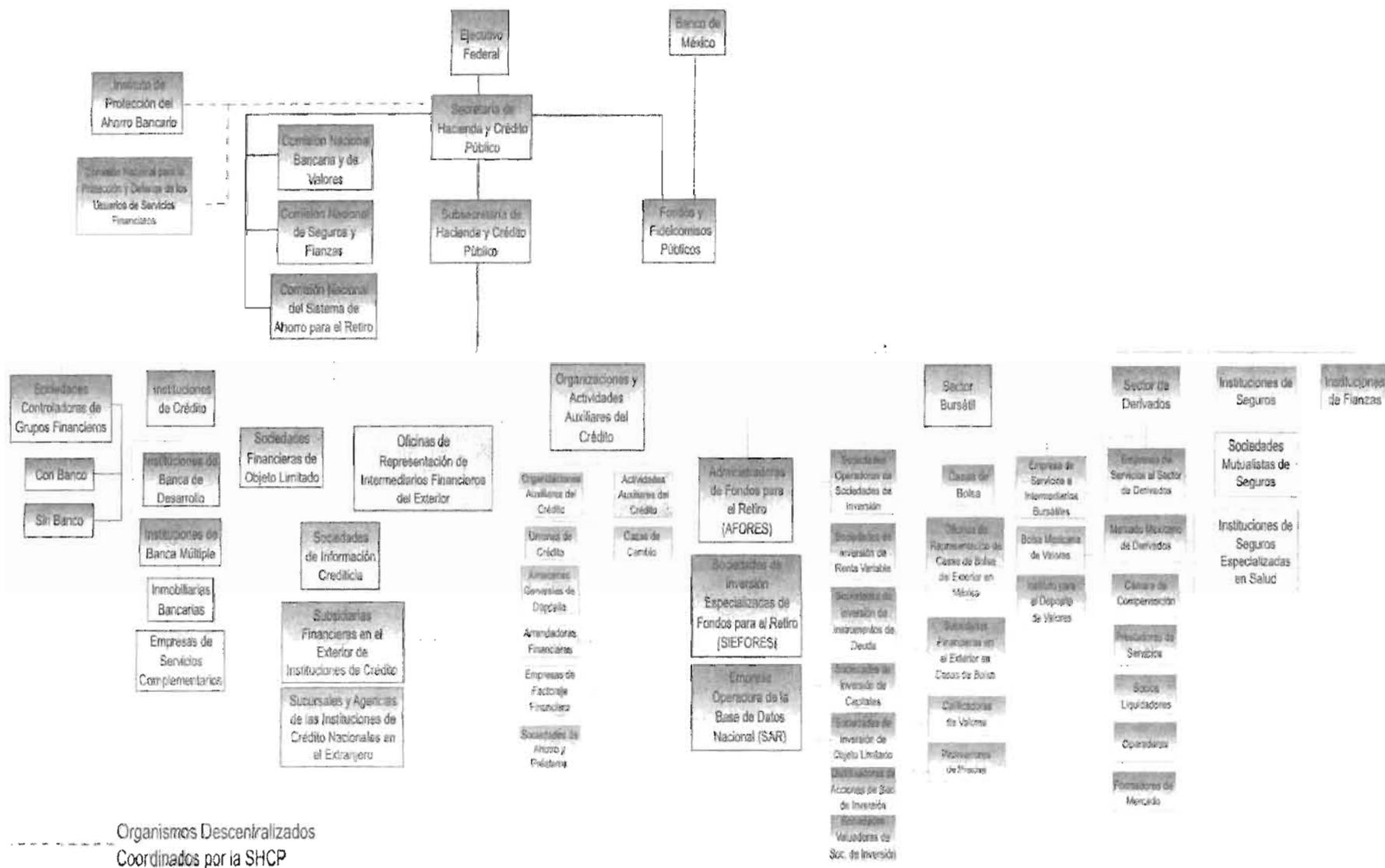
ÍNDICES ACCIONARIOS DE PAÍSES MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO DE LA ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (IOSCO) Y DE LA UNIÓN EUROPEA



ANEXO I

ORGANIGRAMA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Fuente: <www.shcp.mx/ieo/n_docscasfim.html>, (6/XI/2004)



ANEXO II
RELACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN REGISTRADAS
ANTE LA SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO
AL 6 DE NOVIEMBRE DE 2004

Fuente: Catálogo del Sistema Financiero Mexicano
 <www.shcp.gob.mx/servs/casfim/Sector.asp?Sec=52>, 6/XI/2004

CASFIN Catálogo del Sistema Financiero Mexicano

Sector 52: Sociedades de Inversión				
Clave	Razón Social	Nombre Corto	Status	Fecha de Actualización
52-001	IXE Fondo de Cobertura Cambiaria, S.A. de C.V.	IXECOB	En Operación	12/11/2000
52-002	Abaco Fondo Estratégico, S.A. de C.V.	ABACOF	Revocada	12/11/2000
52-003	Confía Accionario, S.A. de C.V.	ABAPAT	Revocada	12/11/2000
52-004	Accivalmex Alta Rentabilidad, S.A. de C.V.	ACCIAR	En Operación	12/11/2000
52-005	Accivalmex Patrimonial, S.A. de C.V.	ACCIPAT	En Operación	12/11/2000
52-006	Fondo Accivalmex, S.A. de C.V.	ACCIVAL	En Operación	12/11/2000
52-007	Acticece, S.A. de C.V.	ACTICRE	En Operación	12/11/2000
52-008	Activariable, S.A. de C.V.	ACTIVAR	En Operación	12/11/2000
52-009	Apolo 5, S.A. de C.V.	APOLO5	En Operación	12/11/2000
52-010	Apolo 6, S.A. de C.V.	APOLO6	En Operación	12/11/2000
52-011	Apolo 7, S.A. de C.V.	APOLO7	En Operación	12/11/2000
52-012	Fondo Especial Arka, S.A. de C.V.	ARKAES	En Operación	12/11/2000
52-013	Fondo de Capital Arka, S.A. de C.V.	ARKAPAQ	En Operación	12/11/2000
52-014	Fondo Bursátil Lloyd, S.A. de C.V.	AWLLOYD	En Operación	12/11/2000
52-015	Fondo Bursátil Banamex, S.A. de C.V.	BANABUR	Revocada	12/11/2000
52-016	Fondo Financiero-2 Banamex, S.A. de C.V.	BANAFI2	En Operación	12/11/2000
52-017	Fondo Financiero Banamex, S.A. de C.V.	INTEGR4	En Operación	12/11/2000
52-019	Fondo Banpaís Diamante, S.A. de C.V.	NORTEAG	En Operación	12/11/2000
52-020	Fobur, S.A. de C.V., SIRV	BBVMBOL	Revocada	27/09/2002
52-021	Fondo BBVA Bancomer Capitales, S.A. de C.V.	BMERCAP	En Operación	12/02/2002
52-022	Fondo BBVA Bancomer Crecimiento, S.A. de C.V.	BMERCRE	En Operación	12/02/2002
52-023	Fondo BBVA Bancomer Estructurado, S.A. de C.V.	BBVMERC	En Operación	17/10/2001
52-024	Fondo BBVA Bancomer Patrimonial, S.A. de C.V.	BMERPAT	En Operación	12/02/2002
52-026	Fondo Bitalv2, S.A. de C.V.	BITALV2	En Operación	12/11/2000
52-027	Fondo Bitalv3, S.A. de C.V.	BITALV3	En Operación	12/11/2000
52-028	Bursamas, S.A. de C.V.	BINDEX	En Operación	21/09/2001
52-029	Bursamil, S.A. de C.V.	BMIL	En Operación	12/11/2000
52-030	Monex Fondo de Inversión Bursátil, S.A. de C.V., SIRV	MONEXRV	En Operación	12/02/2002
52-032	Fondo Dresdner-RCM V1, S.A. de C.V.	DBRCMV1	Revocada	12/11/2000
52-033	Actidow, S.A. de C.V.	ACTIDOW	En Operación	27/09/2002
52-034	Estrategia Fondo de Inversión de Capitales, S.A. de C.V.	EFICAS	Revocada	12/11/2000

52-035	Fondo Acciones Finamex, S.A. de C.V.	F-BOLSA	En Operación	09/07/2001
52-037	Actipatrimonial, S.A. de C.V.	ACTIPAT	En Operación	17/10/2001
52-038	Actipluus, S.A. de C.V.	ACTIPLU	En Operación	27/09/2002
52-039	Finca, Fondo de Inversión de Capital, S.A. de C.V.	FINCA	Revocada	12/11/2000
52-040	Fondo de Renta Variable Finamex, S.A. de C.V.	F-INDIC	En Operación	09/07/2001
52-041	Multifondo de Desarrollo de Capital, S.A. de C.V.	FINLAT5	Revocada	12/11/2000
52-042	Scotia Alta Bursatilidad, S.A. de C.V.	SCOTIA6	En Operación	17/12/2002
52-043	Scotia Indizado, S.A. de C.V.	SCOTIA7	En Operación	17/12/2002
52-044	Fondo de Inversión Inverlat, S.A. de C.V.	FINLAT8	Revocada	12/11/2000
52-045	Scotia Portafolio, S.A. de C.V.	SCOTIA9	En Operación	17/12/2002
52-046	Firme, S.A. de C.V.	FIRME	En Operación	12/11/2000
52-047	Fondo de Renta Variable Bancreser, S.A. de C.V.	FOBACRE	Revocada	12/11/2000
52-048	Fondo Santander Dólar de Largo Plazo, S.A. de C.V.	ST&ERUS	En Operación	12/02/2002
52-049	Fondo Común Unión, S.A. de C.V.	FONBCH4	En Operación	12/11/2000
52-050	Fondo de Inversiones Banamex, S.A. de C.V.	FONBNM	En Operación	12/11/2000
52-051	Fondo Dinámico de Inversiones Bursátiles, S.A. de C.V.	FONIBUR	En Operación	12/11/2000
52-052	Fondo Santander Líder de Deuda Largo Plazo, S.A. de C.V.	LIDER-4	En Operación	12/02/2002
52-054	Fondo de Promoción Bursátil, S.A. de C.V.	NAFINDX	En Operación	09/07/2001
52-055	Fondo Valmex de Capitales "C", S.A. de C.V.	VALMX22	En Operación	12/11/2000
52-056	Fondo Valmex de Capitales, S.A. de C.V.	VALMX24	En Operación	12/11/2000
52-057	Fondo Valmex de Rendimiento, S.A. de C.V.	VALMX20	En Operación	12/11/2000
52-058	GBM Inversiones Bursátiles, S.A. de C.V.	GBMV1	En Operación	12/11/2000
52-059	GBM Capital Bursátil, S.A. de C.V.	GBMV2	En Operación	12/11/2000
52-060	GBM Valores Rentables, S.A. de C.V.	GBMBAL	En Operación	12/11/2000
52-061	GBM Instrumentos Bursátiles, S.A. de C.V.	GBMAAA	En Operación	12/11/2000
52-062	GBM Renta Variable, S.A. de C.V.	GBMIPC	En Operación	12/11/2000
52-063	GBM Fondo de Crecimiento, S.A. de C.V.	GBMCRE	En Operación	12/11/2000
52-064	Fondo del Mercado para la Mediana Empresa Bancomer, Gfbvmem, S.A. de C.V. S.I.C.	GFBVMEM	En Operación	12/11/2000
52-065	Fondo BBVA Bancomer Mixto, S.A. de C.V.	BMERBAL	En Operación	12/02/2002
52-066	Fondo BBVA Bancomer Flexible, S.A. de C.V., SIRV	GFBVFLE	En Operación	12/02/2002
52-067	Fondo BBVA Bancomer Indizado, S.A. de C.V.	BMERIND	En Operación	12/02/2002
52-068	Fondo BBVA Bancomer Top 10, S.A. de C.V.	BMERTOP	En Operación	12/02/2002
52-069	Interfondo de Capitales, S.A. de C.V.	ICAPTAL	En Operación	12/11/2000
52-070	Fondo Inbursa, S.A. de C.V.	INBURSA	En Operación	12/11/2000
52-071	Fondo Inters-2, S.A. de C.V.	INTERS2	En Operación	12/11/2000
52-072	Fondo Sólido de Rendimiento, S.A. de C.V.	ISOLIDO	En Operación	12/11/2000
52-073	IXE Fondo Común, S.A. de C.V.	IXECON	En Operación	12/11/2000
52-074	IXE Fondo Dinámico, S.A. de C.V.	IXEMAX	En Operación	12/11/2000
52-075	Fondo Bursátil Santander Mexicano, S.A. de C.V.	LIDER-A	En Operación	12/02/2002
52-076	Fondo Santander Indizado, S.A. de C.V.	ST&ER-I	En Operación	12/11/2000
52-077	Fondo Santander Balanceado, S.A. de C.V.	ST&ER-D	En Operación	12/11/2000
52-078	Multias, S.A. de C.V.	MVBOLSA	En Operación	12/11/2000
52-079	Multifondo de Ahorradores, S.A. de C.V.	MV-2000	En Operación	12/11/2000
52-080	Afincob, S.A. de C.V.	NORTEDE	En Operación	12/11/2000

52-081	Afin, Sociedad de Inversión Común, S.A. de C.V.	NORTERV	En Operación	12/11/2000
52-082	Ofin Fondo Crecimiento, S.A. de C.V.	OFINCRE	En Operación	12/11/2000
52-084	Fondo Común Promex, S.A. de C.V.	PROMEX5	En Operación	12/11/2000
52-085	Fondo Santander Corporativo 2, S.A. de C.V.	STER10P	En Operación	18/03/2003
52-087	Fondo Santander Patrimonial, S.A. de C.V.	ST&ER-A	En Operación	12/11/2000
52-088	Fondo Santander Líder de Deuda Mediano Plazo, S.A. de C.V.	LIDER-2	En Operación	12/02/2002
52-089	Fondo Value de Renta Variable, S.A. de C.V.	VALUEV5	En Operación	12/11/2000
52-090	Vector Fondo de Crecimiento, S.A. de C.V.	VECTCR	En Operación	12/11/2000
52-092	Vector Fondo de Patrimonio, S.A. de C.V.	VECTPA	En Operación	12/11/2000
52-093	Z Cap 1, S.A. de C.V.	ZCAP1	En Operación	12/11/2000
52-094	Z Cap 2, S.A. de C.V.	ZCAP2	En Operación	12/11/2000
52-095	Z Cap 3, S.A. de C.V.	ZEVERST	En Operación	12/11/2000
52-096	IXE Gub Fisícas, S.A. de C.V.	IXEGUBF	En Operación	12/11/2000
52-097	Abacosi, S.A. de C.V.	ABACOSI	Revocada	12/11/2000
52-098	Abaco Fondo de Rendimiento, S.A. de C.V.	ABAPLUS	Revocada	12/11/2000
52-099	Abaco Fondo de Inversión Premier, S.A. de C.V.	ABAPREM	Revocada	12/11/2000
52-101	Acci Alta Liquidez, S.A. de C.V.	ACCILIQ	En Operación	12/11/2000
52-102	Accivalmex, S.A. de C.V.	ACCIMEX	En Operación	12/11/2000
52-103	Fondo Confía, S.A. de C.V.	ACONFIA	Revocada	12/11/2000
52-104	Actimed, S.A. de C.V.	ACTIMED	En Operación	12/11/2000
52-105	Actirent, S.A. de C.V.	ACTIREN	En Operación	12/11/2000
52-106	Apolo 1, S.A. de C.V.	APOLO1	En Operación	12/11/2000
52-107	Apolo 3, S.A. de C.V.	APOLO3	En Operación	12/11/2000
52-108	Fondo de Efectivo Arka, S.A. de C.V.	ARKAFE	En Operación	12/11/2000
52-109	Fondo de Interés Arka, S.A. de C.V.	ARKAIN	En Operación	12/11/2000
52-110	Fondo Productivo Arka, S.A. de C.V.	ARKAORO	En Operación	12/11/2000
52-111	Fondo Patrimonial Arka, S.A. de C.V.	ARKAPLA	En Operación	12/11/2000
52-112	Valores Awlasa, S.A. de C.V.	AWLASA	En Operación	12/11/2000
52-115	Fondo BBVA Bancomer Inversión, S.A. de C.V.	BBVINVE	En Operación	12/02/2002
52-116	Fondo BBVA Bancomer Horizonte, S.A. de C.V.	BMERHOR	En Operación	12/02/2002
52-117	Fondo BBV-60, S.A. de C.V.	BBV-60	Revocada	12/11/2000
52-118	Fondo BBVA Bancomer Dinero, S.A. de C.V.	BBV-DIN	En Operación	12/02/2002
52-119	Fondo BBV-Inversión, S.A. de C.V.	BBV-INV	Revocada	12/11/2000
52-120	Fondo Bitalcp, S.A. de C.V.	BITALCP	En Operación	12/11/2000
52-121	Fondo Bital Plus, S.A. de C.V.	BITALIQ	En Operación	09/07/2001
52-122	Fondo Bitalpf, S.A. de C.V.	BITALPF	En Operación	12/11/2000
52-123	Inter-Plus, S.A. de C.V.	BITALRF	En Operación	12/11/2000
52-125	Bursalíquido, S.A. de C.V.	BLIQUID	En Operación	12/11/2000
52-126	Bursaplus, S.A. de C.V.	BPLUS	En Operación	12/11/2000
52-127	Bursaultra, S.A. de C.V.	BULTRA	En Operación	12/11/2000
52-128	Monex Fondo de Rendimiento, S.A. de C.V.	MONEX7	En Operación	12/02/2002
52-129	Monex Fondo Líquido, S.A. de C.V.	MONEX1	En Operación	12/02/2002
52-130	Citirenta, S.A. de C.V.	BNMRENT	En Operación	17/12/2002
52-131	Fondo Bancrecer Plus, S.A. de C.V.	CRECEPF	En Operación	12/11/2000
52-132	Actiplazo, S.A. de C.V.	ACTIPLA	En Operación	17/10/2001
52-133	Fondo de Dinero Inbursa, S.A. de C.V.	DINBUR1	En Operación	12/11/2000
52-134	Fondo de Dinero Inbursa III, S.A. de C.V.	DINBUR3	En Operación	12/11/2000

52-135	Estrategia Fondo de Protección Cambiaria, S.A. de C.V.	EFCOBER	Revocada	12/11/2000
52-136	Estrategia Fondo de Alto Rendimiento, S.A. de C.V.	EFREND	Revocada	12/11/2000
52-137	Fondo de Crecimiento Finamex, S.A. de C.V.	F-MES	En Operación	09/07/2001
52-138	Finacorp Uno, S.A. de C.V.	FINAC1	En Operación	12/11/2000
52-139	Finacorp Cinco, S.A. de C.V.	FINAC5	En Operación	12/11/2000
52-140	Scotia Mercado de Dinero, S.A. de C.V.	SCOTIAP	En Operación	07/08/2002
52-141	Scotia Liquidez para Personas Físicas, S.A. de C.V.	SCOTIA1	En Operación	17/12/2002
52-142	Scotia Rendimiento, S.A. de C.V.	SCOTIA2	En Operación	17/12/2002
52-143	Scotia Cobertura, S.A. de C.V.	SCOTIA3	En Operación	17/12/2002
52-144	Fondo de Dinero Innova, S.A. de C.V.	FINNOVA	En Operación	12/11/2000
52-145	Finde 1, S.A. de C.V.	FINDE1	En Operación	12/11/2000
52-146	Fondo BBVA Bancomer Gubernamental, S.A. de C.V.	BBV-GUB	En Operación	12/02/2002
52-147	Fondo BBVA Bancomer Plazo, S.A. de C.V.	BMERPZO	En Operación	12/02/2002
52-148	Fondo Unión Plus, S.A. de C.V.	FONBCH2	En Operación	12/11/2000
52-149	Fondo BBVA Bancomer Ahorro, S.A. de C.V.	BMERAHO	En Operación	12/02/2002
52-150	Fondo Super de Deuda Básico, S.A. de C.V.	FONSER1	En Operación	17/10/2001
52-152	Fondo Santander Líder de Deuda Corto Plazo, S.A. de C.V.	LIDER-1	En Operación	12/02/2002
52-153	Fondo Óptimo Bancen, S.A. de C.V.	NORTECO	En Operación	12/11/2000
52-154	Fondo de Rendimiento Finamex, S.A. de C.V.	F-DIAR+	En Operación	09/07/2001
52-155	Fondo Santander de Largo Plazo, S.A. de C.V.	ST&ER-4	En Operación	12/11/2000
52-156	GBM Fondo de Inversión Patrimonial, S.A. de C.V.	GBM-F4	En Operación	12/11/2000
52-157	GBM Fondo de Mercado de Dinero, S.A. de C.V.	GBMF2	En Operación	12/11/2000
52-158	GBM Fondo de Valores de Largo Plazo, S.A. de C.V.	GBMF3	En Operación	12/11/2000
52-159	GBM Atlántico, Fondo de Inversión Patrimonial, S.A. de C.V.	GBMATF4	Revocada	12/11/2000
52-160	Fondo BBVA Bancomer Bancario, S.A. de C.V.	BMERBAN	En Operación	12/02/2002
52-161	Fondo BBVA Bancomer de Inversión de Largo Plazo en Moneda Extranjera, S.A. de C.V.	BMERUSD	En Operación	12/02/2002
52-162	Fondo BBVA Bancomer Líquido, S.A. de C.V.	GFBFLIQ	En Operación	12/02/2002
52-163	Fondo BBVA Bancomer de Mercado de Dinero, S.A. de C.V.	BMERMDD	En Operación	12/02/2002
52-164	Fondo BBVA Bancomer de Corto Plazo, S.A. de C.V.	GFBFP28	En Operación	12/02/2002
52-165	Fondo BBVA Bancomer de Mediano Plazo, S.A. de C.V.	GFBFP91	Revocada	27/09/2002
52-166	Fondo BBVA Bancomer Unidades de Inversión, S.A. de C.V.	GFBFUDI	En Operación	12/02/2002
52-167	Fondo Efectivo de Rendimiento, S.A. de C.V.	IEFECTI	En Operación	12/11/2000
52-168	Fondo Ilaplaz 2, S.A. de C.V.	ILAPLA2	En Operación	12/11/2000
52-169	Fondo Ilaplaz, S.A. de C.V.	ILAPLAZ	En Operación	12/11/2000
52-170	Fondo Óptimo de Rendimiento, S.A. de C.V.	INFOBRI	En Operación	12/11/2000
52-172	Fondo Integra 3 Banamex, S.A. de C.V.	INTEGR3	En Operación	12/11/2000
52-173	Fondo Integral Banamex, S.A. de C.V.	INTEGRA	En Operación	12/11/2000
52-175	Fondo Interval, S.A. de C.V.	IVALOR	En Operación	12/11/2000
52-176	IXE Fondo de Mediano Plazo, S.A. de C.V.	IXE30	En Operación	12/11/2000

52-177	IXE Fondo de Dinero de Liquidez Inmediata, S.A. de C.V.	IXELIQ	En Operación	12/11/2000
52-178	Fondo Líquido Finamex, S.A. de C.V.	F-DIAR	En Operación	09/07/2001
52-179	Fondo Lloyd Plus, S.A. de C.V.	LOYPLUS	En Operación	12/11/2000
52-180	Fondo Patrimonial Santander Mexicano, S.A. de C.V.	SUPER-4	En Operación	27/09/2002
52-181	Fondo Líquido Empresarial Santander Mexicano, S.A. de C.V.	BANSAN3	En Operación	12/11/2000
52-182	Multifondo de Alto Rendimiento, S.A. de C.V.	MULTIAR	En Operación	12/11/2000
52-183	Multirentable, S.A. de C.V.	MULTIRE	En Operación	12/11/2000
52-184	Multisi, S.A. de C.V.	MULTISI	En Operación	12/11/2000
52-185	Fondo Santander de Cobertura Cambiaria, S.A. de C.V.	ST&ER-5	En Operación	12/11/2000
52-186	Fondo Líquido Santander Mexicano, S.A. de C.V.	SUPER-3	En Operación	27/09/2002
52-187	Afin, S.A. de C.V., Sociedad de Inversión en Instrumentos de Deuda	NORTECP	En Operación	12/11/2000
52-188	Afinpzo, S.A. de C.V.	NORTELP	En Operación	12/11/2000
52-189	Afintr, S.A. de C.V.	NORTEMP	En Operación	12/11/2000
52-190	Ofin Líquida, S.A. de C.V.	OFINLIQ	En Operación	12/11/2000
52-191	Ofin Fondo Solidez, S.A. de C.V.	OFINSOL	En Operación	12/11/2000
52-192	Fondo Santander Plus de Corto Plazo, S.A. de C.V.	ST&ER1P	En Operación	12/11/2000
52-193	Fondo Banpaís, S.A. de C.V.	NORTEAP	En Operación	12/11/2000
52-196	Fondo Banpaís de Liquidez Anual, S.A. de C.V.	PAISME	Revocada	12/11/2000
52-197	Fondo Finamex Patrimonial, S.A. de C.V.	F-PATRI	En Operación	12/02/2002
52-198	Fondo Super de Deuda Líquido, S.A. de C.V.	SUPER-1	En Operación	17/10/2001
52-199	Fondo de Rendimiento Creciente, S.A. de C.V.	RECRECI	En Operación	12/11/2000
52-200	Fondo Santander de Deuda Recurso, S.A. de C.V.	ST&ER-3	En Operación	27/09/2002
52-201	Fondo Mil, S.A. de C.V.	RENMIL	En Operación	12/11/2000
52-202	Fondo Santander de Deuda Patrimonial de Largo Plazo, S.A. de C.V.	ST&ER-6	En Operación	12/02/2002
52-203	Fondo Santander de Rendimiento, S.A. de C.V.	ST&ER-1	En Operación	12/11/2000
52-204	Fondo Santander de Mediano Plazo, S.A. de C.V.	ST&ER-2	En Operación	12/11/2000
52-205	Fondo Valmex 2000, S.A. de C.V.	VALMX14	En Operación	12/11/2000
52-206	Fondo Valburmex, S.A. de C.V.	VALBUR	Revocada	12/11/2000
52-207	Fondo Valmex, S.A. de C.V.	VALMX10	En Operación	12/11/2000
52-208	Fondo Valmex Plus, S.A. de C.V.	VALMX12	En Operación	12/11/2000
52-209	Fondo Value en Instrumentos de Deuda, S.A. de C.V.	VALUEF1	En Operación	12/11/2000
52-210	Vbm Plus, S.A. de C.V.	VBMPLUS	Revocada	12/11/2000
52-211	Vector Fondo de Alto Rendimiento, S.A. de C.V.	VECTAR	En Operación	12/11/2000
52-212	Vector Fondo Premier, S.A. de C.V.	VECTPRE	En Operación	12/11/2000
52-213	Vector Fondo Líquido, S.A. de C.V.	VECTRF	En Operación	12/11/2000
52-214	Z Cob, S.A. de C.V.	ZCOB	En Operación	12/11/2000
52-215	Z Ref 1, S.A. de C.V.	ZREF1	En Operación	12/11/2000
52-216	IXE Gub Morales, S.A. de C.V.	IXEGUBM	En Operación	12/11/2000
52-217	Abaco Fondo Corporativo, S.A. de C.V.	ABACOR	Revocada	12/11/2000
52-218	Abaco Fondo Empresarial, S.A. de C.V.	ABACOR2	Revocada	12/11/2000
52-219	Acci Corporativo, S.A. de C.V.	ACCICOR	En Operación	12/11/2000
52-220	Actimas, S.A. de C.V.	ACTIM	En Operación	12/11/2000

52-221	Apolo 2, S.A. de C.V.	APOLO2	En Operación	12/11/2000
52-222	Apolo 4, S.A. de C.V.	APOLO4	En Operación	12/11/2000
52-223	Cuenta Corporativa Arka, S.A. de C.V.	ARKACOR	En Operación	12/11/2000
52-224	Fondo Líquido Arka, S.A. de C.V.	ARKALIQ	En Operación	12/11/2000
52-225	Fondo Arka, S.A. de C.V.	ARKAGUB	En Operación	12/11/2000
52-227	Fondo BBVA Bancomer Caja Empresarial, S.A. de C.V.	BMERCAJ	En Operación	12/02/2002
52-228	Fondo BBVA Bancomer Largo Plazo, S.A. de C.V.	BMERLP	En Operación	12/02/2002
52-229	Fondo BBVA Bancomer de Inversión de Largo Plazo para Tesorerías Corporativas, S.A. de C.V.	BMERTES	En Operación	12/02/2002
52-230	Bursacorp, S.A. de C.V.	BCORP	En Operación	12/11/2000
52-232	Fondo Bitalm, S.A. de C.V.	BITALPM	En Operación	12/11/2000
52-233	Fondo Corporativo Banamex, S.A. de C.V.	BNMCORP	En Operación	12/11/2000
52-234	CBI Fondo Corporativo, S.A. de C.V.	CBIGUB	Revocada	12/11/2000
52-235	Fondo Empresarial Bancrecer, S.A. de C.V.	CRECEPM	En Operación	12/11/2000
52-236	Fondo Adición 1, S.A. de C.V.	ADICION1	En Operación	17/10/2001
52-237	Actinstitucional, S.A. de C.V.	ACTINST	En Operación	17/10/2001
52-238	Fondo de Dinero Empresarial Inbursa, S.A. de C.V.	DINBUR2	En Operación	12/11/2000
52-239	Fondo Empresarial Obsa, S.A. de C.V.	EMPRESA	En Operación	12/11/2000
52-240	Fondo Empresarial Lloyd, S.A. de C.V.	FELLOYD	En Operación	12/11/2000
52-241	Finacorp Dos, S.A. de C.V.	FINAC2	En Operación	12/11/2000
52-242	Fondo Finamex de Mediano Plazo, S.A. de C.V.	F-MES+	En Operación	12/11/2000
52-243	Scotia Liquidez para Personas Morales, S.A. de C.V.	FINLATA	En Operación	09/07/2001
52-244	Scotia para No Contribuyentes, S.A. de C.V.	SCOTIAC	En Operación	17/12/2002
52-245	Scotia Gubernamental para Personas Morales, S.A. de C.V.	SCOTIAG	En Operación	17/12/2002
52-246	Finde A, S.A. de C.V.	FINDEA	Revocada	12/11/2000
52-247	Fondo Cremi Empresarial, S.A. de C.V.	FOCREM	Revocada	12/11/2000
52-248	Fondo Corporativo Unión, S.A. de C.V.	FONBCH3	En Operación	12/11/2000
52-249	Fondo Super de Deuda 2, S.A. de C.V.	SUPER-2	En Operación	27/09/2002
52-250	Fondo Santander de Deuda de Previsión Social de Largo Plazo, S.A. de C.V.	ST&ER21	En Operación	15/01/2003
52-251	GBM Fondo Corporativo de Liquidez Inmediata, S.A. de C.V.	GBMM1	En Operación	12/11/2000
52-252	GBM Fondo Corporativo de Largo Plazo, S.A. de C.V.	GBMGUBE	En Operación	18/03/2003
52-253	GBM Fondo para P/Morales No Contribuyentes, S.A. de C.V.	GBMM3	En Operación	12/11/2000
52-254	Fondo BBVA Bancomer Tesorerías Corporativas, S.A. de C.V.	BMEREMP	En Operación	12/02/2002
52-255	Fondo BBVA Bancomer Gubernamental para Empresas, S.A. de C.V.	BMERGUB	En Operación	12/02/2002
52-256	Fondo BBVA Bancomer Previsional, S.A. de C.V.	BMERPRE	En Operación	12/02/2002
52-257	Fondo Interempresarial, S.A. de C.V.	IEMPRE	En Operación	12/11/2000
52-258	Fondo Iempre-2, S.A. de C.V.	IEMPRE2	En Operación	12/11/2000
52-259	Fondo Iempre-3, S.A. de C.V.	IEMPRE3	En Operación	12/11/2000
52-261	IXE Fondo RV, S.A. de C.V.	IXECAP	En Operación	12/02/2002
52-262	IXE Fondo Institucional, S.A. de C.V.	IXEINST	En Operación	12/11/2000
52-263	Fondo Santander Prev. Social de Med. Plazo, S.A.	ST&ER22	En Operación	15/01/2003

de C.V.

52-264	Multifondo Empresarial de Liquidez, S.A. de C.V.	MULTIEL	Revocada	12/11/2000
52-265	Multifondo Empresarial, S.A. de C.V.	MULTIFE	En Operación	12/11/2000
52-266	Fondo Santander Previsión Social de Corto Plazo, S.A. de C.V.	ST&ER11	En Operación	12/11/2000
52-267	Nortefi, S.A. de C.V.	NORTEFI	En Operación	12/11/2000
52-268	Afinmd, S.A. de C.V.	NORTEMD	En Operación	12/11/2000
52-269	Ofin Fondo Reservas Productivas, S.A. de C.V.	OFINPRO	En Operación	12/11/2000
52-271	Fondo Santander Corporativo, S.A. de C.V.	ST&ER10	En Operación	12/11/2000
52-272	Fondo Valburmex II, S.A. de C.V.	VALBUR2	Revocada	12/11/2000
52-273	Fondo Valmex Corporativo, S.A. de C.V.	VALMX16	En Operación	12/11/2000
52-274	Fondo Value Empresarial, S.A. de C.V.	VALUEF3	En Operación	12/11/2000
52-275	Vector Fondo Corporativo, S.A. de C.V.	VECTPM	En Operación	12/11/2000
52-276	Z Refex 1, S.A. de C.V.	ZREFEX1	En Operación	12/11/2000
52-277	Z Refmo 1, S.A. de C.V.	ZREFMO1	En Operación	12/11/2000
52-278	Actigober, S.A. de C.V.	ACTIGOB	En Operación	12/11/2000
52-279	Fondo Alterna, S.A. de C.V.	ALTERNA	En Operación	12/11/2000
52-280	Fondo BBVA Bancomer de Inversión de Largo Plazo en Moneda Extranjera para Personas Morales, S.A. de C.V.	BMERDIV	En Operación	12/02/2002
52-281	Invercap Deuda Personas Físicas, S.A. de C.V.	ICADEF	En Operación	12/11/2000
52-282	Invercap Deuda Personas Morales, S.A. de C.V.	ICADEM	En Operación	12/11/2000
52-283	Invercap México Mixto, S.A. de C.V.	ICAMIX	En Operación	12/11/2000
52-284	Fondo Inters-1, S.A. de C.V.	INTERS1	En Operación	12/11/2000
52-285	IXE Fondo de Dinero de Plazo 7 Días, S.A. de C.V.	IXEMANA	En Operación	12/11/2000
52-286	Mifel 1, S.A. de C.V.	MIFEL1	En Operación	12/11/2000
52-287	Mifel 2, S.A. de C.V.	MIFEL2	En Operación	12/11/2000
52-288	Mifel A, S.A. de C.V.	MIFELG	En Operación	11/12/2001
52-289	Nortesp, S.A. de C.V.	NORTEIN	En Operación	12/11/2000
52-290	Ofin Fondo Valor, S.A. de C.V.	OFINVAL	En Operación	12/11/2000
52-291	Fondo Santander de Acciones Promedio Móvil, S.A. de C.V.	ST&ER-M	En Operación	12/02/2002
52-292	Fondo Valmex XXI, S.A. de C.V.	VALMX30	En Operación	12/11/2000
52-293	Vector Fondo Índice, S.A. de C.V.	VECTIND	En Operación	12/11/2000
52-294	Vector Fondo de Largo Plazo, S.A. de C.V.	VECTPRO	En Operación	12/11/2000
52-295	S.I. Genera Solidez, S.A. de C.V.	GENERAS	En Operación	12/11/2000
52-296	Z Cap 4, S.A. de C.V.	ZCAP4	En Operación	12/11/2000
52-297	Z Ref 2, S.A. de C.V.	ZREF-2	En Operación	12/11/2000
52-298	Fondo Valmex de Crecimiento, S.A. de C.V.	VALMX26	En Operación	12/11/2000
52-299	ING 4, S.A. de C.V.	ING-PAT	En Operación	12/11/2000
52-300	Apolo 10, S.A. de C.V.	APOLO10	En Operación	05/04/2002
52-301	Fondo de Crecimiento Patrimonial, S.A. de C.V.	NORTEFP	En Operación	07/08/2002
52-302	Scotia Liquidez Periódica, S.A. de C.V.	SCOTIA4	En Operación	17/12/2002
52-303	ING 1, S.A. de C.V.	ING-1	En Operación	12/11/2000
52-304	ING 3, S.A. de C.V.	ING-30	En Operación	12/11/2000
52-305	Apolo 90, S.A. de C.V.	APOLO90	En Operación	09/07/2001
52-306	Prudential Dólares de Largo Plazo, S.A. de C.V.	PRUDLLS	En Operación	21/09/2001
52-313	ING 2, S.A. de C.V.	AMEX-30	En Operación	09/07/2001

52-314	Acticober, S.A. de C.V.	ACTICOB	En Operación	12/11/2000
52-315	Citifondo Gubernamental, S.A. de C.V.	CITIGUB	En Operación	12/11/2000
52-316	GBM Fondo de Cobertura Cambiaria, S.A. de C.V.	GBMCOB	En Operación	12/11/2000
52-317	ING 8, S.A. de C.V.	AMEX-MD	En Operación	12/11/2000
52-318	Citiacciones Flexible, S.A. de C.V.	CITIFLE	En Operación	12/11/2000
52-319	Citiacciones Patrimonial, S.A. de C.V.	CITIPAT	En Operación	12/11/2000
52-320	Citiplazo, S.A. de C.V.	CITIPZO	En Operación	12/11/2000
52-321	Valorum Uno, S.A. de C.V.	VALOR1F	En Operación	12/11/2000
52-322	Valorum Dos, S.A. de C.V.	VALOR2F	En Operación	12/11/2000
52-323	Valorum Tres, S.A. de C.V.	VALOR3M	En Operación	12/11/2000
52-324	Valorum Cuatro, S.A. de C.V.	VALOR4C	En Operación	12/11/2000
52-325	Vector Fondo de Cobertura Cambiaria, S.A. de C.V.	VECTCOB	En Operación	12/11/2000
52-326	ING 5, S.A. de C.V.	ING-1E	En Operación	12/11/2000
52-327	Actiahorro, S.A. de C.V.	ACTIAHO	En Operación	12/11/2000
52-328	Invercap Deuda Personas Físicas Fomento al Ahorro, S.A. de C.V.	ICAFOM	En Operación	12/11/2000
52-329	Invercap Fondo Global Mexicano, S.A. de C.V.	ICAGLOB	En Operación	12/11/2000
52-330	Invercap Deuda Personas Físicas Patrimonial, S.A. de C.V.	ICAPAT	En Operación	12/11/2000
52-331	Invercap Plus, S.A. de C.V.	ICAPLUS	En Operación	09/07/2001
52-332	Fondo BBVA Bancomer Divisa, S.A. de C.V.	BMERDOL	En Operación	12/02/2002
52-333	ING 7, S.A. de C.V.	ING-USD	En Operación	12/11/2000
52-334	Acticorp, S.A. de C.V.	ACTICOR	En Operación	12/11/2000
52-335	Fondo Finamex Internacional, S.A. de C.V.	F-DOLAR	En Operación	09/07/2001
52-336	Incomun, S.A. de C.V.	INCOMUN	En Operación	12/11/2000
52-337	Inem, S.A. de C.V.	INEM	En Operación	12/11/2000
52-338	Infis, S.A. de C.V.	INFIS	En Operación	12/11/2000
52-339	Inguber, S.A. de C.V.	INGUBER	En Operación	12/11/2000
52-340	Inplus, S.A. de C.V.	INPLUSS	En Operación	12/11/2000
52-341	Fondo de Inversiones Activas del Norte, S.A. de C.V.	ACTIVAS	En Operación	12/11/2000
52-342	Agros, S.A. de C.V.	AGROS	En Operación	12/11/2000
52-343	Agrosid, S.A. de C.V.	AGROSID	En Operación	12/11/2000
52-344	Fondo de Inversión Tabasco, S.A. de C.V.	TABASCO	En Operación	12/02/2002
52-345	Fondo de Desarrollos La Concepción, S.A. de C.V.	CONCEP	En Operación	12/11/2000
52-346	Fondo de Apoyo al Mercado Intermedio, S.A. de C.V.	FAMI	En Operación	12/11/2000
52-347	Fondo Inversionista de Capitales, S.A. de C.V.	FINCAP	Revocada	12/02/2002
52-348	Fincar, S.A. de C.V.	FINCAR	En Operación	12/11/2000
52-349	Fondo de Inversión Veracruz, S.A. de C.V.	FIVER	En Operación	12/11/2000
52-350	Fom. Agropecuario y Forestal de Chiapas, S.A. de C.V.	FOMCHIA	En Operación	12/11/2000
52-351	Fondo Chiapas, S.A. de C.V.	FONCHIA	En Operación	12/11/2000
52-352	Sinca Grijalva, S.A. de C.V.	GRIJALV	En Operación	12/11/2000
52-353	Fondo de Apoyo Empresarial Innova, S.A. de C.V.	INNOVA	Revocada	12/11/2000
52-354	Fondo de Inversión para la Industria Turística, S.A. de C.V.	INTUR	En Operación	12/11/2000
52-355	Fondo Inverpro, S.A. de C.V.	INVERP	Revocada	12/02/2002
52-356	Fondo de Capital Inverpatri I, S.A. de C.V.	INVERPA	En Operación	12/11/2000

52-357	Mexcap, S.A. de C.V.	MEXCAP	En Operación	12/11/2000
52-358	Mexplus, S.A. de C.V.	MEXPLUS	En Operación	12/11/2000
52-359	Multicapitales, S.A. de C.V.	MULTICA	En Operación	12/11/2000
52-360	Fondo Empresarial Nayarita, S.A. de C.V.	NAYARIT	En Operación	12/11/2000
52-362	Fondo de Optimización de Capitales, S.A. de C.V.	OPCAP	En Operación	12/11/2000
52-363	Fondo Inmobiliario Posadas, S.A. de C.V.	POSADAS	En Operación	12/11/2000
52-364	Fomento de Inv. Y Formación de Cap. Potosina, S.A. de C.V.	POTOSIN	Revocada	12/11/2000
52-365	Procorp, S.A. de C.V.	PROCORP	En Operación	12/11/2000
52-366	Promotora Industrial de Capitales, S.A. de C.V.	PROINCA	En Operación	12/11/2000
52-367	Proitesm, S.A. de C.V.	PROITES	Revocada	12/02/2002
52-368	Fondo Reto, S.A. de C.V.	RETO	Revocada	05/04/2002
52-369	Radio Fusión, S.A. de C.V.	RFUSION	En Operación	12/11/2000
52-370	Sinca Inbursa, S.A. de C.V.	SINBUR	En Operación	12/11/2000
52-371	Vector Fondo Empresarial, S.A. de C.V.	SVECTOR	En Operación	12/11/2000
52-372	Fondo Terras, S.A. de C.V.	TERRAS	En Operación	12/11/2000
52-373	Fondo Terrum, S.A. de C.V.	TERRUM	En Operación	12/11/2000
52-374	Ultra Impulsora de Capitales, S.A. de C.V.	ULTRA	En Operación	12/11/2000
52-375	Unión de Capitales, S.A. de C.V.	UNICA	En Operación	12/11/2000
52-376	Val. De Inv. En Tec. P/Empresas Pecuarias, S.A. de C.V.	VITEP	En Operación	12/11/2000
52-377	Fondo Lloyd Máximo, S.A. de C.V.	LOYDMAX	En Operación	12/11/2000
52-378	Vector Fondo Institucional, S.A. de C.V.	VECTFI	En Operación	12/11/2000
52-379	Vector Fondo de Mercado de Dinero, S.A. de C.V.	VECTMD	En Operación	12/11/2000
52-380	Ofin Fondo Plus, S.A. de C.V.	OFINPLU	En Operación	12/11/2000
52-382	Fondo Value de Crecimiento, S.A. de C.V.	VALUEV6	En Operación	12/11/2000
52-383	Fondo Value Gubernamental, S.A. de C.V.	VALUEF4	En Operación	12/11/2000
52-384	Fondo Value Patrimonial, S.A. de C.V.	VALUEF2	En Operación	12/11/2000
52-385	Fondo TLC de Inversión Accionaria Bancomer GFBTLC, S.A. de C.V.	--	Autorizada	12/11/2000
52-386	Nafin 1, S.A. de C.V.	--	Autorizada	12/11/2000
52-387	Fondo México Plus, S.A. de C.V.	--	Autorizada	12/11/2000
52-388	Ofin Fondo Cobertura, S.A. de C.V.	--	Autorizada	12/11/2000
52-389	Latin 1, S.A. de C.V.	LATIN1	En Operación	12/11/2000
52-390	Latin 2, S.A. de C.V.	LATIN2	En Operación	12/11/2000
52-391	Latin 3, S.A. de C.V.	LATIN3	En Operación	12/11/2000
52-392	Latin 4, S.A. de C.V.	LATIN4	En Operación	12/11/2000
52-393	GBM Fondo de Instrumentos Gubernamentales, S.A. de C.V.	GBMGUBF	En Operación	12/11/2000
52-394	Fondo de Inversión a Plazo Banamex, S.A. de C.V.	BNMPZO	En Operación	12/11/2000
52-395	Fondo de Alta Liquidez Banamex, S.A. de C.V.	BNMLIQ	En Operación	12/11/2000
52-396	Inburex, S.A. de C.V.	INBUREX	En Operación	12/11/2000
52-397	Fondo México Empresarial, S.A. de C.V.	--	Autorizada	12/11/2000
52-398	ING 6, S.A. de C.V.	ING-30E	En Operación	12/11/2000
52-399	Latin 5, S.A. de C.V.	LATIN5	En Operación	12/11/2000
52-400	GBM Impulsa, S.A. de C.V.	--	Autorizada	12/11/2000
52-401	Sinca Banregio, S.A. de C.V.	SBANREG	En Operación	05/04/2002
52-402	GBM Fondo Corporativo de Instrumentos	GBMGUBM	En Operación	12/11/2000

Gubernamentales, S.A.

52-403	Fondo Finamex para Personas Morales, S.A.	F-EMPRESA	En Operación	12/02/2002
52-404	Fondo Institucional Lloyd, S.A. de C.V.	FONLOYD	En Operación	12/02/2002
52-405	Fondo Lloyd 91, S.A. de C.V.	LLOYD91	En Operación	12/02/2002
52-406	Citifondo Institucional, S.A. de C.V.	CITINST	En Operación	09/07/2001
52-407	Fondo Bitall de Largo Plazo, S.A. de C.V.	BITALLP	En Operación	09/07/2001
52-408	Fondo Finamex en Instrumentos Gubernamentales, S.A. de C.V.	F-GUBER	En Operación	09/07/2001
52-409	Fondo Finamex para Personas Morales No Contribuyentes, S.A. de C.V.	F-NOCON	En Operación	09/07/2001
52-410	ING 9, S.A. de C.V.	AMEXCOB	En Operación	09/07/2001
52-411	S.I. Genera Internet, S.A. de C.V.	GENERALI	En Operación	09/07/2001
52-412	S.I. Genera Liquidez, S.A. de C.V.	GENERAL	En Operación	09/07/2001
52-413	Vector Fondo de Mediano Plazo, S.A. de C.V.	VECTMP	En Operación	18/02/2003
52-414	Vector Fondo de Mercado de Dinero Corporativo, S.A. de C.V.	VECTMDC	En Operación	09/07/2001
52-415	Fondo Bitall V4, S.A. de C.V.	BITALLV4	En Operación	09/07/2001
52-416	Boston Fondo de Cobertura, S.A. de C.V. Sociedad de Inversión de Deuda	Boston Fondo	Autorizada	07/09/2001
52-417	Boston Fondo de Cobertura, S.A. de C.V.	BOSTONC	En Operación	21/09/2001
52-418	Boston Fondo de Liquidez, S.A. de C.V.	BOSTON1	En Operación	21/09/2001
52-419	Boston Fondo de Liquidez Plus, S.A. de C.V.	BOSTON2	En Operación	21/09/2001
52-420	Boston Fondo de Crecimiento, S.A. de C.V.	BOSTON3	En Operación	21/09/2001
52-421	Boston Fondo de Acumulación, S.A. de C.V.	BOSTON4	En Operación	21/09/2001
52-422	Boston Fondo Gubernamental, S.A. de C.V.	BOSTONG	En Operación	21/09/2001
52-423	Boston Fondo Institucional, S.A. de C.V.	BOSTONI	En Operación	21/09/2001
52-424	Boston Fondo Empresarial, S.A. de C.V.	BOSTONM	En Operación	21/09/2001
52-425	Boston Fondo de Capital, S.A. de C.V.	BOSTONB	En Operación	17/10/2001
52-426	Boston Fondo de Protección Patrimonial, S.A. de C.V.	BOSTONP	En Operación	21/09/2001
52-427	ING 10, S.A. de C.V.	ING-IPC	En Operación	17/10/2001
52-428	ING 11, S.A. de C.V.	ING-REN	En Operación	17/10/2001
52-429	ING 12, S.A. de C.V.	AHORRO	En Operación	17/10/2001
52-430	Afirmes, S.A. de C.V.	AFIRMES	En Operación	17/10/2001
52-431	Afirvis, S.A. de C.V.	AFIRVIS	En Operación	17/10/2001
52-432	Afirplus, S.A. de C.V.	AFIRPLU	En Operación	17/10/2001
52-433	Afircor, S.A. de C.V.	AFIRCOR	En Operación	17/10/2001
52-434	Nortear, S.A. de C.V.	NORTELM	En Operación	27/11/2001
52-435	Norteip, S.A. de C.V.	NORTEIP	En Operación	27/11/2001
52-436	Nortemf, S.A. de C.V.	NORTEMF	En Operación	27/11/2001
52-437	Nortepz, S.A. de C.V.	NORTEPZ	En Operación	27/11/2001
52-438	Nortemm, S.A. de C.V.	NORTEMM	En Operación	27/11/2001
52-439	Vanguardia Liquidez, S.A. de C.V.	VALIQ	En Operación	27/11/2001
52-440	Vanguardia Rendimiento, S.A. de C.V.	VARENDI	En Operación	27/11/2001
52-441	Vanguardia Tesorería, S.A. de C.V.	VATESO	En Operación	27/11/2001
52-442	Vanguardia Gubernamental, S.A. de C.V.	VAGUBER	En Operación	27/11/2001
52-443	Vanguardia Índice, S.A. de C.V.	VAINDEX	En Operación	27/11/2001
52-444	Vanguardia Crecimiento, S.A. de C.V.	VACRECI	En Operación	27/11/2001
52-445	Citifondo de Liquidez, S.A. de C.V.	CITILIQ	En Operación	27/11/2001

52-446	Fondo Valmex de Rendimiento de Deuda, S.A. de C.V.	VALMX18	En Operación	27/11/2001
52-447	Fondo Valmex de Deuda Global, S.A. de C.V.	VALMX32	En Operación	27/11/2001
52-448	Fondo Preponderantemente en Deuda Banamex, S.A. de C.V.	--	En Operación	11/12/2001
52-449	Fondo Discrecional Banamex, S.A. de C.V.	--	En Operación	11/12/2001
52-450	Fondo de Dinero 1 Banamex, S.A. de C.V.	BXFIS1	En Operación	05/04/2002
52-451	Fondo de Dinero 2 Banamex, S.A. de C.V.	--	En Operación	11/12/2001
52-452	Fondo Empresarial Banamex, S.A. de C.V.	BXEMP	En Operación	05/04/2002
52-453	Fondo de Dinero 3 Banamex, S.A. de C.V.	--	En Operación	11/12/2001
52-454	Fondo Indizado Banamex, S.A. de C.V.	--	En Operación	11/12/2001
52-455	Scotia Previsional de Liquidez Restringida, S.A. de C.V.	SCOTIAD	En Operación	17/12/2002
52-456	Multifondo Patrimonial, S.A. de C.V.	MV-28	En Operación	12/02/2002
52-457	Multifondo de Personas Morales, S.A. de C.V.	MV-MOR	En Operación	12/02/2002
52-458	Adición 2, S.A. de C.V.	ADICION2	En Operación	12/02/2002
52-459	GBM Fondo Corporativo de Inversión en Valores Denominados en Dólares, S.A. de C.V.	GBMUSDM	En Operación	05/04/2002
52-460	GBM Fondo de Inversión en Valores Denominados en Dólares, S.A. de C.V.	GBMUSD	En Operación	05/04/2002
52-461	GBM Fondo Corporativo de Inversión Rentable, S.A. de C.V.	GBMRENM	En Operación	05/04/2002
52-462	GBM Fondo de Inversión Rentable, S.A. de C.V.	GBMREN	En Operación	05/04/2002
52-463	GBM Fondo de Inversión Patrimonial de Largo Plazo, S.A. de C.V.	GBMLP	En Operación	05/04/2002
52-464	Fondo en Dólares Nafinsa, S.A. de C.V.	NAFFDLL	En Operación	13/05/2002
52-465	Fondo de Rendimiento Nafinsa, S.A. de C.V.	NAFFP28	En Operación	13/05/2002
52-466	Fondo de Conservación Patrimonial Nafinsa, S.A. de C.V.	NAFM-EX	En Operación	13/05/2002
52-467	Fondo Líquido Nafinsa, S.A. de C.V.	NAFMLIQ	En Operación	13/05/2002
52-468	Multifondo Institucional, S.A. de C.V.	MV-INS	En Operación	18/06/2002
52-469	ING 13, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-470	ING 14, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-471	ING 15, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-472	ING 16, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-473	ING 17, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-474	ING 18, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-475	ING 19, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-476	ING 20, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-477	ING 21, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-478	ING 22, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-479	GBM Fondo de Operación Técnica, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-480	GBM Fondo de Capital Rentable, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-481	Fondo Disponible, S.A. de C.V.	SUPER-A	En Operación	18/02/2003
52-482	Fondo Horizonte C, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-483	Fondo Horizonte L, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-484	Fondo Horizonte M, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-485	Fondo Patrimonial, S.A. de C.V.	--	Autorizada	07/08/2002
52-486	Scotiabank Liquidez para Personas Morales, S.A. de C.V.	SCOTIAM	En Operación	15/01/2003

52-487	Z Ref 3, S.A. de C.V.	ZREF3	En Operación	27/09/2002
52-488	Invercap Fondo Personas Morales No Contribuyentes, S.A. de C.V.	ICAEXEN	En Operación	27/09/2002
52-489	Vanguardia Institucional, S.A. de C.V.	VAINSTI	En Operación	17/12/2002
52-490	Inbucob, S.A. de C.V.	INBUCOB	En Operación	11/04/2003
52-491	Monex Fondo Mensual, S.A. de C.V.	MONEX28	En Operación	19/05/2003
52-492	Monex Fondo de Cobertura Cambiaria, S.A. de C.V.	MONEXUS	En Operación	19/05/2003
52-493	Monex Fondo Corporativo, S.A. de C.V.	MONEX1M	En Operación	19/05/2003

ANEXO III

**PRINCIPALES INDICADORES DEL MERCADO DE SOCIEDADES DE
INVERSIÓN A JUNIO 2003**

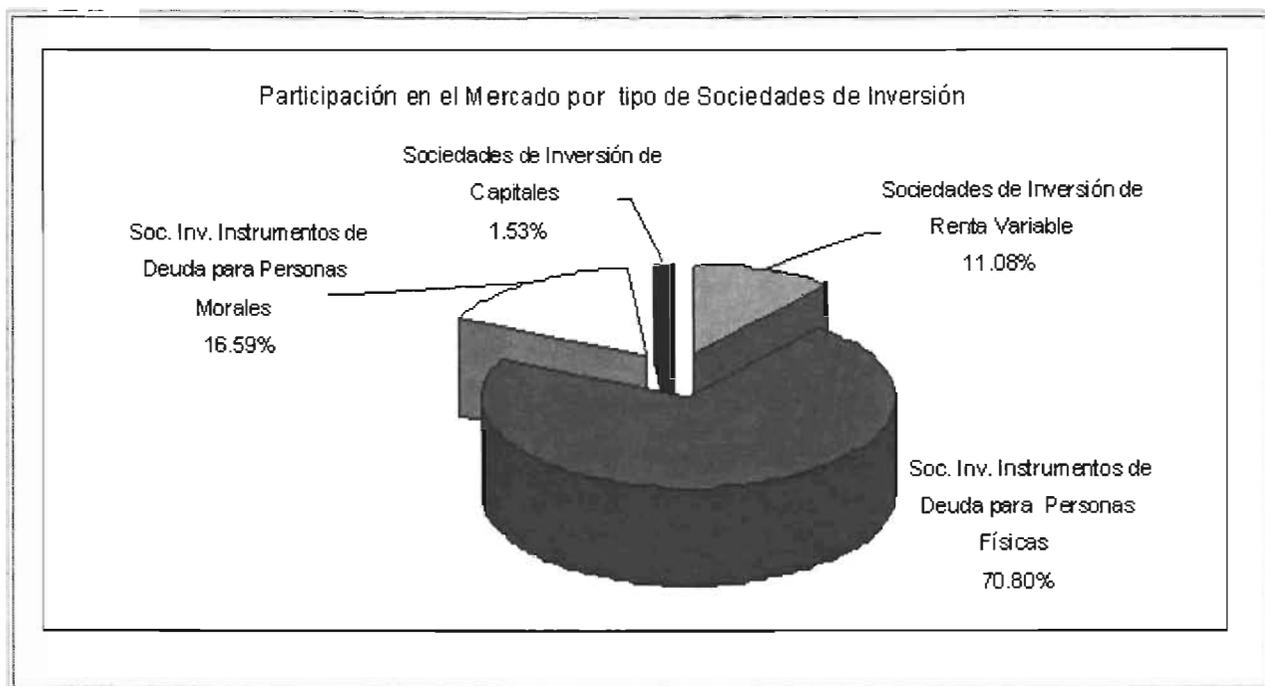
Fuente:

www.condusef.gob.mx/informacion_sobre/soc_inversion/composicion.htm#Participacion,
(6/XI/2004)

Participación en el mercado por tipo de sociedades de inversión

Tipo de Sociedad	Total		(cifras en miles de pesos)			
			Inversión Nacional		Inversión Extranjera	
Sociedades de Inversión de Renta Variable	11.08%	\$42,049,967	10.99%	\$41,721,469	0.09%	\$328,498
Soc. Inv. Instrumentos de Deuda para Personas Físicas	70.80%	\$268,665,021	69.31%	\$263,021,883	1.49%	\$5,643,138
Soc. Inv. Instrumentos de Deuda para Personas Morales	16.59%	\$62,957,395	16.56%	\$62,838,137	0.03%	\$119,258
Sociedades de Inversión de Capitales	1.53%	\$5,802,896	1.53%	\$5,802,896	0.00%	\$0
Total	100.00%	\$379,475,279	98.39%	\$373,384,385	1.61%	\$6,090,894

Nota: Las Sociedades de Inversión de Objeto Limitado no se incluyen en el presente Anexo dado que aún no se cuenta con la regulación secundaria que debe emitir la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para definir su funcionamiento. Para mayores detalles, consultar www.condusef.gob.mx/mercado/III_1_5.htm.

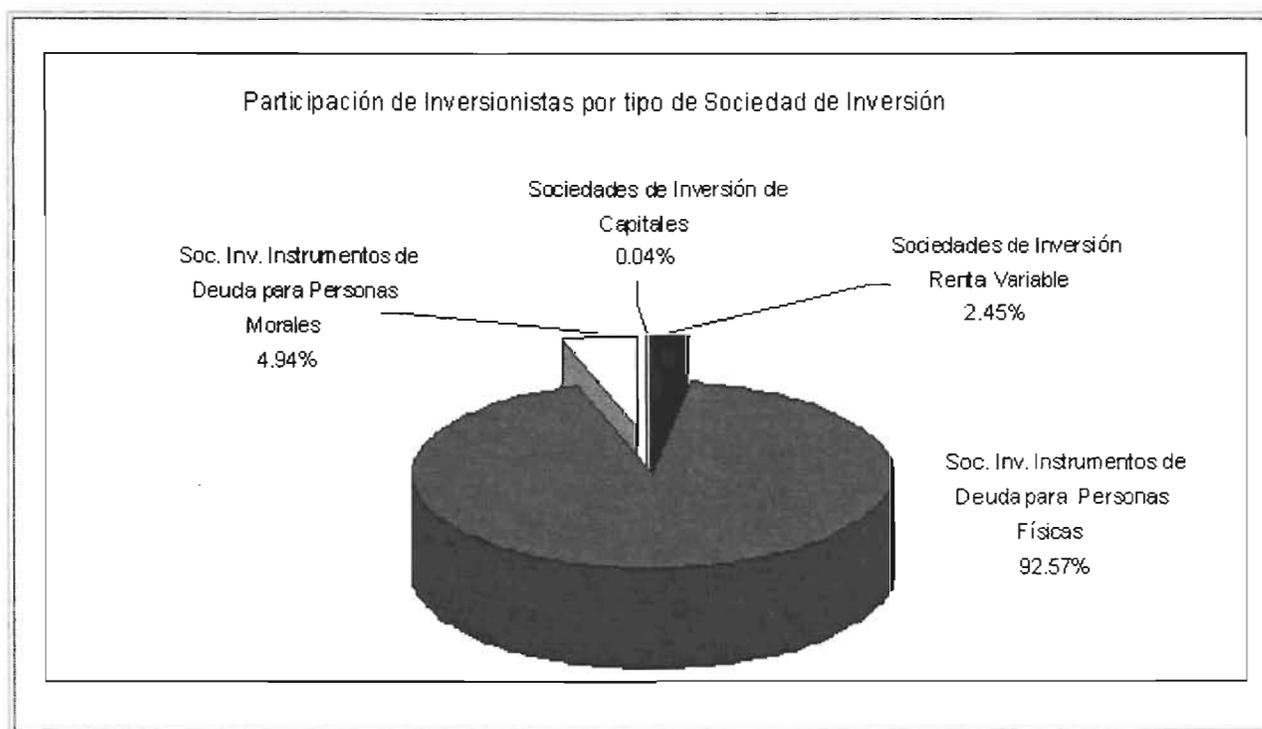


Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Bolsa Mexicana de Valores.

La gráfica anterior muestra la participación en miles de pesos que tienen los inversionistas en las distintas Sociedades de Inversión, reflejando una mayor participación en las Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Físicas con el 70.80%, seguida por las Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Morales con el 16.59%, que en suma representan el 87.39%, seguidas por las las Sociedades de Inversión Renta Variable con el 11.08% y con una participación mínima las Sociedades de Inversión de Capitales con el 1.53%.

Número de inversionistas en Sociedades de Inversión

Tipo de Sociedad	Total Inventas.	Investas. Nac.	Investas. Ext.
Sociedades de Inversión Renta Variable	2.45% 16,492	2.26% 15,193	0.19% 1,299
Soc. Inv. Instrumentos de Deuda para Personas Físicas	92.57% 622,624	88.62% 596,035	3.95% 26,589
Soc. Inv. Instrumentos de Deuda para Personas Morales	4.94% 33,232	4.91% 33,023	0.03% 209
Sociedades de Inversión de Capitales	0.04% 249	0.04% 249	0.00% 0
	100.00% 672,597	95.82% 644,500	4.18% 28,097



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Bolsa Mexicana de Valores

Como se muestra en la gráfica, los inversionistas tanto nacionales como extranjeros tienden en mayor medida a invertir en Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Físicas que representa el 92.57% del total del mercado, en contraste con los mínimos participantes en Sociedades

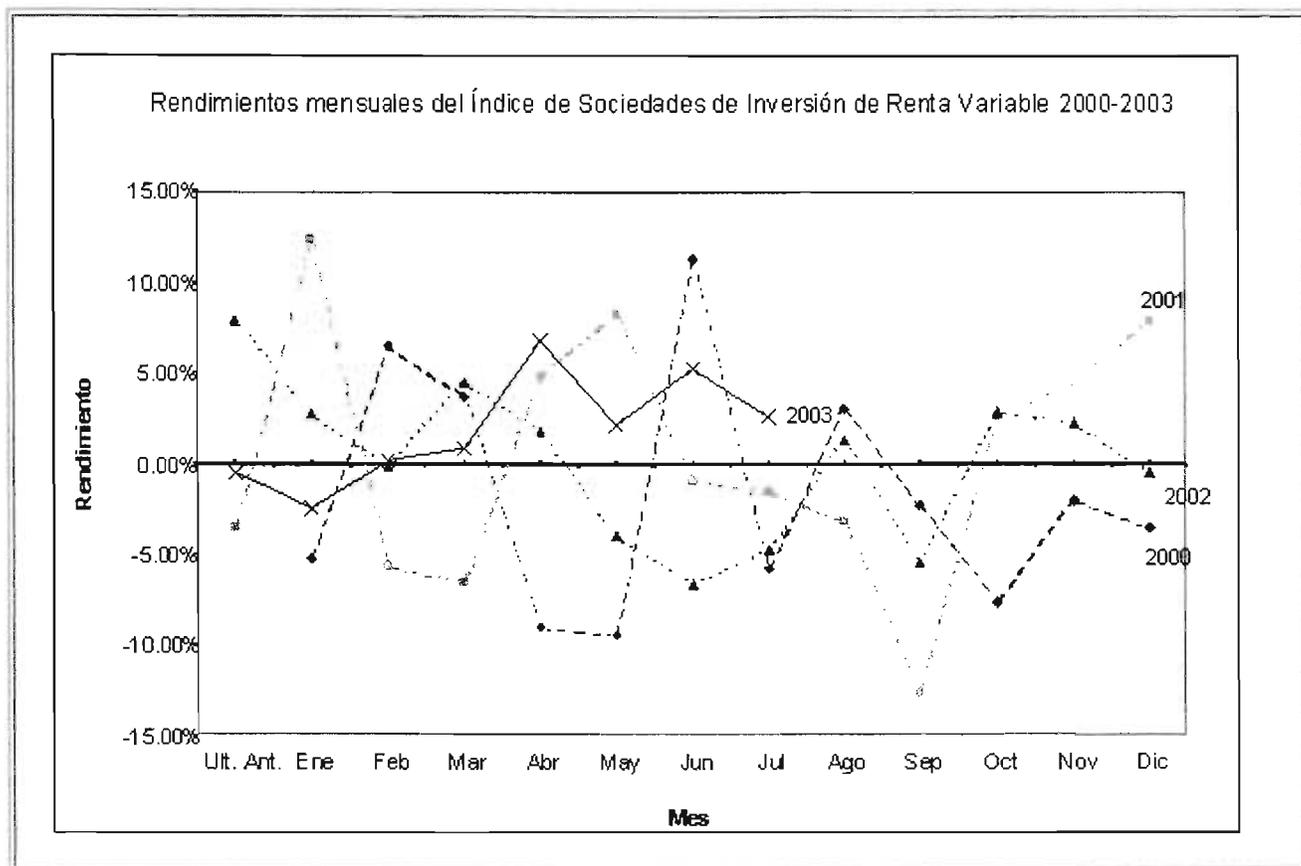
de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Morales con el 4.94%, seguido de las Sociedades de Inversión de Renta Variable con el 2.45% y de forma marginal las Sociedades de Inversión de Capitales con el 0.04%.

Promedio de Inversión por Participante

Tipo de Sociedad	Capital
Sociedades de Inversión Renta Variable	\$2,549,719
Soc. Inv. Instrumentos de Deuda para Personas Físicas	\$431,504
Soc. Inv. Instrumentos de Deuda para Personas Morales	\$1,894,481
Sociedades de Inversión de Capitales	\$23,304,803

Los inversionistas en Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Físicas son los que poseen de forma individual un menor capital de participación con \$431 mil pesos cada uno, aunque tal sector representa el mayor número de inversionistas y de capital de forma global, contrario a las Sociedades de Inversión de Capitales que tiene el menor número de inversionistas y de capital de forma global pero que de forma individual realizan inversiones consideradas fuertes, participando con \$23.30 millones de pesos cada inversionista de este sector.

Rendimientos históricos de los Índices de las Sociedades de Inversión



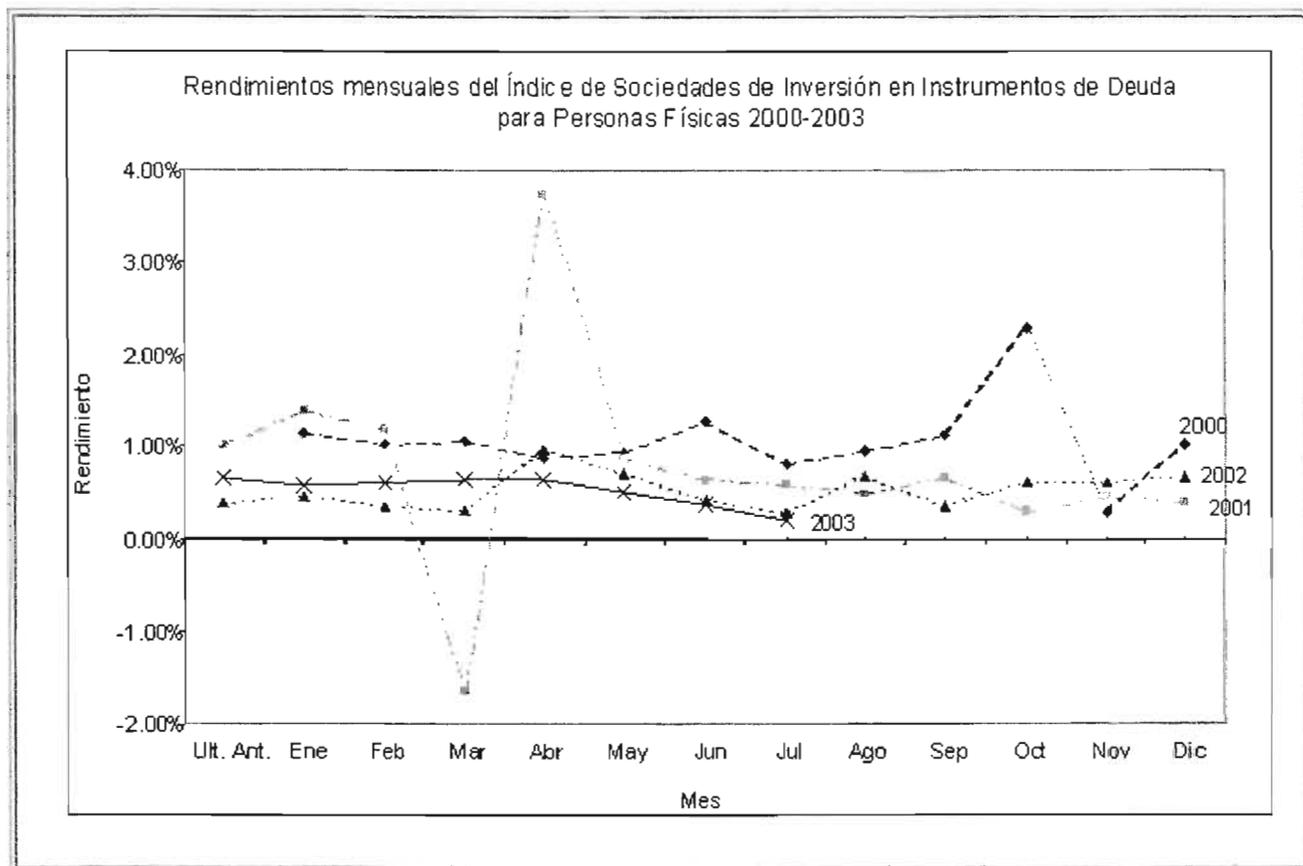
Fuente: El Financiero y Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

El índice de rendimientos mensuales de los precios de las acciones de las Sociedades de Inversión de Renta Variable ha mostrado un comportamiento irregular, donde se puede apreciar que desde el año 2000 al 2003 no marca una tendencia clara, ya que algunos meses ha arrojado un rendimiento positivo y en otros negativo. Ésto corrobora el hecho de que para que un índice obtenga rendimientos positivos basado en carteras específicas, se está en función de la habilidad y de la estrategia de inversión de los profesionales que manejan las carteras de valores para este tipo de sociedades.

Si se calculan únicamente los rendimientos anuales a diciembre de cada año y en el último periodo a julio de 2003, se tiene:

Índice	Cierre a	Rto. Anual Representado
2,579.10	Dic. 99	
2,040.77	Dic. 00	-20.87%
2,181.33	Dic. 01	6.89%
2,031.75	Dic. 02	-6.86%
2,352.66	Jul. 03	15.79%

Rendimientos mensuales del Índice de Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Físicas



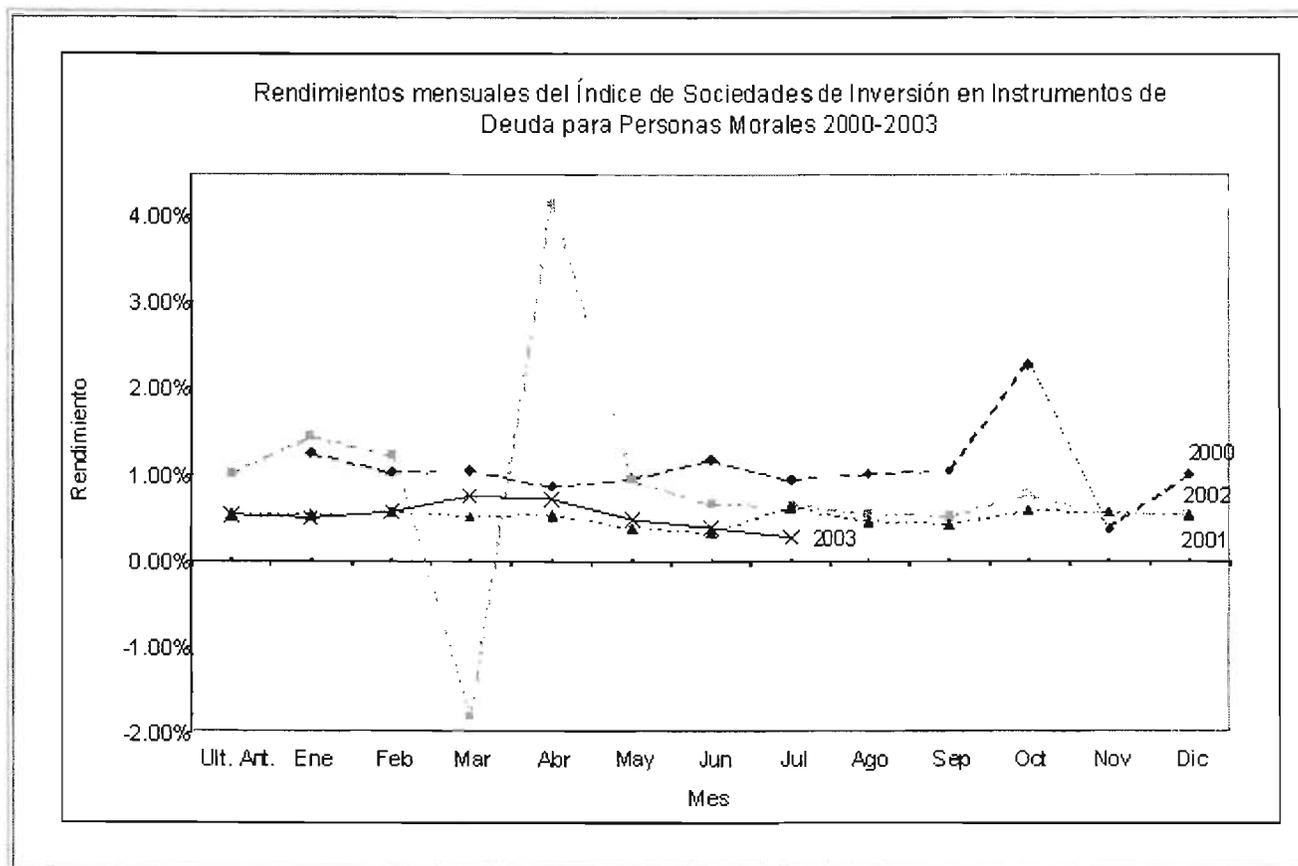
Fuente: El Financiero y Comisión Nacional Bancaria y de Valores .

Los rendimientos mensuales otorgados por las Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Físicas desde el año 2000 al 2003 se han mantenido en un rango que oscila generalmente del 0.03% al 1.05%, con algunas excepciones ocurridas en noviembre del 2000 y mayo de 2001 con rendimientos que superaron el 2.29% y el 3.74% respectivamente y en el mes de abril del 2001 con pérdida de -1.62%. Durante 2002 y 2003 la tasa se comportó dentro de los límites que van de 0.02% al 1% mensual aunque, en los últimos tres meses observados, se apreció una tendencia a la baja.

Si se calcula únicamente los rendimientos anuales a diciembre de cada año y en el último periodo a julio de 2003 se tiene:

Indice	Cierre a	Rto. Anual Representado
2,946.22	Dic. 99	
3,347.25	Dic. 00	13.61%
3,665.18	Dic. 01	9.50%
3,912.07	Dic. 02	6.74%
4,055.19	Jul. 03	3.66%

Rendimientos mensuales del Índice de Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Morales



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Bolsa Mexicana de Valores.

Los rendimientos otorgados por las Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda para Personas Morales desde el año 2000 al 2001 se han mantenido en un rango que oscila generalmente del 0.03% al 2%, con algunas excepciones ocurridas en noviembre del 2000 y mayo de 2001 donde los rendimientos fueron del 2.29% y el 4.15% respectivamente y en el mes de abril del 2001, donde se obtuvo una pérdida de -1.82%. Durante 2002 y 2003 la tasa de rendimiento se ha comportado dentro del límite que va de 0.02% al 1%, muy similar a las de Deuda para Personas Físicas. Aunque en años anteriores el rendimiento anual había sido superior al de las Sociedades de Inversión para Personas Físicas, particularmente en el año 2003 el rendimiento anual acumulado resultó más bajo.

Si se calcula únicamente los rendimientos anuales a diciembre de cada año y en el último periodo a julio de 2003, resulta en:

Indice	Cierre a	Rto. Anual Representado
1,146.80	Dic. 99	
1,304.63	Dic. 00	13.76%
1,441.48	Dic. 01	10.49%
1,531.23	Dic. 02	6.23%
1,570.42	Jul. 03	2.56%

**ANEXO IV
SITUACIÓN FINANCIERA DEL TOTAL DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN**

	DIC 02	OCT 03	NOV 03	DIC 03
BALANCE CONDENSADO				
	<i>(Saldos corrientes en miles de pesos)</i>			
ACTIVO	228,308,331	371,203,003	370,550,993	364,745,911
Inversiones en Acciones de Empresas Promovidas	3,105,168	3,235,162	3,235,162	3,235,162
Inversiones en Acciones de Empresas que fueron Promovidas	0	0	0	0
Inversiones en Obligaciones de Empresas Promovidas	0	1,197	1,197	1,197
Inversiones en Acciones de Sociedades de Inversión ^{1/}	139,109	2,961,255	3,237,565	3,592,081
Inversiones en Instrumentos de Renta Variable ^{1/}	28,425,790	40,810,757	41,198,192	41,644,782
Inversiones en Instrumentos de Deuda	292,639,545	322,155,764	319,135,079	315,015,556
Otros Activos	1,998,730	2,238,988	3,743,797	1,257,153
PASIVO	1,849,424	2,148,757	2,980,234	2,278,960
CAPITAL CONTABLE	334,458,907	369,054,246	367,590,739	362,466,951
Capital social	188,216,708	216,649,285	215,619,862	212,028,286
INGRESOS	24,598,377	32,443,081	35,354,296	37,931,607
EGRESOS	6,896,994	6,896,525	6,444,166	7,070,887
ACCIONES DE EMPRESAS PROMOVIDAS	3,105,168	3,235,162	3,235,162	3,235,162
Empresas Industriales	251,354	274,847	274,847	274,847
Empresas Comerciales	88,109	45,597	45,597	45,597
Empresas de Servicios	2,787,703	2,914,718	2,914,718	2,914,718
ACCIONES DE EMPRESAS QUE FUERON PROMOVIDAS	0	0	0	0
Empresas Industriales	0	0	0	0
Empresas Comerciales	0	0	0	0
Empresas de Servicios	0	0	0	0
Empresas Controladoras	0	0	0	0
ACCIONES DE RENTA VARIABLE ^{2/}	28,422,725	40,810,757	41,198,192	41,644,782
Empresas Industriales	3,330,049	4,861,494	4,435,392	4,960,971
Empresas Comerciales	2,158,735	2,274,054	2,206,820	2,215,219
Empresas de Servicios	5,295,124	6,477,469	6,258,047	5,542,882
Empresas Controladoras	3,328,865	2,538,873	2,509,968	2,669,433
Acciones Bancarias	0	0	0	0
Grupos Financieros	2,034,577	2,478,459	2,318,609	2,339,040
Otras Empresas	12,559	15,500	16,131	16,211
Empresas Extranjeras Cotizadas en México	11,873,027	21,138,768	21,978,878	21,338,669
Acciones del Sistema Internacional de Cotizaciones	0	755,554	785,413	1,078,963
Préstamo S/Renta Variable	184,107	218,454	250,968	159,760
Natrac	205,893	54,132	439,785	428,824
CEDES con Opciones	0	0	0	0
Warrants s/valoración	0	0	0	0
Warrants s/cuota	0	0	0	0
Warrants s/índice	3,055	0	0	0
TÍTULOS BANCARIOS	50,427,029	38,918,779	39,018,359	37,333,836
BOVIS	0	0	0	0
CEDES	1,193,049	4,530,796	3,729,866	2,680,875
Acceptaciones Bancarias	5,868	0	0	0
Cuenta en Dólares	32,094,528	14,177,823	18,405,128	16,308,573
Pagarés con Rendimiento Lq. al Vencimiento	13,354,667	18,124,078	16,847,625	18,498,283
Bonos Bancarios de Desarrollo	2,622,442	1,729,588	1,796,124	1,809,073
Bonos Bancarios de Infraestructura	175,158	0	0	0
Bono Bancario Privado	0	0	0	0
B.B. de Desarrollo Industrial (BONDIS)	0	0	0	0
Obligaciones Subordinadas	548,271	317,465	0	0
Obligaciones Subordinadas Convertibles	0	0	0	0
Obligaciones Subordinadas en Dólares	0	0	0	0
Reportes sobre Títulos Bancarios	233,106	39,031	239,616	39,031
Préstamo sobre Títulos Bancarios	0	0	0	0
VALORES GUBERNAMENTALES	224,443,950	261,239,630	248,705,515	245,852,403
CETES	37,181,696	41,962,401	40,747,842	39,825,106
UDIBONOS	802,788	2,045,832	2,279,706	1,830,070
BONDES	36,519,259	35,080,012	33,305,814	24,021,868
AJUSTABONOS	0	0	0	0
UMS	3,025,368	0	0	0
Pagaré de Indemnización Camerero UDIS	123,423	312,797	337,313	335,356
Bonos gubernamentales en el extranjero	0	4,153,891	3,587,057	3,503,759
TREASURY's	0	28,849	227,846	309,940
Bonos de Protección al Ahorro	31,023,415	31,368,467	33,937,762	39,158,140
Bonos con Tasa de Interés Fija	13,474,286	30,326,176	35,138,232	40,840,986
BREMS	29,287,811	30,830,154	32,744,539	25,427,733
Certificados Bursátiles Gubernamentales	0	2,455,188	3,168,698	3,698,405
CEPOS Gubernamentales	0	395,542	522,198	525,790
Préstamo s/Gob. Federe	0	0	0	0
Reportes sobre Títulos de Gobierno	72,606,202	72,882,222	62,738,691	66,875,320
OBLIGACIONES	355,626	343,170	378,920	378,098
Obligaciones	355,626	341,972	377,729	374,901
Obligaciones de Empresas Promovidas	0	1,197	1,197	1,197
Préstamo s/Obligaciones	0	0	0	0
PAPEL PRIVADO	17,412,941	31,655,482	31,033,478	31,454,417
CEPIS	0	0	0	0
CEPOS	3,369,798	1,619,796	1,631,464	1,614,478
Pagaré a Mediano Plazo	3,946,004	3,502,591	3,299,897	3,332,441
Pagaré Financiero	0	0	0	0
Pagaré a Corto Plazo	100,606	68,170	54,228	41,750
Papel Comercial	1,597,413	1,133,525	184,220	135,896
Bonos Cotizados en el Externo	606,413	209,162	12,928	0
Reportes sobre Papel Privado	0	0	400,193	0
Préstamos s/Papel Privado	0	0	0	0
Certificados Bursátiles	7,592,707	22,011,828	22,147,624	23,060,281
EUROBONOS	0	3,110,469	3,322,923	3,269,795
ACCIONES DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN ^{1/}	139,109	2,961,255	3,237,565	3,592,081
De SINCAS en Bolsa	0	0	0	0
De deuda para personas morales	139,109	140,217	140,217	140,217
De deuda Extranjera	0	2,821,038	3,097,348	3,451,864
TOTAL CARTERA	324,309,801	368,964,135	366,807,196	363,488,758
NUMERO DE ACCIONES EN CIRCULACION	74,855,515,857	98,520,793,499	97,023,053,371	95,338,702,885
MONTO DE INVERSIÓN EXTRANJERA	5,595,489	6,034,220	6,031,107	5,982,483
NUMERO DE ACCIONISTAS NACIONALES	605,043	669,315	675,421	688,567
NUMERO DE ACCIONISTAS EXTRANJEROS	27,841	27,894	28,070	28,091

^{1/} Conceptos aplicables a Sociedades de Inversión Común y Sociedades de Inversión de Capitales.

^{2/} No se consideran warrants.

FUENTE: COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES.

ANEXO V

ACTIVOS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN ABIERTAS

(millones de dólares americanos)

	1988	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Alemania	99,862	146,888	190,520	237,312	238,029	213,662	209,168
Argentina	N.D.	5,247	6,930	6,990	7,425	3,751	1,021
Australia	12,180	42,909	44,124	N.A.	341,955	334,016	356,304
Austria	9,448	44,930	57,447	56,254	56,549	55,211	66,877
Bélgica	4,538	33,658	56,339	65,461	70,313	68,661	74,983
Brasil	N.D.	108,606	118,687	117,758	148,538	148,189	96,729
Canadá	17,484	197,985	213,451	269,825	279,511	267,863	248,979
Chile	N.D.	4,549	2,910	4,091	4,431	5,090	6,705
Corea	21,037	53,112	165,028	167,177	110,613	119,439	149,544
Costa Rica	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	919	1,428	1,738
Dinamarca	3,317	13,037	19,521	27,558	32,485	33,831	40,153
España	6,775	177,192	238,917	207,603	172,438	159,899	179,133
Finlandia	N.D.	3,534	5,695	10,318	12,698	12,933	16,516
Francia	236,392	495,774	626,154	656,132	721,973	713,378	845,147
Grecia	71	25,759	32,122	36,397	29,154	23,888	26,621
Holanda	N.D.	70,373	80,120	94,539	93,580	79,165	N.D.
Hong Kong	N.D.	58,456	98,767	182,265	195,924	170,073	164,322
Hungría	N.D.	713	1,476	1,725	1,953	2,260	3,383
India	17,000	9,353	8,685	13,065	13,831	13,490	N.D.
Irlanda	4,985	22,729	50,337	95,175	137,024	191,840	250,116
Islas Filipinas	N.D.	N.D.	N.D.	117	108	211	474
Italia	39,488	209,410	439,701	475,661	424,014	359,879	378,259
Japón	433,940	311,335	376,533	502,752	431,996	343,907	303,191
Liechtenstein	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	3,847
Luxemburgo	N.D.	390,623	508,441	661,084	747,117	758,720	803,869
México	N.D.	N.D.	N.D.	19,468	18,488	31,723	30,759
Noruega	N.D.	13,058	11,148	15,107	16,228	14,752	15,471
Nueva Zelanda	N.D.	7,519	7,250	8,502	7,802	6,564	7,505
Polonia	N.D.	541	506	762	1,546	1,317	5,468
Portugal	278	15,472	22,574	19,704	16,588	16,618	19,969
Reino Unido	76,705	235,683	277,551	375,199	361,008	316,702	288,887
República Checa	N.D.	361	556	1,473	1,990	1,778	3,297
Rumania	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	8	10	27
Rusia	N.D.	41	29	177	177	297	372
Sudáfrica	N.D.	12,688	12,160	18,235	16,921	14,561	20,983
Suecia	17,460	45,452	54,923	83,250	78,085	65,538	57,992
Suiza	N.D.	53,444	69,151	82,512	83,059	75,973	82,622
Taiwán	N.D.	12,365	20,310	31,153	32,074	49,742	62,153
Turquía	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	6,002
Subtotal	1,000,960	2,822,796	3,818,063	4,544,801	4,906,552	4,676,359	4,828,586
	55.3%	38.7%	40.9%	39.9%	41.3%	40.1%	43.0%
Estados Unidos	810,251	4,468,201	5,525,209	6,846,340	6,964,667	6,974,976	6,391,571
	44.7%	61.3%	59.1%	60.1%	58.7%	59.9%	57.0%
TOTAL	1,811,211	7,290,997	9,343,272	11,391,141	11,871,219	11,651,335	11,220,157
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

FUENTE: Elaboración propia con datos del MUTUAL FUND FACTBOOK, años 1994 y 2003.

ANEXO VI

NÚMERO SOCIEDADES DE INVERSIÓN ABIERTAS

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Alemania	717	793	895	987	1,077	1,092
Argentina	195	229	224	226	219	211
Australia	488	569	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Austria	625	778	693	760	769	808
Bélgica	458	631	784	918	1,041	1,141
Brasil	1,502	1,601	1,760	2,097	2,452	2,755
Canadá	1,023	1,130	1,328	1,627	1,831	1,956
Chile	92	102	116	126	177	226
Corea	5,436	13,442	13,606	8,242	7,117	5,873
Costa Rica	N.D.	N.D.	N.D.	122	136	128
Dinamarca	222	251	319	394	451	485
España	1,456	1,866	2,150	2,422	2,524	2,466
Finlandia	81	114	176	241	275	312
Francia	5,797	6,274	6,511	7,144	7,603	7,773
Grecia	62	179	208	265	269	260
Holanda	289	334	348	494	N.D.	N.D.
Hong Kong	772	712	832	976	952	942
Hungría	37	66	87	86	89	86
India	64	97	155	243	292	N.D.
Irlanda	260	851	1,060	1,344	1,640	1,905
Islas Filipinas	N.D.	N.D.	15	18	20	21
Italia	626	703	816	967	1,059	1,073
Japón	5,203	4,534	3,444	2,793	2,867	2,718
Liechtenstein	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	111
Luxemburgo	4,064	4,524	5,023	6,084	6,619	6,874
México	N.D.	N.D.	280	305	350	364
Noruega	233	264	309	380	400	419
Nueva Zelanda	629	633	622	607	588	577
Polonia	20	38	56	77	92	107
Portugal	163	189	214	195	202	170
Reino Unido	1,455	1,576	1,618	1,766	1,982	1,787
República Checa	47	56	62	70	76	76
Rumania	N.D.	N.D.	N.D.	16	24	20
Rusia	18	28	27	37	51	57
Sudáfrica	149	191	260	334	426	460
Suecia	344	366	412	509	507	512
Suiza	296	325	348	368	313	512
Taiwán	127	174	218	288	312	351
Turquía	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	242
Subtotal	32,950	43,620	44,976	43,528	44,802	44,870
	83.1%	85.6%	85.2%	84.2%	84.4%	84.5%
Estados Unidos	6,684	7,314	7,791	8,155	8,307	8,256
	16.9%	14.4%	14.8%	15.8%	15.6%	15.5%
TOTAL	39,634	50,934	52,767	51,683	53,109	53,126
	100%	100%	100%	100%	100%	100%

FUENTE: Elaboración propia con datos del MUTUAL FUND FACTBOOK 2003.

ANEXO VII RELACIÓN DE MERCADOS EMERGENTES Y DESARROLLADOS

MERCADOS EMERGENTES

Arabia Saudita	<i>Argentina</i>	Bahrein	Bangladesh
<i>Bolivia</i>	Botswana	<i>Brasil</i>	Bulgaria
<i>Chile</i>	China	<i>Colombia</i>	Corea
Costa de Marfil	<i>Costa Rica</i>	Croacia	<i>Ecuador</i>
Egipto	<i>El Salvador</i>	Estonia	Ghana
<i>Guatemala</i>	<i>Honduras</i>	Hungría	India
Indonesia	Irán	Islas Barbados	Islas Filipinas
Islas Fiji	Islas Mauricio	Israel	Jamaica
Jordania	Kazakhstan	Kenia	Latvia
Líbano	Lituania	Macedonia	Malawi
Malasia	Malta	Marruecos	<i>México</i>
Moldavia	Mongolia	Namibia	Nepal
Nigeria	Omán	Pakistán	<i>Panamá</i>
<i>Paraguay</i>	<i>Perú</i>	Polonia	R. Checa
<i>R. Dominicana</i>	R. Eslovaca	R. Eslovena	Rumania
Rusia	Sudáfrica	Sri Lanka	Swazilandia
Tailandia	Taiwán	Tanzania	Trinidad y T.
Túnez	Turquía	Ucrania	<i>Uruguay</i>
Uzbekistán	<i>Venezuela</i>	Yugoslavia	Zambia
Zimbabwe			

Nota: *Mercados latinoamericanos*

MERCADOS DESARROLLADOS

Alemania	Australia	Austria	Bélgica
Canadá	Chipre	Dinamarca	E. Árabes
España	Estados Unidos	Finlandia	Francia
Grecia	Holanda	Hong Kong	Irlanda
Islas Bermudas	Islas Caimán	Islandia	Italia
Japón	Kuwait	Luxemburgo	Noruega
Nueva Zelanda	Portugal	Quatar	Reino Unido
Singapur	Suecia	Suiza	

Fuente: Emerging Stock Markets Factbook 2002

ANEXO VIII
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE LOS RENDIMIENTOS MENSUALES DE LOS 18 MERCADOS CON MAYOR CAPITALIZACIÓN DEL MUNDO, 1977 - 1996

Mercado de valores	Australia	Austria	Bélgica	Canadá	Dinamarca	Francia	Alemania	Hong Kong	Italia	Japón	Holanda	Noruega	Singapur	España	Suecia	Suiza	R. Unido	Estados Unidos
Australia	1.00																	
Austria	0.18	1.00																
Bélgica	0.33	0.42	1.00															
Canadá	0.59	0.19	0.37	1.00														
Dinamarca	0.19	0.28	0.37	0.22	1.00													
Francia	0.34	0.45	0.63	0.40	0.34	1.00												
Alemania	0.29	0.62	0.61	0.29	0.42	0.60	1.00											
Hong Kong	0.46	0.26	0.33	0.39	0.18	0.28	0.33	1.00										
Italia	0.23	0.29	0.35	0.31	0.33	0.42	0.38	0.29	1.00									
Japón	0.25	0.20	0.42	0.24	0.37	0.41	0.33	0.22	0.40	1.00								
Holanda	0.40	0.43	0.61	0.55	0.41	0.57	0.65	0.47	0.33	0.37	1.00							
Noruega	0.46	0.31	0.48	0.47	0.31	0.45	0.40	0.34	0.26	0.19	0.54	1.00						
Singapur	0.49	0.23	0.36	0.42	0.24	0.24	0.29	0.55	0.21	0.26	0.41	0.36	1.00					
España	0.37	0.32	0.39	0.32	0.33	0.41	0.40	0.34	0.40	0.42	0.39	0.31	0.30	1.00				
Suecia	0.40	0.29	0.39	0.35	0.31	0.33	0.40	0.36	0.34	0.39	0.45	0.44	0.37	0.45	1.00			
Suiza	0.37	0.49	0.58	0.42	0.40	0.55	0.67	0.35	0.29	0.40	0.64	0.47	0.34	0.36	0.48	1.00		
Reino Unido	0.52	0.33	0.51	0.56	0.37	0.53	0.47	0.44	0.35	0.38	0.65	0.48	0.44	0.44	0.54	0.54	1.00	
Estados Unidos	0.46	0.14	0.40	0.70	0.21	0.44	0.34	0.35	0.23	0.21	0.57	0.45	0.49	0.33	0.41	0.43	0.53	1.00

Nota:

Los coeficientes de correlación se calcularon con datos de *Capital International Perspectives*, de Morgan Stanley.

Fuente:

Chuck C. Y. Kwok, en EITEMAN, David K., *et al.*, *Las finanzas en las empresas multinacionales*, Wilmington: Addison-Wesley, 2000, pág. 364; trad. de: *Multinational business finance, eighth edition*, Reading, 1998.

ANEXO X
CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN DE FITCH MÉXICO MOODY'S Y
STANDARD & POOR'S

❖ **Calificaciones de instrumentos de deuda mexicanos de corto plazo**

<u>Fitch Moody's</u>	<u>S. & P.</u>	<u>Significado</u>
F1+(mex) MX-1	mxA-1+	Alto grado de seguridad de pago oportuno de intereses y principal. Se asigna automáticamente a las obligaciones emitidas o garantizadas por el Gobierno Federal que cuenten con características crediticias excepcionalmente fuertes.
F1 (mex) MX-2	mxA-1	Alta capacidad para hacer frente al pago oportuno en relación con otras obligaciones en el país. Se asigna a obligaciones emitidas o garantizadas por el Gobierno Federal.
F2 (mex) MX-3	mxA-2	Capacidad de pago oportuno de capital e intereses, susceptible a cambios adversos en condiciones comerciales, económicas o financieras.

❖ **Calificaciones de instrumentos de deuda mexicanos de mediano y largo plazo**

<u>Fitch Moody's</u>	<u>S. & P.</u>	<u>Significado</u>
AAA(mex)	mxAAA	El grado más alto. Significa capacidad de pago de capital e intereses sustancialmente fuerte. Se asigna automáticamente a las obligaciones emitidas o garantizadas por el Gobierno Federal.
AA(mex)	mxAA	Muy fuerte capacidad de pago tanto de intereses como del principal. Difiere en un pequeño grado de la categoría superior.
A(mex)	mxA	Fuerte capacidad de pago pero susceptible a factores adversos por cambios comerciales, económicos o financieros.

Nota:

Ambas calificadoras abren cada categoría mostrada en tres mediante el uso de signos positivo ("+") y negativo ("-"), de acuerdo a la posición relativa de la fuerza crediticia del emisor dentro de su respectiva categoría.

❖ Categorías de calificaciones de papel comercial en los mercados internacionales

<u>F. MOODY'S</u>	<u>S. & P.</u>	<u>Significado</u>
P-1	A-1	Fuerte capacidad de pago oportuno.
P-2	A-2	Capacidad de pago ligeramente menos fuerte.
P-3	A-3	Grado satisfactorio de seguridad de cumplimiento, pero el margen de seguridad no es amplio.
Not prime	B	Para S&P significa que la capacidad de pago es vulnerable a circunstancias cambiantes. Para Moody's, que no pertenece a las categorías de calidad.

❖ Categorías de calificaciones de papeles de largo plazo en los mercados internacionales

<u>F. MOODY'S</u>	<u>S. & P</u>	<u>Significado</u>
Aaa	AAA	Fuerte capacidad de pago del capital e intereses.
Aa	AA	Fuerte capacidad de pago. Difiere apenas de las emisiones de grado AAA.
A	A	Gran capacidad de pago. Algo susceptible a cambios circunstanciales y condiciones económicas adversas.
Baa	BBB	Capacidad adecuada de pago que puede debilitarse por condiciones económicas adversas.
Ba	BB	Emisiones sujetas a incertidumbre o condiciones adversas. Grado especulativo.
B	B	Capacidad de pago actual que probablemente se verá perjudicada por condiciones adversas.
Caa	CCC	Contiene ya incapacidad de pago. Depende de mejoría económica para cumplir.
Ca	CC	Se adjudica a la deuda subordinada que ha sido calificada como CCC.
C	C	Similar a la anterior y, aparte, puede adjudicarse a las emisiones de empresas en proceso de quiebra que siguen cumpliendo con sus pagos.
	D	Para emisiones que han caído en incumplimiento.

Nota:

Standard & Poor's suele añadir a las categorías comprendidas entre AA y CCC un signo positivo ("+") y uno negativo ("-"), de modo que cada categoría se amplía en tres. El uso del signo está en función de la fortaleza o debilidad crediticia dentro de la misma categoría. Moody's, por su parte, abre en tres las categorías comprendidas entre Aa y B, mediante los números 1, 2 o 3.

Fuente:

RUEDA, Arturo, *Para entender la bolsa*, México: Thomson, 2002, pp.223-224 y 242-243.

<www.fitchibca.com/>, (6/XI/2004)

<www.standardpoor.com/>, (6/XI/2004)

ANEXO XI
ÍNDICES ACCIONARIOS DE PAÍSES MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO DE
LA ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES
(IOSCO) Y DE LA UNIÓN EUROPEA

Las Notas y los Componentes de Renta Variable sólo podrán referirse a los índices permitidos o a los subíndices que de ellos se deriven.

Índices Permitidos

País Índice

Alemania DAX, HDAX (Índices de la Bolsa de Frankfurt)
 Australia ASX 50 (Índice de la Bolsa de Australia)
 Bélgica BEL20 (Índice de la Bolsa de Bruselas)
 Canadá TSX (Índice de la Bolsa de Toronto)
 España IBEX-35 (Índice de la Bolsa de España)
 IGBM (Índice de la Bolsa de Madrid)
 BCN Global-100 (Índice de la Bolsa de Barcelona)
 LATIBEX TOP
 LATIBEX
 Estados Unidos Índice AMEX Composite
 Índice Dow Jones Industrial Average
 Índice Dow Jones Composite Average
 Índice Dow Jones Global Titans 50
 Índice Dow Jones Global Titans 50 Euro
 Índice Dow Jones Global 1800
 Índices Dow Jones Style Indexes
 Índice Dow Jones Stoxx 50
 Índice Dow Jones Euro Stoxx 50
 Índice Fortune 500
 Índices Nasdaq Composite
 Índice NYSE Composite
 Índice NYSE International 100
 Índices Standard and Poors Global 100
 Índices Standard and Poors Global 1200
 Índices Standard and Poors 100
 Índices Standard and Poors 500
 Índices Standard and Poors 700
 Índices Standard and Poors 400 MidCap
 Índices Standard and Poors 600 Small Cap
 Índices Standard and Poors 1500 supercomposite
 Índices Standard and Poors Europa 350
 Índices Standard and Poors TOPIX 150
 Índices Standard and Poors TSX 60
 Índices Standard and Poors Asia 50
 Índices Russell 3000
 Índices Wilshire 5000
 Francia CAC 40 (Índice de la Bolsa de París)
 Holanda AEX (Índice de la Bolsa de Ámsterdam)
 Hong Kong HANG SENG (Índice de la Bolsa de Hong Kong)

País Índice

Irlanda ISEQ (Índice de la Bolsa de Irlanda)

Reino Unido FTSE 350 (Índice de la Bolsa de Londres)

FTSE 250 (Índice de la Bolsa de Londres)

FTSE 100 (Índice de la Bolsa de Londres)

Italia MIBTEL y MIB30 (Índices de la Bolsa de Milán)

Japón NIKKEI, TOPIX (Índices de la Bolsa de Tokio)

Luxemburgo Luxembourg Stock Price Index (Índice de la Bolsa de Luxemburgo)

México IPC (Índice de Precios y Cotizaciones)

Portugal BVL (Índice de la Bolsa de Valores de Lisboa)

Suiza SMI, SPI (Índices de la Bolsa de Suiza)

Fuente: <www.consar.gob.mx>, (6/XI/2004)

GLOSARIO

acción común Llamada también acción ordinaria. Es un título-valor que representa una de las fracciones iguales en el que se divide el capital social de una sociedad anónima y se caracteriza porque confiere igual derecho y valor a sus tenedores.

acción preferente Se caracteriza porque garantiza un rendimiento anual, sin importar si la empresa tiene utilidades o pérdidas. Ese porcentaje, definido previamente y denominado dividendo preferente, no varía con el tiempo ni es afectado por los resultados financieros de la empresa. Además, en caso de liquidación de la sociedad emisora, este tipo de acción tiene preferencia respecto a las acciones comunes. Generalmente, las acciones de esta naturaleza se reservan para los socios fundadores o mayoritarios, por lo que se consideran de baja **liquidez**.

acción preferente acumulativa Es aquella en la que, si no se cubre el dividendo a que tiene derecho en uno o varios años, éste se acumulará hasta que sea cubierto totalmente con base en las utilidades generadas por la empresa. No se podrá pagar dividendo a las acciones comunes sino hasta que el dividendo de las preferentes haya sido cubierto.

acción preferente convertible Es aquella que inicialmente se emite como preferente pero con opción a ser canjeada por otro valor, que normalmente son acciones ordinarias, después de transcurrido un periodo determinado.

acción preferente no acumulativa Es aquella acción preferente en la que se especifica (al igual que en los estatutos de la emisora), que cuando los fondos generados por la empresa en un ejercicio resulten insuficientes para cubrir parte o todo el dividendo preferente, la empresa no tiene obligación alguna para completarlo o cubrirlo en los ejercicios subsiguientes.

acción preferente no participante Es aquella que en los términos de la emisión percibe un dividendo preferente exclusivamente. En el caso de decretarse otro dividendo, sin importar la cantidad, éste será entregado a los tenedores de las acciones comunes.

acción preferente participante Es aquella que, además de recibir el dividendo preestablecido, participa con las comunes del remanente establecido como dividendo.

acciones estrella o blue chips Acciones que tienen una larga y sobresaliente trayectoria en el mercado, siendo las que mayor seguridad pueden ofrecer al inversionista. Combinan solidez, confianza, **liquidez** y crecimiento.

acciones subvaluadas o subvaluación Son aquellas acciones cuyo **valor de mercado** está por debajo del correspondiente a su **valor teórico**.

acciones suscritas Son las acciones emitidas por una empresa con el fin de capitalizar a la misma.



aceptaciones bancarias Conocidas como ABs, son letras de cambio emitidas por un **banco comercial** en respaldo al préstamo que realiza a una empresa. El banco, para captar fondos, coloca la aceptación en el **mercado de dinero** o deuda.

activo neto Es el activo total de las **Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro** menos las **posiciones** pasivas que, en su caso, resulten de la operación de compra de instrumentos y valores extranjeros, **productos derivados** (operaciones a **futuro**, de **opción** o de **swap**), operaciones de **reporto** y operaciones de préstamo de valores.

Administradoras de Fondos para el Retiro Instituciones financieras cuyas funciones son la canalización y administración exclusiva, habitual y profesional de los recursos de los trabajadores a las **Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro** mediante cuentas individuales donde se realizan aportaciones tripartitas (Gobierno, patrón y trabajador) en las subcuentas de vivienda, retiro, cesantía en edad avanzada y vejez: Se les conoce comúnmente como Afores.

agente Persona que desempeña directamente una actividad de mediación o de contratación con carácter profesional, en general por cuenta ajena.

ahorro interno Es el ahorro total de un país, privado y público, generado por fuentes personales, empresariales y públicas. Influye directamente en la formación de capital.

aportación voluntaria Es la cantidad que libremente el asegurado y/o su patrón puede depositar en la **cuenta individual** del trabajador de la **Administradora de Fondos para el Retiro**, con objeto de incrementar su ahorro para el retiro. No existen montos máximos ni mínimos para dichos depósitos.

apreciación Incremento del valor de un título.

banca de desarrollo Entidades de la Administración Pública Federal, con personalidad jurídica y patrimonio propios, que realizan las funciones de las instituciones de **banca múltiple**, más la promoción específica de ciertos sectores de la economía.

banca múltiple Son Sociedades Anónimas que tienen por objeto la prestación del servicio de banca y crédito y cuentan con la autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Realizan, entre otras actividades, las siguientes: recibir depósitos; aceptar préstamos y créditos; emitir **bonos bancarios** y **obligaciones subordinadas**; otorgar créditos; expedir tarjetas de crédito; operar con **valores**, metales y divisas; practicar las operaciones de **fideicomiso**.

banco de inversión Banco que mediante labores de promoción, estructuración, negociación, coordinación y ejecución tiene como objetivo la intermediación financiera entre las empresas, el gobierno y otras entidades con el público inversionista y, en ocasiones, únicamente entre empresas.

bancos comerciales Intermediarios financieros que desempeñan dos funciones: captación y colocación de recursos financieros.



beta Es la medida de exposición de una **acción** o portafolios de inversión ante la **volatilidad** del mercado. Mide la volatilidad de una acción o de un portafolios en relación con la volatilidad del capital total del mercado considerado como un todo.

bolsa de valores Mercado en el que se venden y compran títulos que representan **valores**, como **acciones**, **obligaciones** e **instrumentos de deuda**. Su origen se sitúa en las **lonjas** medievales, en las que los mercaderes se reunían para tratar de sus negocios.

Bolsa Mexicana de Valores Es una sociedad anónima que goza de concesión del Gobierno Federal, encargada de facilitar las transacciones con **valores** y procurar el desarrollo del mercado de valores en su seno.

bono Certificado portador de interés emitido por el Estado o por una sociedad anónima, que promete pagar un interés y devolver una suma de dinero en una fecha específica en el futuro. Se utiliza, también, como sinónimo de **obligación**.

Bonos Bancarios de Desarrollo Son títulos de crédito expedidos por las instituciones de **banca de desarrollo**, garantizados por el Gobierno Federal. Su objetivo es la captación de recursos a largo plazo para la planeación financiera. Se les llama BBD.

Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial con rendimiento capitalizable Conocidos como Bondis, son títulos de crédito emitidos, aceptados o garantizados por aquellas instituciones de crédito que son consideradas como **banca de desarrollo** o instituciones financieras de fomento. Son instrumentos de captación a largo plazo.

bonos basura o chatarra Bonos corporativos con las más bajas **calificaciones** de inversión o sin calificación alguna, lo que implica alto riesgo de incumplimiento por parte del emisor y, en contraparte, la posibilidad de obtener altos rendimientos.

Bonos Brady Títulos negociados en los mercados internacionales denominados en dólares. Emitidos por el Gobierno Federal en 1990 para reestructurar la deuda nacional externa. Su vencimiento será en 2019. Su característica consiste en que tanto el principal como los intereses están garantizados por Bonos del Tesoro estadounidense.

Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Conocidos como Bondes. Son títulos de crédito a largo plazo, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de pagar a su vencimiento una cantidad determinada de dinero, así como intereses cada 28 días.

Bonos del Gobierno Federal Aquellos bonos cuyo emisor es el Gobierno Federal.

Bonos del Gobierno Federal Indizados al valor de las unidades de inversión Llamados udibonos, son bonos emitidos por el Gobierno Federal denominados en **unidades de inversión**, cuya característica principal es la cobertura inflacionaria, por lo que ofrece una **tasa de interés real** positiva.



Bonos de Protección al Ahorro Títulos de deuda emitidos por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), con el objeto de canjear o refinanciar sus obligaciones financieras. Se les conoce como BPAs.

Bonos de Regulación Monetaria Conocidos como Brems. Son bonos emitidos por el Banco de México con el objeto de regular la liquidez en el **mercado de dinero** y facilitar la conducción de la **política monetaria**.

bursatilidad Característica de un título-valor, que significa la posibilidad de encontrar compradores o vendedores del mismo con relativa facilidad.

calificaciones de valores Resultado generalmente alfanumérico que indica el grado de capacidad de la emisora para cumplir con sus compromisos financieros. El resultado refleja la combinación de plazo, monto, costo y perspectiva respecto al emisor sobre la base de diferentes horizontes.

capitalización Normalmente se entiende por capitalización al hecho de integrar al capital el importe de los intereses obtenidos, para computar sobre la suma resultante los intereses futuros. También puede entenderse por capitalización al hecho de dotar de capital a una empresa o negocio.

CAPM Siglas de *Capital Asset Pricing Model*, el modelo de valuación de activos de capital, el cual es una teoría de equilibrio basada en la teoría media-varianza de la selección de **cartera de valores**.

cartera de valores Conjunto de títulos-valor propiedad de una persona o empresa.

casa de bolsa Es el agente de valores, persona moral, autorizado para llevar al cabo operaciones en **bolsas de valores**.

Certificado Bursátil Instrumento de financiamiento emitido por sociedades anónimas y entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras, cuando actúan en su carácter de **fiduciarias**.

Certificado de Depósito Bancario a plazo Conocido como Cede, es un instrumento bancario que ampara un crédito realizado a un banco, documentado mediante un **pagaré** a favor del prestamista (ahorrador). La característica del pagaré es su intercambiabilidad, lo que implica una mayor **liquidez** que los pagarés bancarios tradicionales.

Certificados de la Tesorería de la Federación Conocidos como Cetes. Son títulos de crédito al portador, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal a pagar una suma fija de dinero en fecha determinada. Los valores referidos se emiten por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, actuando el Banco de México como agente exclusivo del Gobierno Federal para la colocación y redención de dichos títulos. La tasa de la emisión a 28 días se considera el indicador líder en nuestro país para el **mercado de dinero**.

Certificados de Participación Inmobiliaria Amortizables Son títulos emitidos por instituciones crediticias con cargo a un **fideicomiso** con patrimonio compuesto por bienes inmuebles. Ofrecen una sobretasa basada en **Certificados de la**



Tesorería de la Federación (Cetes) o Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE). Se les conoce como CPIs.

Circulares de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores Mecanismo por el cual dicha institución da a conocer a los intermediarios las disposiciones y criterios de aplicación general.

correlación Medición estadística del grado en que dos variables aleatorias tienden a comportarse de la misma manera.

costo de oportunidad La utilidad que podría obtenerse si se tomase la mejor alternativa para una cantidad determinada de dinero. Costo resultante por no tomar la mejor alternativa.

covarianza Relación entre dos fenómenos o variables que tienden a comportarse interrelacionadamente. Cuando los cambios se producen en el mismo sentido en ambas variables, la covarianza es positiva; cuando las modificaciones se experimentan en sentido contrario, la covarianza es negativa.

crédito de margen Crédito que los **agentes** otorgan a su clientela para financiar **posiciones** de valores.

cuenta individual Aquella que se abrirá para cada asegurado en las **Administradoras de Fondos para el Retiro**, para que se depositen en las mismas las cuotas obrero-patronales y estatal por concepto del seguro de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez, así como los rendimientos. La cuenta individual se integrará por las subcuentas de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez, de vivienda y **aportaciones voluntarias**.

depreciación Pérdida en el valor material o funcional de un activo.

diversificación Método de reducción de riesgo que consiste en mantener pequeños montos de muchos activos riesgosos en vez de concentrarse en uno solo o unos cuantos activos riesgosos.

dividendo Parte que, en las utilidades por distribuir, le corresponde a cada uno de los accionistas por **acción**.

economías de escala Eficientización de los procesos de producción, operación, ventas, administración, etc. de una empresa o institución, pública o privada, a través de la aplicación de menores recursos y la obtención de los mismos o mayores beneficios.

encaje legal Porcentaje de los depósitos del público que las entidades financieras deben guardar en forma de activos líquidos en las reservas del Banco Central. Es una medida de control de la oferta monetaria.

eurobonos Son **obligaciones** al portador emitidas en divisas distintas de la del país emisor. Los participantes en este mercado son las empresas multinacionales, las instituciones financieras no bancarias, los gobiernos y la comunidad bancaria internacional.



fideicomiso Instrumento legal por medio del cual una persona, llamada **fiduciario**, tiene el derecho de propiedad para beneficio de otra persona, llamada beneficiario. El acuerdo legal que establece el fideicomiso contiene sus provisiones e indica los poderes del fiduciario. Este acuerdo recibe el nombre de escritura del fideicomiso.

fiduciario Heredero o legatario a quien encomienda u ordena el causante el todo o parte de la herencia. Propiedad sobre la que se ha constituido un fideicomiso.

finanzas bursátiles Rama de las finanzas que estudia el financiamiento y las inversiones realizadas a través de los mecanismos existentes en las **bolsas de valores**.

futuro Operación que se concierta en un mercado de valores, materias primas o divisas, por medio de la cual se pacta por anticipado las condiciones de precio y plazo para entrega de los bienes.

globalización Proceso en el cual se da una integración y complementariedad de los aspectos financiero, comercial, productivo y tecnológico a nivel mundial.

Índice de Dividendos Es el indicador del rendimiento por dividendos en efectivo decretados por las emisoras que forman parte de la muestra del **Índice de Precios y Cotizaciones** de la **Bolsa Mexicana de Valores**. Se le conoce por las siglas IDIPC y es elaborado por la citada Bolsa.

Índice de Mediana Capitalización Elaborado y publicado por la **Bolsa Mexicana de Valores**, se le conoce como IMC-30. Se compone de 30 acciones de las emisoras con mayor valor medio de capitalización y bursatilidad. El valor medio de capitalización lo determina la misma Bolsa Mexicana de Valores con base en procesos estadísticos. La muestra se revisa semestralmente.

Índice de Precios y Cotizaciones Es el índice oficial que elabora la **Bolsa Mexicana de Valores** diariamente, a partir de los resultados de la sesión cotidiana, considerando un promedio ponderado de las cotizaciones de las **acciones** de las 35 empresas participantes con mayor **capitalización** y bursatilización del mercado. La muestra de acciones considerada se revisa en los meses de junio y diciembre con el fin de adaptarse a las condiciones prevalecientes en el mercado (**bursatilidad**, factores de ponderación dependientes del valor de capitalización de las emisoras, sustitución de emisoras deslistadas de la Bolsa Mexicana de Valores, etc.). Se le conoce como el IPC.

Índice de Rendimiento Total Es un índice que incorpora todos los movimientos corporativos de las emisoras que integran la muestra del **Índice de Precios y Cotizaciones** de la **Bolsa Mexicana de Valores**, quien es la encargada de procesarlo. Se le denomina IRT.

Índice Dow Jones Nombre con el que se conoce al índice Dow Jones Industrial Average. Es el índice bursátil más conocido en Estados Unidos, considerado como indicador básico para todas las **bolsas** del mundo. Integra las 30



empresas más bursátiles que representan, aproximadamente, el 25% del valor total del mercado estadounidense.

Índice México Conocido como Inmex. Se compone de 20 a 25 series representativas de los niveles más altos de **bursatilidad**. Sólo se integra una serie de la emisora, a saber, la de más alta bursatilidad, capitalización y **liquidez**. El factor de ponderación de cada emisora en este índice está limitado hasta 10% del total y su actualización es trimestral.

Índice Nacional de Precios al Consumidor Es el indicador más conocido para medir los efectos inflacionarios en México, aplicado a una canasta básica de bienes y servicios. Se le conoce, por sus siglas, como el INPC.

índices sectoriales Índices de precios calculados para cada sector de la actividad económica, según sea definido por la **Bolsa Mexicana de Valores**. Actualmente se consideran seis sectores (extractivo, transformación, construcción, comercio, comunicaciones y transportes y, finalmente, servicios). Las emisoras que no se pueden clasificar dentro de alguno de los antes citados sectores, se agrupan bajo el rubro de "Varios".

instrumentos de deuda Instrumentos financieros que tienen un rendimiento y condiciones de pago preconocidas.

instrumentos de renta variable Instrumentos financieros cuyo rendimiento (renta) no se conoce y puede, incluso, no existir o reflejarse como una pérdida. Se les vincula como instrumentos financieros con mayor riesgo. El ejemplo clásico son las **acciones**.

liquidez La posibilidad del mercado de absorber una cantidad significativa de **acciones** de una emisora sin sufrir por ello cambios significativos de precios. La posición de efectivo de una empresa o persona, gracias a la cual pueden hacer frente a sus obligaciones de corto plazo o invertir en el momento adecuado.

lonja Edificio público destinado a la realización de operaciones comerciales, especialmente de venta de mercancías al por mayor.

mercado de capitales Conjunto de ofertas, demandas y transacciones sobre fondos (recursos financieros) a largo plazo. Conformado, generalmente, por instrumentos de inversión (**acciones**) o de financiamiento (**obligaciones**).

mercado de dinero Conjunto de ofertas, demandas y transacciones sobre fondos (recursos financieros) a corto plazo.

mercado extrabursátil Es el mercado conformado por aquellos instrumentos financieros propios para ser operados en **bolsa**, pero no se registran en ella y, por lo tanto, no operan en la misma. Se constituyen mediante redes para negociar activos que no tienen una ubicación centralizada. Se le conoce, también, por el término anglosajón *over the counter* (OTC).

mercado secundario El conjunto de compradores y vendedores que sustituyen a los primeros tenedores de los títulos. La continua rotación que tienen los títulos a



través del Mercado de Valores, se llama mercado secundario. La liquidez de un título está condicionada a que exista el mercado secundario.

mercados bursátiles El mercado de **bolsa** como un todo aunque, coloquialmente, se usa el término para designar al mercado de **acciones** en particular.

mercados desarrollados Son los **mercados de capitales** de aquellos países que el Banco Mundial considera industrializados tomando en consideración criterios macroeconómicos, como son el producto interno bruto per cápita, el grado de estabilidad política y económica así como el nivel de regulación del **mercado bursátil**.

mercados emergentes Son los **mercados de capitales** de aquellos países que el Banco Mundial no cuenta entre los industrializados con base en una serie de criterios relacionados, entre otros aspectos, con el producto interno bruto per cápita, el grado de estabilidad política y económica así como el nivel de regulación del **mercado bursátil**.

mercados offshore Término que se utilizó originalmente en Estados Unidos para hacer referencia a los mercados cuya sede estaba fuera del territorio norteamericano. Generalizando, para un país en particular, los mercados *offshore* representan todos aquéllos ubicados fuera de sus fronteras.

método de Paasche Proceso utilizado para construir índices basado en cifras y ponderaciones correspondientes al período actual, lo que implica que cada valor de la serie que conforma un índice construido bajo esta modalidad es el resultado de cambios tanto en el precio como en el peso (o ponderación) del sujeto bajo medición. El **Índice de Precios y Cotizaciones** de la **Bolsa Mexicana de Valores** se calcula con base en este método.

minusvalía Pérdida de valor, según la cotización, de determinados títulos entre el momento de su venta y el de su valuación.

NASD Siglas en inglés de la Asociación Nacional de Negociantes de Valores, el mercado extrabursátil más conocido en Estados Unidos.

NASDAQ Índice de las empresas del sector tecnológico operadas por la *National Association of Securities Dealers* (NASD).

obligación Título de crédito que representa la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de una sociedad anónima.

obligación convertible Aquella obligación que es convertible en **acción**.

obligación fiduciaria Aquella obligación cuya garantía está constituida en un **fideicomiso**.

obligación hipotecaria Aquella obligación respaldada con hipoteca sobre bienes propiedad de la sociedad emisora.



obligación indizada en moneda extranjera Aquella obligación que paga una tasa de interés dependiente de la paridad cambiaria respecto a una moneda extranjera en particular.

obligación quirografaria Aquella obligación que únicamente está garantizada por la firma de la emisora.

opción Contrato en el que una parte (vendedora) otorga a otra (compradora) el derecho a comprar o vender un activo (físico o financiero) a un precio determinado en una fecha o periodo establecido.

operadoras de fondos Empresas que prestan los servicios de administración, distribución y recompra de **acciones** de las sociedades de inversión.

Organización Internacional de Comisiones de Valores (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*) Organización creada en 1983. Es considerada el principal foro de cooperación internacional de las comisiones reguladoras de valores. Una de sus principales funciones consiste en el establecimiento de normas internacionales para los mercados de valores. La sede de su Secretariado General se ubica en Madrid. La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) de México es uno de sus Miembros Ordinarios desde 1993.

pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento Inversiones documentadas con pagarés expedidos por las instituciones de crédito a nombre del inversionista.

papel comercial Pagaré negociable, sin garantía específica, emitido por una empresa cuyas acciones están en el **Registro Nacional de Valores** de la Comisión Nacional de Valores y en la **Bolsa Mexicana de Valores**. Su función es la de brindar a los emisores una alternativa de financiamiento a corto plazo.

piso de remates Lugar específico de una **bolsa de valores** donde se lleva al cabo la realización de los remates de **valores**. En el caso de la **Bolsa Mexicana de Valores**, este lugar es virtual.

planeación nacional de desarrollo Programa de política económica para el desarrollo global de la economía en un plazo determinado. Consta de objetivos y de la descripción de los medios e instrumentos que permitirán alcanzar los primeramente citados.

política monetaria Instrumento macroeconómico utilizado por el Estado para controlar la oferta monetaria, tasas de interés y gasto.

posición Es el saldo por cada valor y vencimiento que se opere a futuro que presente una cuenta al término de un día de operaciones.

prima de riesgo Rendimiento adicional esperado en una inversión, por aceptar el riesgo inherente a ella, en contraposición de otra inversión sin riesgo.

probabilidad de impago o incumplimiento Conocida como riesgo de insolvencia. Consiste en el riesgo financiero que afronta toda empresa de estar incapacitada



para hacer frente a sus compromisos, sean éstos originados mediante pasivos y/o capital.

productos derivados Instrumentos financieros cuyas ganancias se definen en términos de los precios de otros activos.

prospecto de información al público inversionista Documento que contiene toda la información relevante para un inversionista respecto a las características propias y de colocación de títulos-valores.

Registro Nacional de Valores Es el registro de todos aquellos valores que cotizan en **bolsa** y de los intermediarios (**casas de bolsa**). Es de carácter público y se forma con dos secciones: la de valores y la de intermediarios. Está a cargo de la Comisión Nacional de Valores, la cual lo organiza de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores y a las reglas que para tal efecto dicte.

reporto Operación de compra-venta de un instrumento del **mercado de dinero**, en la que una **Casa de Bolsa** pacta con el inversionista (persona física o moral) venderle en el presente uno de los instrumentos en un monto estipulado, concertando simultáneamente su recompra a un plazo predeterminado, garantizándole un rendimiento durante el plazo convenido.

riesgo La posibilidad de perder en una inversión determinada.

riesgo de cartera Riesgo resultante de la conjunción de los títulos-valor propiedad de una persona o empresa. El cálculo de este **riesgo** considera el riesgo intrínseco de cada título medido por la **varianza**, así como los riesgos producto de las relaciones estadísticas entre títulos, conocidos como **covarianzas**.

riesgo sistemático Parte del **riesgo** de un valor que no puede eliminarse mediante diversificación. Riesgo asociado con la economía.

Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro Llamadas Siefores. Son sociedades de inversión surgidas del actual sistema de pensiones en nuestro país, especializadas en la inversión del ahorro para el retiro de los trabajadores. Su objetivo central es preservar el valor adquisitivo de los ahorros de los trabajadores para el retiro, cesantía en edad avanzada y vejez.

sociedad mercantil Son sociedades mercantiles todas aquéllas que se constituyan en alguna de las siguientes formas:

Sociedad en nombre colectivo

Sociedad en comandita simple

Sociedad de responsabilidad limitada

Sociedad anónima

Sociedad en comandita por acciones

Sociedad cooperativa

Todas ellas se pueden constituir como sociedades de capital variable.

Las sociedades mercantiles inscritas en el Registro Público de Comercio tienen personalidad jurídica distinta de la de los socios.



swap Intercambio de un título por otro para modificar los vencimientos de una **cartera de valores** y/o la calidad de las emisiones.

Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio Conocida como TIIIE. Es el rédito que refleja las condiciones prevalecientes en el **mercado de dinero** en moneda nacional, calculado diariamente por el Banco de México, con base en las cotizaciones de las tasas de interés ofrecidas a distintos plazos por las diversas instituciones de **banca múltiple**. Es, junto con las tasas de los **Certificados de la Tesorería de la Federación** (Cetes), un indicador líder en el mercado de dinero.

tasa de interés libre de riesgo Es la tasa de interés que ofrecen los títulos de crédito emitidos por el Gobierno Federal. Este emisor se considera el más confiable y se puede tener la certeza de que cumplirá con sus compromisos de pago.

tasa real Rendimiento que otorga un instrumento de inversión una vez descontados los efectos inflacionarios.

tipo de cambio Es el precio al que se intercambia la moneda de un país por la de otro.

udibono Son títulos de deuda del Gobierno Federal, cuya característica fundamental es la de proteger a sus tenedores contra el incremento de la inflación al mantener constante el valor real de su inversión y ofrecerles rendimientos reales. Su referencia es el valor de las **unidades de inversión**.

unidades de inversión Son unidades de cuenta utilizadas para neutralizar el impacto de la inflación en operaciones financieras y comerciales.

United Mexican States Instrumentos de deuda de largo plazo que el Gobierno Federal mexicano coloca en los mercados internacionales en moneda extranjera. Se les conoce por sus siglas UMS.

valor contable Valor de referencia de una **acción** resultante de la división del importe de capital contable de una empresa entre el número de acciones que la misma tiene en circulación. Se le conoce, también, como valor en libros.

valor de mercado Es aquél que se determina por la libre interacción de la oferta y la demanda.

valor teórico de una acción Valor de una **acción** resultante de la aplicación de un modelo matemático que considera los dividendos pagados, la tasa de crecimiento de la empresa y la tasa requerida por los inversionistas. Es el valor de una acción en función exclusivamente de los resultados y características propias de la empresa, sin considerar el efecto de la oferta y la demanda. En el caso de las acciones que no pagan dividendos se considera el **valor contable**.

valores bursátiles Son aquellos valores que pueden ser objeto de operación en el **piso de remates**, por estar inscritos en el **Registro Nacional de Valores** y también en la **Bolsa Mexicana de Valores**.



valores extrabursátiles Son aquellos instrumentos financieros propios para ser operados en **bolsa**, pero que no se registran en ella y, por lo tanto, no operan en la misma.

varianza Medida de dispersión estadística que es igual al cuadrado de la desviación estándar o típica.

venta cubierta En mercado de **futuros** en que se opera a cubierto o a descubierto, la venta cubierta es aquella que pretende entregar al vencimiento los títulos operados, ya que se tienen previamente en **posición**.

venta en corto Venta de un valor que no se posee al momento de la operación, y es necesario comprarlo posteriormente para "cubrir" la venta.

volatilidad Medida comúnmente usada del riesgo de un activo, relacionada con la gama de tasas de rendimientos posibles y sus probabilidades de ocurrencia.



BIBLIOGRAFÍA

- Annual Report and Statistics 2002*. Nueva York: World Federation of Exchanges, 2003.
- Anuario Estadístico 2002*. Bogotá: Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, 2003.
- BESLEY, Scott y BRIGHAM, Eugene F., *Fundamentos de administración financiera*, México: McGraw-Hill, 2001; trad. de: *Essentials of managerial finance*, Nueva York, 2000 (12ª ed.).
- BLANES Prieto, Joaquín, *Diccionario de términos contables*, México: CECSA, 1999, (3ª ed., 7ª reimp.).
- BODIE, Zvi y MERTON, Robert C., *Finanzas*, México: Pearson, 2003.
- BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C., *Principios de finanzas corporativas*, Madrid: McGraw-Hill, 1998 (5ª ed.).
- BRIGHAM, Eugene F. y Houston, Joel F., *Fundamentos de administración financiera*, México: CECSA, 2001; trad. de: *Fundamentals of financial management. Concise second edition*, Nueva York, 1999 (2ª ed.).
- Canadian Mutual Funds*. Toronto: The Canadian Securities Institute, 1996.
- CORTINA Ortega, Gonzalo, *Prontuario bursátil y financiero*, México: Trillas, 1986 (reimp. 1992).
- DOWNES, John y ELLIOT Goodman, Jordan, *Diccionario de finanzas*, México: CECSA, 2003; trad. de: *Dictionary of finance and investment terms / John Downes, Jordan Elliot Goodman, 5th. edition*, Nueva York, 1998.
- EITEMAN, David K. y STONEHILL, Arthur I., *Las finanzas de las empresas multinacionales*, Wilmington: Addison-Wesley, 1992; trad. de: *Multinational business finance, fifth edition*, Reading, 1989.
- EITEMAN, David K., et al, *Las finanzas en las empresas multinacionales*, México: Pearson Educación, 2000; trad. de: *Multinational business finance*, Reading, 1998 (8ª ed.).
- Emerging Stock Markets Factbook 2002*. Nueva York: Standard & Poor's, 2003.
- Enciclopedia Universal*. Madrid: Santillana, 1996.
- FLORES, Matiana y BOLAÑOS, Martha P., *La guía del dinero*, México: Premiere, 2003.
- _____, *La guía de tu economía*, México: Premiere, 2004.



- GITMAN, Lawrence J., *Principios de administración financiera*, México: Pearson Educación, 2003 (10ª ed.).
- HEYMAN, Timothy, *Inversión contra inflación. Análisis y administración de inversiones en México*, México: Milenio, 1988 (3ª ed., 4ª reimpr.).
- Legislación Bancaria Mexicana*. México: Luciana, 2003 (4ª ed.).
- LEÓN León, Rodolfo (Coordinador), *Instrumentos financieros del mercado de dinero*, México: Nafin, 1992.
- MANSELL Carstens, Catherine, *Las nuevas finanzas en México*, México: IMEF, 1992.
- MARMOLEJO González, Martín, *Inversiones... Práctica, metodología, estrategia y filosofía*, México: IMEF, 1991 (7ª ed.).
- Mutual Fund Factbook 1994*. Nueva York: Mutual Fund Institute, 1995.
- Mutual Fund Factbook 2003*. Nueva York: Mutual Fund Institute, 2004.
- PAPE, Gordon, *Guide to Mutual Funds*, Toronto: Prentice Hall, 1991.
- ROSS, Stephen A., et al, *Fundamentos de finanzas corporativas*, Madrid: McGraw-Hill, 1997.
- RUEDA, Arturo, *Para entender la bolsa. Financiamiento e inversión en el mercado de valores*, México: Thomson Learning, 2002.
- WESTON, J. Fred y BRIGHAM, Eugene F., *Fundamentos de administración financiera*, México: McGraw-Hill, 1994; trad. de: *Essentials of managerial finance*, Nueva York, 1993 (10ª ed.).
- WURMAN, Richard Saul, et al, *The Wall Street Journal. Guide to understanding money & markets*. Nueva York: Accespress, 1995.



HEMEROGRAFÍA

- BARÓN, Felipe, "Diversificando el riesgo", en *Dinero Hoy*, No. 25, abril 2003, México: Notmusa, pp. 80-82.
- CANO, Roberto, "Que tu dinero rinda... ¡y bien!", en *Inversionista*, No. 181, octubre 2002, México: Premiere, pp. 34.
- DÍAZ Mondragón, Manuel, "Las acciones favoritas de los índices mundiales", en *Inversionista*, No. 164, mayo 2001, México: Premiere, pp. 16-22.
- DÍAZ Mondragón, Manuel y BOLAÑOS, Martha P., "Fondos internacionales. Conviértete en socio de las grandes transnacionales", en *Inversionista*, No. 192, septiembre 2003, México: Premiere, pp. 14-18.
- EUN, Cheol S. y RESNICK, Bruce G., "Estimating the correlation structure of international share prices", en *Journal of Finance*, diciembre 1984, pp. 1311-1324.
- _____, "International diversification under estimation risk: actual vs. potential gains", en *Recent Developments in International Banking and Finance*, 1987, Lexington: Heath, pp. 135-147.
- _____, "Exchange rate uncertainty, forward contract and international portfolio selection", en *Journal of Finance*, marzo 1988, pp. 197-215.
- FLORES, Matiana, *et al*, "Una verdad de fondo", en *Inversionista*, No. 160, enero 2001, México: Premiere, pp. 21.
- FLORES, Matiana y BOLAÑOS, Martha P., "Todo sobre tus inversiones en el 2001. Fondos de inversión: la deuda, al rescate, y los comunes, por mejores tiempos", en *Inversionista*, No. 161, febrero 2001, México: Premiere, pp. 26-27.
- _____, "El 2003 está que arde. Gana invirtiendo en fondos", en *Inversionista*, No. 184, enero 2003, México: Premiere, pp. 16-26.
- _____, "¿En dónde pongo mi dinero? Los mejores fondos de inversión en México", en *Inversionista*, No. 196, enero 2004, México: Premiere, pp. 20-30.
- _____, "Mercado de fondos: seguridad y transparencia garantizada", Entrevista, en *Inversionista*, No. 196, enero 2004, México: Premiere, pp. 31-32.
- _____, "Las 50 estrellas de la Bolsa", en *Inversionista*, No. 199, abril 2004, México: Premiere, pp. 22-27.



- LANZAGORTA, Joan, "Sin temor a los fondos", en *Inversionista*, No. 182, noviembre 2002, México: Premiere, pp. 30-31.
- MORALES Castro, Arturo, "Inversiones y sociedades de inversión", en *Adminístrate Hoy*, No. 99, julio 2002, México: Gasca Sicco, pp. 46-80.
- NAVARRETE, Rodolfo, "El MSCI, un índice global", en *Inversionista*, No. 157, octubre 2000, México: Premiere, pp. 12.
- PROFFITT, Dennis y SEITZ, Neil, "The performance of internationally diversified mutual funds", en *Journal of the Midwest Finance Associations*, diciembre 1983, pp. 45.
- RUIZ, Erika, "Fondos de fondos. La diversificación, a altos niveles, al alcance de todos", en *Inversionista*, No. 194, noviembre 2003, México: Premiere, pp. 50-52.
- SÁNCHEZ, Luis Manuel, "Portafolios de inversión: realidad o señuelo para el pequeño inversionista", en *Dinero Hoy*, No. 8, noviembre 2001, México: Notmusa, pp. 32-35.
- SOLNIK, Bruno H., "Why not diversify internationally rather than domestically?", en *Financial Analysis Journal*, julio-agosto 1974, pp. 48-54.
- VERNON, Andrés, "Rendimientos, comisiones, lágrimas. ¿Cómo escoger Afore?", en *Dinero Hoy*, No. 21, diciembre 2002, México: Notmusa, pp. 65-68.



SITIOS DE INTERNET

Asociación Mexicana de Administradoras de Fondos para el Retiro:

<www.amafore.org.mx>, (7/II/2004)

<www.amafore.org/paginas/informacion/infogeneral.htm>, (12/III/2004)

Bolsa Mexicana de Valores:

<www.bmv.com.mx/quesbmv.html>, (6/X/2003)

Comisión Nacional Bancaria y de Valores:

<www.cnbv.gob.mx/aspqral/funciones.htm>, (7/II/2004)

Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros:

<www.condusef.gob.mx/inf_gen.htm>, (6/X/2003)

<www.condusef.gob.mx/mercado/III_1_5.htm>, (6/XI/2004)

<www.condusef.gob.mx/informacion_sobre_soc_inversion/composicion.htm#Participacion>, (6/XI/2004)

Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro:

<www.consar.gob.mx>, (7/II/2004)

<www.consar.gob.mx>, (6/XI/2004)

Fitch Ibcá Duff and Phelps Inc.

<www.fitchibca.com/>, (6/XI/2004)

Reuters:

<www.reuters.com>, (5/II/2004)

Secretaría de Hacienda y Crédito Público:

<www.shcp.gob.mx>, (27/II/2004)

<www.shcp.gob.mx/servs/casfim/organigrama/uno.html>, (6/XI/2004)

<www.shcp.gob.mx/servs/casfim/Sector.asp?Sec=52>, (6/XI/2004)

Standard and Poor's:

<www.standardpoor.com/>, (6/XI/2004)

The Investment Funds Institute of Canada:

<www.ific.ca>, (5/II/2004)

