



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

**FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES
ARAGÓN**

**“ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS
EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA
EN MÉXICO (2000-2004)”**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A:
ANGÉLICA MARÍA RAMOS YÁÑEZ**



ASESOR:

LIC. CLAUDIA ALONSO AVALOS

SAN JUAN DE ARAGÓN, EDO. DE MÉXICO, MAYO DE 2007.



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

**“No puede haber una sociedad floreciente y feliz
cuando la mayor parte de sus miembros
son pobres y desdichados.”
Adam Smith.**

**“La desvalorización del mundo humano crece en razón
directa de la valorización del mundo de las cosas.”
Carlos Marx**

**“La pobreza no viene por la disminución de las riquezas,
sino por la multiplicación de los deseos”.
Platón**

DEDICATORIAS Y AGRADECIMIENTOS

Con la presentación de este trabajo cierro un ciclo más de mi vida y comienzo otro, sin duda abundante, lleno de nuevas experiencias. La vida son ciclos, la economía se manifiesta en ciclos, la energía es cíclica, todo y todos estamos en constante evolución, nada es permanente.

Padre creador, Dios, energía suprema, quiero dedicarte este trabajo y agradecerte que pusiste en mi camino a todas las personas que me guiaron y apoyaron para concluirlo, favorécelas con tus bendiciones.

Quiero agradecer a mis padres, Eduardo y María Guadalupe primero por ser la semilla que colaboró en mi nacimiento, gracias por todos sus cuidados, por su apoyo incondicional material y emocional a lo largo de mi vida, gracias por su amor, por sus consejos y todo su apoyo a lo largo de los años que ha implicado mi formación profesional, hasta la presentación de este trabajo. **LOS AMO, GRACIAS.**

A mis hermanos Lalo, Paty, Rosy y Javier gracias por su apoyo a lo largo de nuestra convivencia y también de mi formación profesional, los llevo en mi corazón, gracias por todos sus cuidados, detalles y su cariño. **LOS QUIERO MUCHO.**

Lic. Claudia Alonso Ávalos, mis más sinceros agradecimientos por tu valiosa asesoría y contribución para la culminación de este trabajo, por confiar en mí, por tu amistad, por tus sabios consejos, tu paciencia y todas tus valiosas aportaciones para la realización de este trabajo. **GRACIAS**

Deseo agradecer a la Lic. Virginia Cervantes Arroyo, al Lic. Manuel Cázares Castillo, al Lic. Irán Lagos Chávez y al Lic. Raúl Alberto Delgado por su confianza en mi trabajo, por sus valiosas aportaciones y su tiempo para enriquecer esta investigación.

Tere Roberts, gracias por tu incondicional apoyo desde el primer día que llegué a esta Facultad de Estudios. Tú has estado presente en cada etapa de mi trayectoria como profesionista por esta Universidad, más que como una guía, como una gran amiga, un alma llena de sabiduría, gracias por tus consejos, por tu entrega en lo que haces, gracias por tu gran cariño.

Pablo gracias por tu amor, tu apoyo e impulso no solo para concluir este trabajo sino para iniciar muchos proyectos más, gracias por la luz que regresaste a mi vida. ¿Cómo comenzamos?, yo no lo sé... **GRACIAS POR EXISTIR.**

A mis amigas y amigos Lupita, Ana, Minerva, Bruno, Abel, Carmen, Toño, Elke, Maren, Annie, Jorge, Paty, Lina, gracias por su buena vibra durante la elaboración de este trabajo, por su cariño y por abrirme la puerta de su corazón.

A todos y cada uno de los profesores (as) que participaron en mi formación, gracias por sus conocimientos, tiempo y experiencias compartidas.

A mis amigos y compañeros de aula Mariana, Beto, Irma, Elena, Danielli, Jazmín, Fabis, Noemí, Guadalupe, Dalia, Jorge, Raúl, José Luis, Julisa, Joseline y todos con quienes compartí muchos momentos a lo largo de nuestra formación como economistas gracias por esos momentos y su apoyo, sin duda me llevo algo de ustedes.

A TODAS Y CADA UNA DE LAS PERSONAS QUE ME PERMITEN ENTRAR EN SUS VIDAS, ME ABREN SU CORAZÓN, CONFÍAN EN MÍ, ME BRINDAN SU APOYO, UNA SONRISA, UN ABRAZO O UNA PALABRA DE ALIENTO. GRACIAS

“Todo lo que somos es el resultado de lo que hemos pensado; está fundado en nuestros pensamientos y está hecho de nuestros pensamientos”. Buda

**"ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS
EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA
EN MÉXICO (2000-2004)"**

ÍNDICE TEMÁTICO

	Pág.
Introducción	12
Capítulo 1. Marco Teórico de Referencia. El Neoliberalismo vinculado al proceso de Globalización Financiera.	
1.1. Definición y antecedentes del neoliberalismo.....	17
1.2. Características del modelo neoliberal.....	19
1.3. La importancia del neoliberalismo en el proceso de globalización.....	20
1.3.1 Concepto de globalización.....	21
1.3.1.1. Globalización económica.....	22
1.3.1.2. Globalización financiera.....	22
1.3.2.1. Diferencia entre globalización financiera y globalización económica.....	22
1.4. Principales causas mundiales que dieron origen a la globalización.....	23
1.4.1. Desarrollo del comercio internacional.....	23
1.4.2. Cambios estructurales.....	23
1.4.3. Innovaciones tecnológicas.....	24
1.5. Neoliberalismo y globalización financiera en México.....	24
1.5.1. Apertura comercial.....	24
1.5.2. Liberalización financiera.....	25
1.5.3. Internacionalización y modernización del mercado de valores.....	25
1.5.3.1. Creación del Mercado Mexicano de Derivados.....	26
1.6. El impacto de la globalización financiera.....	27
1.6.1. a) En los mercados financieros.....	27
1.6.1.1. Diversificación de fuentes y destinos de flujos de capital.....	27
1.6.1.2. Innovación financiera.....	28
1.6.1.3. Mayor interdependencia de mercados financieros.....	28
1.6.2. b) En el comportamiento de las variables macroeconómicas.....	29
1.6.3. c) En el entorno empresarial.....	33
Capítulo 2. Origen y Desarrollo de la Administración de Riesgos Financieros	
2.1. Antecedentes de la Administración de Riesgos.....	35
2.1.1. Concepto de Riesgo.....	36
2.1.2. Tipos de riesgo.....	37
2.1.3. Los riesgos financieros.....	38
2.1.4. Las fuentes de riesgo financiero.....	42
2.2. Definición, Objetivos y funciones de la Administración de Riesgos.....	49
2.3. El proceso de la Administración de Riesgos Financieros.....	50
2.3.1. Identificación, medición y Control del riesgo.....	52
2.4. La Administración de Riesgos Financieros en el mundo.....	57
2.4.1. Algunas lecciones de desastres financieros.....	58

2.4.1.1.	La caída del Banco Barinas.....	59
2.4.1.2.	En Condado de Orange en 1994.....	60
2.4.1.3.	El caso de la empresa Daiwa.....	60
2.4.2.	Los acuerdos del comité de Basilea.....	61
2.5.	Administración de Riesgos en México.....	63
2.5.1.	La experiencia de la crisis financiera de 1994 en las tesorerías de las empresas.....	64
2.5.2.	El papel del mercado mexicano de derivados.....	67
2.5.3.	Productos de cobertura.....	68
2.5.4.	La cultura del riesgo.....	73
Capítulo 3.		
Administrando los Riesgos en la Pequeña y Mediana Empresa.		
3.1.	Características de la empresa pequeña y mediana.....	75
3.1.1.	Criterios de estratificación.....	77
3.1.2.	Las formas de organización de las PyMES.....	77
3.1.3.	Estructura fiscal de las PyMES.....	82
3.2.	Importancia de las PyMES dentro de la Economía Mexicana.....	89
3.2.1.	Programas de apoyo a las PyMES.....	92
3.2.2.1.	El papel de la Secretaría de Economía.....	94
3.3.	Principales problemas que enfrenta la Pequeña y Mediana empresa.....	98
3.3.1.	La falta de créditos y el costo del financiamiento.....	100
3.4.	Perspectivas de la pequeña y mediana empresa.....	110
3.5.	La Administración de Riesgos Financieros como herramienta de apoyo para la Mediana y Pequeña empresa.....	113
3.5.1.	Los riesgos de las PyMES.....	114
3.5.2.	Estrategias a seguir ante los diferentes riesgos.....	116
3.5.3.	Adopción de un sistema de Administración de Riesgos.....	123
Capítulo 4.		
Aplicación de Administración de Riesgos Financieros a un caso práctico.		
4.1.	Análisis de riesgo inherente.....	128
4.1.1.	Estudio estratégico.....	128
4.1.2.	Estudio Financiero.....	130
4.1.3.	Estudio Bursátil.....	132
4.2.	Análisis de riesgo ambiental.....	134
4.2.1.	Estudio Sectorial.....	134
4.2.2.	Análisis de Riesgo País.....	136
4.2.3.	Análisis Tendencial.....	140
4.3.	Estrategia para administrar los riesgos financieros de la empresa.....	141
	Caso práctico: Análisis de Riesgos Financieros Editorial Diana.....	142
Conclusiones.....		189
Anexos.....		195
Glosario.....		202
Bibliografía.....		205

ÍNDICE DE TABLAS

	Pág.	
1.1	Antecedentes y Desarrollo del MEXDER.....	26
3.1.	Características de la Pequeña y Mediana empresa.....	76
3.2.	Tarifa para calcular el I.S.R. de personas Físicas.....	85
3.3.	Tarifa para calcular subsidio de personas físicas.....	85
3.4.	Retención a ingresos de un mes calendario.....	86
3.5.	REPECOS Cálculo mensual de I.S.R.....	87
3.6.	Problemas internos de la Pequeña y Mediana empresa.....	98
3.7.	Expectativas económicas de México 2006-2007.....	110
4.1.	Formulario de las principales razones financieras.....	131
4.2.	Ejemplo del cálculo de indicadores.....	139
4.3.	Escala para la ponderación y valoración.....	139
4.4.	Escala de calificación para los indicadores y el índice global de riesgo.....	139
4.5.	Instalaciones de Editorial Diana.....	149
4.6.	Proveedores de Editorial Diana.....	150
4.7.	Planes y proyectos de Editorial Diana 2000-2006.....	153
4.8.	Número de editoriales por división y estrato de la empresa.....	169
4.9.	Producción de CONALITEG.....	171
4.10.	Calificaciones soberanas a Septiembre de 2006.....	182
4.11.	Índice de Riesgo Global México Septiembre 2006.....	182
4.12.	Futuro del peso a 3 meses del 29/09/06.....	187

ÍNDICE DE GRÁFICOS

	Pág.
1.1. Inflación Mensual de México 1969-2006.....	29
1.2. CETES a 91 Días 1978-2003.....	30
1.3. Producto Interno Bruto por Sector 1981-2006 (Var. % anual).....	31
1.4. Inversión Extranjera en México 1980-2004.....	32
2.1. Rendimiento Mensual de Tipo de Cambio Peso/Dólar 1977-2003.....	46
2.2. Rendimiento Mensual de CETES.....	47
2.3. IPC Rendimiento Mensual 1983-2005.....	48
2.4. Fuentes de Riesgo Financiero en el Mundo.....	49
2.5. Índice de Volumen de Producción Manufacturera por Tipo de Bienes 1994-1995.....	66
3.1. Organización empresarial en México.....	79
3.2. PyMES en México, generación de empleo y contribución al PIB.....	89
3.3. Participación porcentual del total de empresas 1999-2004.....	90
3.4. Total de empresas por sector económico.....	91
3.5. Pequeña y Mediana empresa composición por sector económico.....	91
4.1. Producción de Libros 1999-2004.....	170
4.2. Producción de coediciones.....	171
4.3. Ventas totales por estratos.....	173
4.4. Ventas por tema.....	175
4.5. Liquidez.....	176
4.6. Apalancamiento.....	176
4.7. Rentabilidad sobre ventas.....	177
4.8. Rotación de inventarios.....	177
4.9. Edición y ventas de libros 2000-2007.....	178
4.10. Variación de ventas Sector vs. Editorial Diana.....	180
4.11. Riesgo País México Ene- Sep 2006.....	181
4.12. Índice de Riesgo País México Ene- Sep 2006.....	181

ÍNDICE DE CUADROS

	Pág.
2.1. Efectos de Fluctuaciones en las Fuentes de Riesgo Financiero.....	44
2.2. Fuentes de Riesgo Financiero.....	45
2.3. Desarrollo de la Administración de Riesgos en el Mundo.....	58
2.4. Desarrollo de la Administración de Riesgos en México.....	64
2.5. Características principales de los contratos de futuros listados en el MEXDER.....	72
3.1. Clasificación de empresas en México.....	77
3.2. Características de las estructuras organizacionales.....	80
3.3. Establecimientos en México 1999-2004.....	90
3.4. Programas de apoyo por dependencia.....	93
3.5. Programas por tipo de apoyo.....	93
3.6. Fuentes de financiamiento de las PyMES 2000-2005.....	101
3.7. PyMES que no utilizaron crédito bancario 2000-2005.....	102
3.8. PyMES que utilizaron crédito bancario 2000-2005.....	102
3.9. Financiamiento de la banca comercial en México.....	104
3.10. Financiamiento que ofrecen SOFOLES en México.....	106
3.11. Programas de financiamiento que ofrece el Gobierno Federal en México.....	108
3.12. Perspectivas sectoriales de la economía mexicana.....	111
3.13. Riesgos en la economía mexicana por sector.....	115
4.1. Estado de Situación Financiera Editorial Diana S. A. de C. V.....	156
4.2. Estado de Resultados Editorial Diana S. A. de C. V.....	158
4.3. Posición Monetaria en moneda extranjera Editorial Diana S. A. de C. V.....	159
4.4. Razones Financieras Editorial Diana S. A. de C. V.....	160
4.5. Múltiplos Bursátiles Editorial Diana S. A. de C. V.....	164
4.6. Múltiplos Bursátiles Industria de la transformación Imprenta y Editorial.....	166
4.7. Comparativo Fundamentales de la acción.....	167
4.8. Consumo de papel 2000-2004 (Toneladas).....	172
4.9. Costo de papel 2002-2004 (Pesos mexicanos).....	172
4.10. Número de empleados del sector.....	173
4.11. Balanza comercial (Número de ejemplares).....	174
4.12. Canales de Distribución (Número de ejemplares).....	175
4.13. Monto y valor en riesgo diario.....	187

ÍNDICE DE FIGURAS

	Pág.
2.1. Principales Riesgos de la Empresa.....	37
2.2. Clasificación de Riesgos Financieros.....	39
2.3. Etapas y Descripción del Proceso de Administración de Riesgos.....	51
2.4. Fuentes de Riesgo en Flujo de Efectivo.....	55
2.5. Matriz de Administración de Riesgos.....	56
3.1. Sistema de Administración de Riesgos.....	123
4.1 Principales cuentas en gráficos Editorial Diana S. A de C. V.....	155

INTRODUCCIÓN

Día a día el riesgo está presente en nuestras vidas. El riesgo a perder los bienes materiales significa una de las mayores preocupaciones del hombre, de ahí que se han desarrollado diversos mecanismos que buscan minimizar y evitar pérdidas derivadas de eventos inesperados. En la actualidad el manejo del riesgo es tema de diversos estudios y aplicable en muchas áreas, no sólo de carácter financiero.

A finales de la década de los sesenta y principios de los setenta en los países industrializados comandados por Estados Unidos y Gran Bretaña comenzó a gestarse una nueva corriente económica llamada neoliberalismo basada en las ideas de libre mercado y la menor intervención del Estado en la Economía, favoreciendo el desarrollo del proceso de globalización económica y financiera que rige el mundo actual.

La declinación de los acuerdos de Bretton Woods declarada por el entonces Presidente de los Estados Unidos Richard Nixon en agosto de 1971 significó la adopción del régimen de tipo de cambio flexible determinado por las leyes de mercado, aunado a ello, la constante innovación tecnológica y de los sistemas de comunicación así como la crisis petrolera originaron un cambio trascendental a nivel mundial que dio inicio a un periodo caracterizado por inestabilidad en los tipos de cambio, tasas de interés y de precios, creando un entorno financiero altamente volátil.

En la década de los noventa ocurrieron desastres financieros protagonizados por importantes compañías financieras de Inglaterra, Estados Unidos y Japón, ello provocó que las instituciones monetarias de los países desarrollados pusieran mayor atención al manejo de riesgo, desarrollaron técnicas para su medición y administración; también crearon acuerdos para su supervisión, mismos que se han adoptado en el resto del mundo, así surgió la Administración de Riesgos Financieros (ARF).

Aunque la ARF propiamente fue creada por y para instituciones financieras con la intención de administrar los riesgos de sus activos financieros, al paso del tiempo las empresas no financieras se han dado cuenta de la necesidad de cubrir sus activos ante la volatilidad que prevalece en las variables financieras que determinan el valor de dichos activos y han tomado interés en el conocimiento y manejo del riesgo financiero.

Actualmente hay institutos así como consultorías especializadas en el desarrollo de tecnología para la medición y administración del riesgo, algunas compañías financieras han desarrollado software especializado para agilizar y medir con mayor precisión su riesgo financiero.

En México la crisis financiera que prosiguió al famoso "error de diciembre" de 1994 mostró la debilidad del sistema financiero en materia de riesgos, pero también dejó de manifiesto el desconocimiento del manejo de los riesgos financieros por parte del sector empresarial, lo cual significó la quiebra de numerosas empresas y muchas más se vieron amenazadas principalmente las de menor tamaño. Por mencionar un ejemplo, algunas empresas de la industria de la transformación contrataron deudas en dólares debido a que buscaron modernizar sus plantas productivas en la década de los

noventa, pese a ello, no contaban con coberturas cambiarias o algún tipo de protección ante una eventual devaluación.

Actualmente las instituciones financieras que operan en nuestro país están sometidas a disposiciones de carácter prudencial en materia de administración de riesgos y cuentan con sus propios departamentos que se encargan de implementar los sistemas para la medición y control de sus riesgos, la creación del Mercado Mexicano de Derivados (MEXDER) tiene entre sus objetivos servir como una herramienta para la administración del riesgo financiero. Las emisoras de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) también han adoptado prácticas para administrar sus riesgos.

Las grandes empresas y grupos financieros que emplean la ARF, crean una ventaja competitiva frente a las demás, debido a que asumen sus riesgos con mayor conciencia, se anticipan a los cambios adversos y se protegen de la volatilidad mediante la identificación, medición y cobertura de los riesgos de sus activos.

Ahora bien, la volatilidad afecta no solo al valor de una inversión, también impacta en el valor de una deuda o en el valor de las ventas esperadas, por ejemplo los movimientos en las tasas de interés provocan cambios en los niveles de inflación y también modifican el tipo de cambio con las monedas de otros países, esto modifica directa e indirectamente al valor de los activos, pasivos y resultados que espera obtener una empresa, cualquiera que sea su actividad y tamaño.

Pero, ¿cual es la situación de las empresas de menor tamaño ante los riesgos que les generan las fluctuaciones de las variables financieras?; si bien es cierto que a mayor tamaño de la empresa son mayores sus riesgos, no debemos subestimar el riesgo de una empresa de menor tamaño sobre todo si consideramos que de las 3, 005,157 unidades económicas que alberga nuestro país, 99 por ciento son micro, pequeñas y medianas, y en materia de empleo generan 60% del total del país.

Por sus propias características, solo un reducido número de estas empresas están expuestas de forma directa a los movimientos de las variables financieras, entre ellas, las empresas exportadoras o aquellas cuya producción requiere la importación de materia prima, sin embargo todas las empresas, sin importar su tamaño ni su actividad están expuestas de forma indirecta a dichas fluctuaciones, tan solo en los primeros meses de 1995, miles de empresas enfrentaron problemas de liquidez derivados del incremento en sus niveles de endeudamiento y en el costo de materias primas. Como era de esperarse, las empresas grandes soportaron mejor la crisis, no obstante un gran número de empresas micro, pequeñas y medianas se vieron en la necesidad de cerrar.

En la actualidad se apuesta a la creación de empleo por medio de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES), para ello, éstas empresas deben contar con los elementos que les permitan no solo permanecer sino además incrementar su valor y crecer. Para dicho estrato empresarial no es fácil permanecer en un mercado altamente competido; aunado a la problemática que arrastran de antaño, en la actualidad se suman otras más, propias de una economía globalizada, entre ellas, un entorno financiero altamente volátil.

Considerando lo anterior la presente investigación se desarrolla partiendo de la siguiente hipótesis de tipo causal:

"Si la empresa pequeña o mediana es capaz de identificar medir y cubrir sus riesgos a través del uso de la Administración de Riesgos Financieros podrá no sólo permanecer, sino además incrementar su valor, hacer frente a la competitividad que exige el contexto económico actual, generar empleo y contribuir en mayor proporción a la producción nacional".

Este trabajo tiene por objetivo general:

"Demostrar que la aplicación de la Administración de Riesgos Financieros es una herramienta eficiente para disminuir los efectos adversos que genera la volatilidad de las fuentes de riesgo financiero (tipo de cambio, tasas de interés y precios) en las Pequeñas y Medianas Empresas".

Como Objetivos particulares se plantea:

- A) *"Describir el proceso de la Administración de Riesgos Financieros adaptado a las características de las PyMES".*
- B) *"Mostrar el impacto económico que tiene la utilización de un sistema de Administración de Riesgos Financieros en las PyME'S".*

Cabe aclarar que el universo de la investigación solo abarca a los estratos mencionados y excluye a las microempresas debido a que éstas en su mayoría son negocios de subsistencia sin expectativas de crecimiento y resultaría aun más aventurado pretender implementar un sistema de administración de riesgos financieros en dicho estrato empresarial.

El principal método empleado en esta investigación es el deductivo que parte de lo general a lo particular pero también se hace uso del método histórico. Se trata de una investigación de tipo documental, descriptiva, explicativa así como de prospectiva, bajo un enfoque macroeconómico, microeconómico y dinámico. Para los pronósticos del último capítulo utilicé la técnica de promedios móviles simples y de proporciones para el cálculo de las razones financieras.

La investigación se desarrolla en cuatro capítulos, incluyendo un marco teórico de referencia como primer capítulo, en el cual se resalta la importancia del neoliberalismo en el proceso de globalización económica y financiera, así como los cambios estructurales y tecnológicos ocurridos en el mundo que dieron origen al régimen económico que prevalece en nuestros días. Se enfatiza también que en México, la apertura comercial y la liberación financiera gestadas a finales de la década de los ochenta marcaron la entrada de nuestro país en el proceso de globalización, mismo que generó diversos cambios en el sector empresarial; a nivel producción existe un mayor requerimiento de competitividad y en materia financiera enfrentan un entorno con mayores riesgos.

Pero para todo mal un remedio, la Administración de Riesgos Financieros surgió de la necesidad por parte de las compañías financieras de contar con una especie de seguro ante los riesgos que generan los rápidos movimientos de las variables financieras que en la actualidad gracias a los avances tecnológicos trascienden en cuestión de minutos a todos los mercados.

Para profundizar en el tema de la Administración de Riesgos Financieros, en el segundo capítulo se incluyen los principales conceptos de riesgo y riesgo financiero, así como una descripción de los tipos de riesgo a que están expuestas las empresas y las fuentes que los originan, se explica la razón de ser de la ARF, sus objetivos y funciones así como las diferentes etapas que implica como proceso. Es a través de este capítulo que se describen también los antecedentes y desarrollo de la ARF tanto en el mundo como en nuestro país:

En el mundo, se hace referencia a las pérdidas registradas por el Condado estadounidense de Orange, la bancarrota del banco Inglés Barings, y las pérdidas acumuladas durante 11 años por el banco japonés Daiwa, desastres ocurridos en la década de los noventa que significaron un parte aguas en el desarrollo de la ARF ya que provocaron la inquietud de las autoridades monetarias de las principales potencias económicas por sugerir disposiciones en materia de riesgos financieros, mejor conocidos como los acuerdos de Basilea, mismos que han sido acogidos por las instituciones financieras del resto del mundo.

Respecto a nuestro país, se destaca la experiencia de la crisis financiera de 1994 por parte de empresas tanto financieras como de otros sectores y las diversas problemáticas que enfrentaron debido a la falta de coberturas, situación que evidenció la necesidad de profundizar en el conocimiento del riesgo y sembrar las bases para el manejo del mismo. El establecimiento de criterios prudenciales para regular los riesgos financieros y la creación del Mercado Mexicano de Derivados son parte de las medidas implementadas para el control del riesgo que han influido en el desarrollo de la ARF en México.

Después de conocer el avance de la ARF en México y dado que el objeto de investigación es implementarla en las PyMES, considero útil subrayar la trascendencia que estas empresas tienen en nuestro país, para dicho propósito se hace un paréntesis en la primera parte del capítulo tres, en donde se señalan sus características en tamaño, organización y estructura fiscal; su importancia y principales problemáticas así como sus perspectivas en el corto y mediano plazo. Cabe señalar que el tema de las PyMES es verdaderamente extenso, sin embargo para propósitos de esta investigación no profundizaremos en él para evitar desviarnos del tema central.

La exposición de sus perspectivas se realiza de forma sectorial, considerando su entorno interno y externo, de ahí se desprende un análisis de los riesgos que aquejan a las PyMES de nuestro país, y se describen las diferentes estrategias que pueden emplear para disminuir los efectos de los riesgos financieros, entre las que se encuentran realizar proyectos de inversión, reestructuras financieras y la adquisición de instrumentos derivados, para finalizar este capítulo se describe la estructura y características necesarias para implementar un sistema de administración de riesgos.

Finalmente, en el último capítulo que comprende esta investigación, se explican la importancia y los pasos a seguir para realizar el análisis de riesgo inherente y ambiental de una empresa, conformados por los estudios estratégico, financiero, bursátil, sectorial, de riesgo país y tendencial, mismos que resultan necesarios para la identificación y medición de los riesgos financieros que a su vez permitirán generar la estrategia de cobertura de dichos riesgos que deberá seguir la compañía interesada.

El punto final de la investigación es la presentación de un caso práctico de un análisis de riesgos financieros en una empresa real de la industria editorial, que integra los estudios mencionados en el párrafo anterior, y expone sus riesgos financieros, su cuantificación, la cual se realiza bajo el esquema del Valor en Riesgo, y una base de datos histórica de la variable fuente de riesgo que afecta al valor de la deuda de la empresa de donde surge el monto que puede perder por la volatilidad de la variable mencionada. El caso práctico concluye con una propuesta de las estrategias que considero debería seguir la empresa en el corto, mediano y largo plazo.

Los principales problemas que enfrenté a lo largo de mi investigación son que la mayoría de la información documental que existe sobre el tema de ARF está dirigida a empresas financieras y hacen referencia a la medición y control del riesgo de portafolios de inversión. De ahí surgió una segunda problemática que es que no hay una técnica establecida para medir el riesgo de empresas que no son financieras y que no cuentan con un portafolio de inversión, por lo que la tarea de medir el riesgo de las PyMES se complicó un poco. Finalmente la última problemática que enfrenté fue el acceso a la información financiera de una empresa real mediana y/o pequeña debido a que se trata de información confidencial para las empresas y en otros casos porque principalmente las pequeñas empresas no cuentan con dicha información, sin embargo dichas problemáticas no rebasaron los objetivos de la investigación y se encontraron alternativas que hacen posible la presentación de esta investigación.

CAPITULO 1.

MARCO CONCEPTUAL DE REFERENCIA. EL NEOLIBERALISMO VINCULADO AL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

“La estructura económica de una época dada y los cambios que sufre son los factores que ejercen influencia más poderosa sobre las ideas económicas”.
Pedro Astudillo.

1.1. DEFINICIÓN Y ANTECEDENTES DEL NEOLIBERALISMO.

El término neoliberalismo se ha utilizado para identificar a la corriente económica predominante en las últimas décadas, que retoma parte de los principios de la antigua economía liberal pero desarrollados y adecuados a los tiempos actuales.

Entre las definiciones del neoliberalismo encontramos las siguientes:

"Corriente del pensamiento económico heredera del liberalismo tradicional y por consiguiente partidaria de la mínima intervención posible del Estado en la economía y de la máxima libertad para los agentes económicos".¹

"Una manera de pensar y actuar sobre la organización de la economía nacional e internacional que basándose en los principios de la economía neoclásica e impulsada por las actuaciones políticas de la Sra. Margaret Thatcher y el presidente Reagan se han extendido entre intelectuales, políticos y gobernantes en los últimos veinte años como una forma de pensamiento única e insustituible".²

"Sistema ampliamente aplicado en el mundo que los países hegemónicos han implantado a muchas naciones, entre ellas México, que tiene su antecedente en las teorías del siglo XVIII, caracterizadas por la liberalización de las fuerzas económicas para que actúen sin intervención del Estado a fin de que se ordene autónomamente el sistema económico".³

El neoliberalismo es el resultado de la combinación entre los principios de la escuela neoclásica que justifica la eficiencia capitalista y de la escuela austriaca que se caracteriza por su posición antiestatista. Surge como un conjunto de medidas que pretendían contrarrestar los efectos del abuso de la política de gasto propuesta por Keynes que funcionó hasta finales de los sesenta. En sus comienzos los creadores de la reforma neoliberal se basaron en la idea de que solo era necesario eliminar las restricciones institucionales para garantizar el libre juego de las fuerzas del mercado lo cual permitiría alcanzar los niveles óptimos de eficiencia propuestos en su modelo. Este enfoque fue el que sustentó al reaganismo y al tatcherismo, quienes encabezaron la implementación de la reforma neoliberal.

¹ DICCIONARIO ENCICLOPÉDICO DE ECONOMÍA TOMO VII. España; PLANETA, 1980. P. 156.

² Sebastián, Luis de. NEOLIBERALISMO GLOBAL: Apuntes críticos de Economía Internacional. Madrid: TROTTA, 1997. P. 11.

³ Vizcarraga Cifuentes, José Luis. DICCIONARIO DE TÉRMINOS ECONÓMICOS. México, 2001. P. 152.

A finales de la década de los sesenta la actividad económica de los países industrializados entró en un proceso de "estanflación" a lo que se sumaron los problemas generados por las crisis petroleras, ante esta problemática la teoría keynesiana se volvió insuficiente e incluso fue altamente criticada como la causante de los elevados niveles inflacionarios. Por su parte Estados Unidos atravesaba un momento de fuertes desequilibrios en sus finanzas públicas derivado de la ampliación del Gasto Público financiado por déficit que venía ejerciendo bajo el predominio de la receta keynesiana para reactivar a la economía de la depresión que siguió a la crisis de 1929.

En la búsqueda de alternativas para solucionar el grave problema que atravesaba la economía mundial los países desarrollados retomaron los principios del neoclasicismo, con el monetarismo y la economía de la oferta como fundamentos de las políticas económicas que se identificaron como la contrarrevolución monetarista.

La llamada contrarrevolución monetarista fundada en la universidad de Chicago tuvo gran influencia en el restablecimiento de las teorías tendientes hacia el libre mercado. "La crítica de Milton Friedman, su principal representante, se dirigió contra la gestión keynesiana de la demanda, subrayando que la inflación es siempre un fenómeno monetario y que la acción gubernamental tendiente a reducir el desempleo sería contraproducente a la larga porque el incremento de la oferta que implica crearía inflación, lo que neutralizaría los efectos esperados en el empleo.

Las principales conclusiones político-económicas del programa monetarista son básicamente dos: a) la gestión de la demanda que intenta reducir el desempleo inevitablemente elevará la inflación y el desempleo y b) la única política macroeconómica efectiva contra la inflación será la que controle la oferta monetaria por medio de reglas discrecionales acordes con el volumen estimado de transacciones a largo plazo. La instrumentación de ambas prescripciones a fines de los ochenta por medio de un plan de choque monetarista (contracción drástica de la oferta monetaria) se tradujo en la quiebra del aparato keynesiano de gestión de la demanda con lo que dio comienzo propiamente a la "revolución neoliberal".⁴ Poco a poco, el modelo fue adaptado y adoptado por otros países industrializados.

"La aplicación de reformas de libre mercado comenzó como un fenómeno anglosajón, que terminó por expandirse en el resto del mundo, favorecidas básicamente debido a la combinación de dos factores: a) la austeridad fiscal y el encarecimiento del crédito en el mundo industrializado que afectaron adversamente a las regiones atrasadas como América Latina (cuya modalidad de desarrollo basada en la sustitución de importaciones se había agotado) y a los países del bloque socialista que habían comenzado a chocar contra límites tecnológicos al crecimiento; b) dado el contexto de crisis social en la cual se emprendieron los programas de ajuste en América Latina y Europa Oriental no lograron articularse estrategias alternativas basadas en las lecciones que brindaba Asia Oriental".⁵

⁴ Rivera Rios, Miguel Ángel. **MEXICO EN LA ECONOMÍA GLOBAL Tecnología, Espacio e Instituciones (en búsqueda de opciones al neoliberalismo)**. México: UNAM-JUS, 2000. P. 108.

⁵Ibid. P. 29

Bajo las diferentes percepciones y análisis que existen sobre el neoliberalismo, la idea central es liberar mercados mediante el impulso de políticas de desregulación y reducir la participación del Estado a su carácter de vigilante, para permitir la libre actuación de los agentes que participan en el mercado.

1.2. CARACTERÍSTICAS DEL MODELO NEOLIBERAL.

El modelo neoliberal está orientado hacia una mayor participación del sector privado en la economía como principal motor de crecimiento, favorece a los mecanismos y señales del mercado confiando en estos la solución a las distorsiones de la economía y la asignación de los recursos, supone que este orden generará beneficios para toda la sociedad. Confía en que la actuación del libre mercado coordinará adecuadamente las actividades y agentes económicos para conseguir un mayor acervo de riqueza de lo que se podría conseguir con otro modo de organizar la economía y que la integración al mercado mundial provocará por sí misma una reasignación eficiente de los recursos productivos.

La teoría neoliberal plantea la necesidad de liberar a las economías para lograr una mejor distribución de los procesos productivos y de los flujos de capital bajo la aplicación de medidas de política económica que se describen a continuación:

- ✎ **Saneamiento de las finanzas públicas.** Con el objeto de alcanzar un superávit se implementan políticas de reducción del gasto e inversión del sector público básicamente mediante la disminución del gasto social y de activos públicos promoviendo la venta de empresas públicas (adelgazamiento del estado). El déficit público se sustituye por una política de austeridad. Se promueve la eliminación de subsidios y transferencias que realizaba el Estado para impulsar la actividad económica.
- ✎ **Desregulación económica.** Restringe la participación del Estado en la actividad económica y limita su papel de rector en la misma permitiendo mayor influencia del sector privado y de los mecanismos de mercado en la regulación de la economía. Implica cambiar las políticas de intervención del Estado en la economía que predominaron desde finales de los años treinta que protegían e impulsaban el crecimiento del mercado interno. Propone que el papel del Estado estará limitado a "*garantizar la operatividad del mercado mediante la protección de los derechos de propiedad, la obligatoriedad de los contratos y la estabilidad de los medios de cambio*".⁶
- ✎ **Apertura externa.** Promueve la liberalización de fronteras con los siguientes objetivos:
 - a) Permitir la libre entrada y salida de mercancías y así atraer al capital extranjero.
 - b) Trasladar procesos productivos hacia áreas geográficas que cuentan con ventajas comparativas y de localización para reducir costos y mejorar la competitividad de las empresas.

⁶ Ibid. P. 109.

- c) Favorecer la constitución de bloques comerciales regionales para protegerse y encarar a la competencia.
- d) Facilitar la entrada de empresas transnacionales a nuevos nichos de mercado.

✎ **Liberalización y desregulación de mercados financieros.** Busca crear las condiciones que permitan internacionalizar los mercados de capitales para un mayor dinamismo de los flujos de capital. Facilita la especulación financiera.

*"El capital tiene la libertad de establecerse en el país y en el mercado de bienes, de capitales o de divisas, donde más le convenga, para mejorar su dinámica de acumulación. Con dicho proceso los bancos dejan de estar sujetos a la reglamentación y supervisión de las autoridades monetarias en torno a la determinación de sus tasas de interés así como de su acceso al financiamiento externo y a la política de disponibilidad y asignación de los créditos. De tal forma se han acentuado los movimientos de capitales, aprovechando los diferenciales de tasas de interés las paridades monetarias y los rendimientos ofrecidos en los mercados de capitales".*⁷

✎ **Adopción de políticas anti-inflacionarias.** Predominio de políticas fiscal, monetaria y crediticia enfocadas a disminuir los niveles de inflación, asegurar la estabilidad cambiaria y tasas de interés atractivas para el capital financiero internacional.

*"Al aumentar la integración de los mercados financieros a nivel internacional, se obliga a las políticas monetarias a que garanticen la reducción de la inflación y la estabilidad cambiaria, para evitar prácticas especulativas y asegurar la valorización del capital financiero".*⁸

✎ **Autonomía del Banco Central.** Originalmente las funciones de los bancos centrales era financiar a los gobiernos y asegurarse de la liquidez necesaria para apoyar a la actividad económica así como la dirección de la política monetaria y crediticia acordes con los objetivos económicos del gobierno. Las reformas neoliberales promueven la autonomía del Banco central con la intención de encomendarle la estabilidad de precios y monetaria además pretende evitar que siga financiando al gobierno para prevenir prácticas inflacionarias.

1.3. LA IMPORTANCIA DEL NEOLIBERALISMO EN EL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN.

El neoliberalismo, ha sido objeto de las más diversas críticas respecto a su eficiencia; es preciso aclarar que no es la intención de esta investigación discutir sobre sus bondades o consecuencias, no obstante considero que la aplicación de políticas de corte neoliberal han sido parte fundamental para el desarrollo del proceso de globalización económica y financiera.

⁷ Huerta, G. Arturo. LA GLOBALIZACIÓN CAUSA DE LA CRISIS ASIÁTICA Y MEXICANA. México; DIANA, 1998. P. 7-8.

⁸ Ibid. P. 148.

No existe un punto de acuerdo respecto al inicio de la globalización; algunos autores coinciden en que se inició la globalización desde que surgió el comercio entre las antiguas culturas e imperios tanto de oriente como de occidente que a lo largo de los años ha tenido diferentes niveles de desarrollo de acuerdo a las corrientes económicas predominantes en cada época.

La tendencia hacia la globalización económica y financiera se aceleró con la apertura comercial, y liberalización de mercados financieros mediante las recetas de política económica que promueve el esquema de la economía neoliberal aunado a otros factores que han facilitado este proceso como son los avances tecnológicos y el desarrollo de la informática.

El neoliberalismo, permite "globalizar" la acumulación del capital bajo la dirección del capital transnacional en donde al mismo tiempo se genera una fuerte competencia internacional, creando fracturas al mercado mundial con la nueva formación de bloques económicos y geopolíticos. Lo anterior porque es bajo la bandera del neoliberalismo que se logran eliminar las barreras y el proteccionismo que prevalecía al comercio y al capital internacional.

1.3.1 CONCEPTO DE GLOBALIZACIÓN

En la actualidad estamos sumamente familiarizados con la palabra globalización, la leemos, y encontramos constantemente en libros y prácticamente en todos los medios de comunicación. En principio, la globalización parecía implicarse sólo en el ámbito económico y financiero sin embargo su alcance ha tocado aspectos políticos, sociales y culturales. Global significa universal o mundial.

"Parte de la controversia que rodea el uso del concepto globalización para referirse a la nueva realidad mundial deriva en parte de la dificultad para precisar donde radica la ruptura con las tendencias históricas previas. A partir de los ochenta, cuando se supone que se abre una nueva etapa, en lugar de producirse una ruptura o quiebre se da mas bien una coexistencia entre tendencias preexistentes".⁹

Timothy Heyman define a la globalización como *"El proceso de aumento de la interacción internacional y entre si de ideas, información, capital, bienes y servicios, y personas".¹⁰*

Una siguiente definición es *"...el incremento del comercio y la inversión internacional en una economía mundial caracterizada por la disminución de costos de comunicación y transporte y un gran número de países abiertos a los mercados mundiales".¹¹*

⁹ Rivera Ríos, Miguel Ángel. Op. Cit. P. 25.

¹⁰ Heyman, Timothy. "INVERSIÓN EN LA GLOBALIZACIÓN". México: BMV/ITAM, 1998. P. 6.

¹¹ Tilly, Richard and Welfens, Paul. "ECONOMIC GLOBALIZATION INTERNATIONAL ORGANIZATIONS AND CRISIS MANAGEMENT." Germany: SPRINGEN, 2000. P. 16.

1.3.1.1 GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA

Alejandra Cabello conceptualiza a la globalización económica como "Un proceso que comprende la internacionalización e integración que se refleja en un mayor volumen de la actividad económica en todo el mundo y también en una mayor interdependencia económica y política entre todas las naciones. Significa la eliminación de barreras e imperfecciones de los mercados, esto quiere decir la adopción de políticas públicas de liberación y apertura económica, así como de promoción de la eficiencia empresarial y la competencia en los mercados".¹²

1.3.1.2 GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

"La globalización financiera es un proceso dirigido a la unificación del mercado financiero mundial en donde se da el continuo y mas fluido comercio de capitales por parte de agentes que consideran las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de su actividad".¹³

Eugenio Anguiano¹⁴ *la describe como la integración de los mercados del mundo tanto en forma horizontal (los mercados de valores quedan enlazados las 24 horas del día), como vertical (el presente con el futuro).*

Otra definición que cita Bendesky B., León.¹⁵ *Es ..."la armonización de las reglas y la reducción de las barreras que permitan el libre flujo de capital y la competencia de las empresas en todos los mercados".*

1.3.1.2.1. DIFERENCIA ENTRE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA.

Analizando las definiciones anteriores encontramos que la diferencia entre la globalización financiera y la globalización económica consiste en que la primera se refiere básicamente al libre comercio de flujos de capitales entre los mercados financieros cada vez más especializados e integrados; mientras que la segunda se refiere al libre comercio de mercancías (bienes y servicios) tangibles y no tangibles a nivel mundial. Para ambos casos es clave la apertura y liberalización de fronteras, así como el uso de los avances tecnológicos y el desarrollo de la informática. Podría considerarse a la globalización financiera como una fase de mayor desarrollo y a la vez complementaria de la globalización económica.

Un punto importante que mencionar es que dentro del contexto de la globalización financiera la reproducción ampliada del capital ya no está a cargo de los factores

¹² Cabello, Alejandra. "GLOBALIZACIÓN Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERAS Y LA BOLSA MEXICANA DE VALORES: Del auge a la crisis. México: PLAZA Y VALDES, 1996. P. 102-104.

¹³ "EL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO". EL MERCADO DE VALORES. México: Julio de 1992. P. 26.

¹⁴ Anguiano Roch, Eugenio. "MEXICO Y LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA". FORO INTERNACIONAL. México: Abril-Junio del 2000. P. 213.

¹⁵ Bendesky B., León y Godínez Z. Víctor Manuel. "LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN CHILE, COREA Y ESPAÑA": *Experiencias útiles para México*. México: IMEF, 1991. P. 7.

productivos sino a cargo del capital financiero que aprovecha principalmente los diferenciales de tasas de interés y tipos de cambio en los mercados financieros para generar rendimientos.

"A diferencia de la creciente integración entre las economías que había prevalecido hasta la década de los setenta, cuando comandaba dicho proceso el capital productivo, en los últimos años, es el capital financiero internacional el que encabeza la llamada globalización.

La dinámica de acumulación a escala mundial ha pasado a ser comandada por el capital financiero. De ahí el auge mostrado en los mercados de capitales, de dinero y de divisas. De tal forma, la reproducción ampliada del capital se hace hoy a partir de su forma más abstracta en cuanto a capital financiero".¹⁶

1.4. PRINCIPALES CAUSAS MUNDIALES QUE DIERON ORIGEN A LA GLOBALIZACIÓN.

1.4.1. DESARROLLO DEL COMERCIO INTERNACIONAL.

Algunos autores coinciden en que la globalización surge con el intercambio comercial entre los imperios más antiguos, logrando un alto impulso a finales del siglo XV con el descubrimiento de América, dicho proceso se interrumpió en el periodo de la primera Guerra Mundial hasta el colapso del muro de Berlín (1914-1989) y en las últimas décadas bajo el esquema del modelo neoliberal se ha desarrollado de forma acelerada facilitando a la vez el proceso de globalización.

1.4.2. CAMBIOS ESTRUCTURALES

- ✎ **El fin de los acuerdos de Bretton Woods.** En agosto de 1971 el entonces presidente de los Estados Unidos de Norteamérica Richard Nixon declaró la inconvertibilidad dólar/oro adoptando una paridad de tipo de cambio flotante determinado por las fuerzas del mercado dando inicio a una etapa de alta volatilidad.
- ✎ **La Crisis Petrolera.** A finales de 1973, los precios del crudo presentaron un brusco incremento (de 3 dólares a 11.65 dólares por barril)¹⁷ reflejado en las Balanzas de Pagos de países importadores y exportadores. El incremento de los precios del petróleo golpeó a los costos de producción generando un proceso inflacionario a nivel mundial.
- ✎ **Desregulación de mercados financieros.** En la década de los setenta, comienzan a ser expansivas las políticas de liberalización y eliminación de barreras restrictivas en busca de mejores oportunidades y libre movilidad de los flujos de capital.
- ✎ **El triunfo del capitalismo.** El colapso del muro de Berlín en noviembre de 1989 significó la derrota del socialismo, principal corriente contraria a las ideas de la economía de mercado y democracia. "Con el derrumbe del bloque socialista

¹⁶ Huerta G., Arturo. LA GLOBALIZACIÓN CAUSA DE LA CRISIS, Op. Cit. P. 7-8.

¹⁷ Anguiano Roch, Eugenio. Op.cit., P. 221.

los sectores conservadores revivieron las tesis de la escuela austriaca relativas a una supuesta imposibilidad de efectuar el cálculo económico en dichos países con lo cual el neoliberalismo ganó nuevos márgenes de aceptación y credibilidad en el mundo".¹⁸

1.4.3. INNOVACIONES TECNOLÓGICAS

Con el uso de la fibra óptica, los satélites y la creación del Internet, se desarrolla la tecnología de la información favoreciendo con ello la difusión y uso de información a nivel mundial en tiempo real y a bajo costo. Ofreciendo nuevos mecanismos a los mercados financieros para realizar operaciones las 24 horas del día.

Se entiende por tecnología de la información como la combinación de innovaciones radicales basadas en la computación, la informática, la microelectrónica y las telecomunicaciones. Con los avances de la tecnología de la información se desarrollan los bancos de información y se modifican las actividades productivas ya que aumenta la capacidad de mejorar la calidad de productos, procesos y servicios, por lo tanto influye no sólo en la estructura de la economía sino también en la gestión de las empresas.

1.5. NEOLIBERALISMO Y GLOBALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO.

El modelo neoliberal se adopta en México a partir de 1982 bajo la administración de Miguel De la Madrid Hurtado con el objetivo de corregir los desequilibrios financiero, externo y gubernamental.

Con la aplicación de las políticas neoliberales se pretendía eliminar los problemas heredados por el anterior patrón de acumulación que se sustentaba en la participación del Estado en la economía, el crecimiento hacia el mercado interno así como las políticas proteccionistas y de control de los sectores industrial y financiero. Con este modelo se busca orientar la economía hacia el mercado internacional como salida a la recesión y estancamiento del la actividad productiva en nuestro país generada por la crisis de deuda externa y del petróleo.

1.5.1. APERTURA COMERCIAL

Con el ingreso de México al GATT en 1986 actualmente Organización Mundial de Comercio, se dio inicio al proceso de apertura comercial que se aceleró con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte entre México (TLCAN), Estados Unidos y Canadá permitiendo la diversificación de exportaciones.

"Las negociaciones concluyeron formalmente el 11 de agosto de 1992 con la elaboración del documento final, este fue suscrito el 17 de diciembre de 1992, entrando en operación el primero de enero de 1994, teniendo como objetivos generales:

- ✎ La eliminación de las barreras al comercio.*
- ✎ Fomento a la inversión.*
- ✎ La promoción de la competencia.*
- ✎ La protección de la propiedad intelectual.*

¹⁸ Rivera Rios, Miguel Ángel. Op.cit., P. 110.

- ✎ *Aprovechar las potencialidades que brinda la complementariedad económica entre los países miembros para lograr una mayor competitividad internacional, sobre todo ante la Unión Europea y Japón”.*¹⁹

1.5.2. LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

A partir de la década de los 80's la política económica de México fue encaminada hacia la liberalización que desencadenó una serie de reformas acordes a la tendencia mundial entre las que destacan:

- ✎ **Desregulación y Apertura Financieras.** Se modificaron y decretaron leyes que permitieron la entrada de capital extranjero en instituciones financieras mexicanas. Entre 1989 y 1990 se aprobaron reformas a la Ley de Instituciones de Crédito y se decretó la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras con la intención de promover la formación de grupos financieros y permitir la inversión extranjera en bancos comerciales, compañías de seguros, afianzadoras, almacenes de depósito y arrendadoras. Para septiembre de 1997 más de 30 instituciones financieras extranjeras operaban en México.²⁰ Con la intención de regular las operaciones de las instituciones encargadas de la negociación de valores surgió la figura de especialista bursátil que funge como intermediario entre otros agentes financieros y el público inversionista. La desregulación del mercado financiero y de capitales internacionales permitió la colocación de títulos, bonos, y acciones de empresas públicas y privadas en el mercado internacional de capitales, que significó un incremento de la entrada de recursos al país.
- ✎ **Privatización Bancaria.** En septiembre de 1990 se emitió el decreto presidencial que establecía el procedimiento de venta de los 18 bancos comerciales establecidos en el país.
- ✎ **Redefinición de entidades regulatorias.** Se otorgó plena autonomía al Banco de México cuya función principal es procurar la estabilidad de precios y regular la actividad cambiaria mediante la política monetaria.
- ✎ **Modernización del Sistema Financiero Mexicano.** Incluye la internacionalización del mercado de valores, la creación de nuevas figuras bursátiles así como la creación del nuevo sistema de pensiones (SAR) operado por las administradoras de fondos para el retiro.

1.5.3. INTERNACIONALIZACIÓN Y MODERNIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

La apertura a la inversión extranjera y del mercado de capitales ha permitido el flujo de éstos a la Bolsa Mexicana de Valores, generando mayor interrelación entre el mercado de capitales interno y los centros financieros internacionales.

¹⁹ CEBALLOS, Piedra Adalberto. La Economía Mexicana en el Contexto de la Globalización. México; Universidad Veracruzana, 1997. Citado por ZORRILLA Salgado, Juan Pablo. La administración de riesgos financieros en las PyME's de exportación. Estudio de Caso Zona Conurbada Veracruz-Boca del Río. Tomado del sitio www.ilustrados.com

²⁰ Heyman, Thimoty. Op. cit. P. 21.

Como parte de la internacionalización del mercado mexicano de valores surgen nuevos instrumentos de inversión entre ellos los ADR's (American Depositary Receipts) de acciones mexicanas, ajustabonos, bonos Brady, futuros del índice accionario y del peso, udibonos y warrants. *"A finales de 1997, 31% del valor del mercado accionario mexicano estaba en manos de inversionistas extranjeros. El valor de operación o en circulación de acciones, instrumentos de deuda y derivados mexicanos fuera de México y denominados en dólares era igual o mayor que el valor operado o en circulación de los mismos instrumentos en México y denominados en pesos".*²¹

En enero de 1999 quedan incorporadas al sistema BMV-SENTRA Capitales todas las emisoras y series accionarias que operaban en el piso de remates, transformando la tradicional forma de negociación de valores de viva voz a un sistema electrónico.

1.5.3.1. CREACIÓN DEL MERCADO MEXICANO DE DERIVADOS.

La creación del Mercado Mexicano de Derivados (MEXDER)²² significó un avance importante en el proceso de apertura e internacionalización del sistema financiero mexicano. En la tabla 1.1 se enlistan sucesos trascendentes en el proceso de formación del MEXDER.

Tabla 1.1. ANTECEDENTES Y DESARROLLO DEL MEXDER

1978	Comienza la cotización de contratos a futuro de cambio peso/dólar.
1983	La BMV lista futuros sobre acciones individuales y petrobonos.
1992	La BMV comienza a operar títulos opcionales (warrants) sobre acciones individuales, canastas e índices accionarios. Inicia negociación de opciones sobre ADR's de Telmex en The Chicago Board Options Exchange (CBOE).
1996	Publicación de las "Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un Mercado de Futuros y Opciones cotizados en Bolsa" en el Diario Oficial de la Federación del 31 de diciembre.
1998	El 24 de agosto se constituye el Mercado Mexicano de Derivados (MEXDER) y su cámara de compensación el 11 de diciembre. El MEXDER inicia operaciones el 15 de diciembre con cuatro socios liquidadores (Banamex, Bancomer, BBV, Inverlat)
2000	El MEXDER inicia su operación electrónica con el sistema SENTRA DERIVADOS el 08 de mayo.

FUENTE: Heyman, Thimoty y ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE DERIVADOS. DE LA A A LA Z.

²¹Heyman, Thimoty. Op. cit. Pág. 3.

²² Se denomina derivados a una familia o conjunto de instrumentos financieros, cuya principal característica es que están vinculados a un valor subyacente o de referencia. (Se entiende por activo o valor subyacente a un bien o índice de referencia, objeto de un Contrato de Futuro o de un Contrato de Opción, los más utilizados son: acciones individuales, canastas de acciones, índices accionarios, tasas de interés y divisas). Entre los principales instrumentos derivados financieros se encuentran futuros, opciones, opciones sobre futuros, warrants y swaps. ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE DERIVADOS. DE LA A A LA Z. México: MEXDER /ASIGNA. P. 3

El Mercado Mexicano de Derivados es la bolsa de futuros listados que tiene por objeto:

- ✎ Proveer las instalaciones y fijar los procedimientos para la negociación de contratos de futuros para diversos valores subyacentes incluyendo divisas, acciones y tasas de interés.
- ✎ Vigilar la transparencia, corrección e integridad de los procesos de las transacciones así como la estricta aplicación de la normatividad.
- ✎ Garantizar que las operaciones se efectúen en un marco de confidencialidad.
- ✎ Definir las clases de contratos que se van a operar en el mercado.

"Es una institución autorregulada que funciona bajo la supervisión de las Autoridades Financieras: Banco de México, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Secretaría de Hacienda y Crédito Público".²³

1.6. EL IMPACTO DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

Con la globalización financiera los mercados de capital en todo el mundo registraron cambios importantes en su forma de operar, mismos que se reflejan en el comportamiento de las variables financieras y a su vez en el entorno empresarial.

1.6.1. EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La globalización provocó un giro de 180 grados a la forma en que operaba la negociación de valores, la diversificación de fuentes y destinos de flujos de capital, la innovación financiera, y una mayor interdependencia entre los mercados financieros fueron el resultado de la globalización financiera.

1.6.1.1. DIVERSIFICACIÓN DE FUENTES Y DESTINOS DE FLUJOS DE CAPITAL

- ✎ **Desregulación financiera.** Se promueve la competencia entre intermediarios financieros permitiendo su instalación y operación en diferentes mercados locales. La aplicación de políticas de liberalización eliminan la regulación y proteccionismo a los mercados financieros facilitando el movimiento de capitales, se liberan los de tipos de cambio y tasas de interés.
- ✎ **Automatización de Mercados de Valores.** La facilidad que otorga la tecnología de hacer transferencias electrónicas entre países y continentes las 24 horas del día contribuye a la diversificación de fuentes y destinos de los flujos de capital. Los intermediarios financieros ofrecen servicios globales. El movimiento de capitales a través de las fronteras ha crecido a la velocidad del desarrollo de los satélites que los transportan, miles de millones de dólares son registrados mediante el lenguaje electrónico como operaciones de compra y venta de activos financieros.

²³ UN NUEVO MERCADO PARA ADMINISTRAR RIESGOS FINANCIEROS. MEXDER. México. Pág. 4.

- ✎ **Mercados emergentes.** Los flujos de capital en la búsqueda de nuevos destinos de inversión, encontraron en las economías en desarrollo nuevas opciones, así en 1986 surgió una nueva categoría de inversión con la colocación del fondo "Emerging Markets Growth Fund Inc." patrocinado por la Corporación Financiera Internacional (IFC) y Capital Group con el objeto de buscar crecimiento a largo plazo a través de la Inversión en valores de países en vías de desarrollo. Thimoty Heyman define a los mercados emergentes como "el mercado de capitales de un país en vías de desarrollo en cual se pueden realizar inversiones financieras".²⁴ A finales los años noventa la llamada nueva categoría de inversión sumaba ya 27 países de los tres continentes.

1.6.1.2. INNOVACIÓN FINANCIERA

La incertidumbre en los rendimientos esperados que propicia el ambiente volátil en las tasas de interés así como en los tipos de cambio, han impulsado la creación de nuevos instrumentos con la intención de ofrecer mayor liquidez y cobertura ante los riesgos. Estos nuevos valores integran una gama de productos llamados derivados y sus diferentes modalidades que se han venido desarrollando desde la década de los 80's.

1.6.1.3. MAYOR INTERDEPENDENCIA DE MERCADOS FINANCIEROS

La eliminación de barreras a los flujos de capital marca la pauta hacia un mercado financiero internacional en el que existe mayor volatilidad y riesgo debido a que una fluctuación importante en cualquiera de los mercados se transmite inmediatamente a los demás. Algunos ejemplos se citan a continuación:

- ✎ Devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994, (efecto tequila).
- ✎ Crisis asiática 1997, (efecto dragón).
- ✎ Crisis rusa, se desploma el rublo y la declaración de moratoria sobre su deuda pública arrastro a los mercados internacionales 1998, (efecto vodka).
- ✎ Devaluación del real brasileño en 1999, (efecto samba).
- ✎ Explosión de la burbuja del mercado tecnológico representado por el índice Nasdaq (2000).
- ✎ La desaceleración de la economía estadounidense, el ataque terrorista y las guerras de medio oriente incrementan el precio internacional del petróleo (2001-2003).
- ✎ Crisis de la economía argentina 2002, (efecto tango).

Un dato importante que mencionar que muestra la mayor interdependencia entre los mercados financieros es que *"el grado de correlación internacional de los índices de precios y cotizaciones de los diferentes países se ha incrementado sustancialmente después de octubre de 1987. A las modificaciones del índice estadounidense, el de Japón reaccionó estrechamente con 0.25% de desviación, Alemania 0.35% y Gran Bretaña con 0.25%".*²⁵

²⁴Heyman, Thimoty. Op. cit. P. 10.

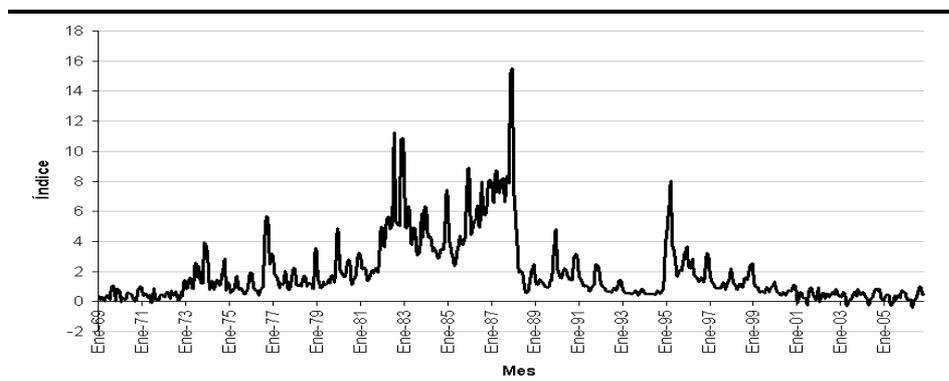
²⁵"EL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO". Op. Cit. P. 14.

1.6.2. EN EL COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS

La globalización financiera ha generado importantes cambios en el comportamiento de las variables económicas, principalmente de carácter financiero, debido a que estas muestran alta vulnerabilidad al libre movimiento de los flujos de capital. Los capitales se desplazan constantemente de un mercado a otro en búsqueda de mayores rendimientos y seguridad, por lo tanto los países con mayores niveles de inflación y menor certidumbre se ven obligados a ofrecer tasas de interés atractivas para atraer inversiones que en su mayoría corresponde a la llamada inversión de portafolio.

El comportamiento de la inversión, consumo, ahorro, empleo, inflación, tipo de cambio, tasas de interés, valor de las acciones y en consecuencia de la economía es afectada por la dinámica de los flujos de capital. En las siguientes gráficas se muestra el comportamiento de algunas variables macroeconómicas de nuestro país en los últimos cuarenta años, en las que se perciben los cambios generados por la globalización.

Gráfico 1.1. INFLACIÓN MENSUAL DE MÉXICO 1969-2006



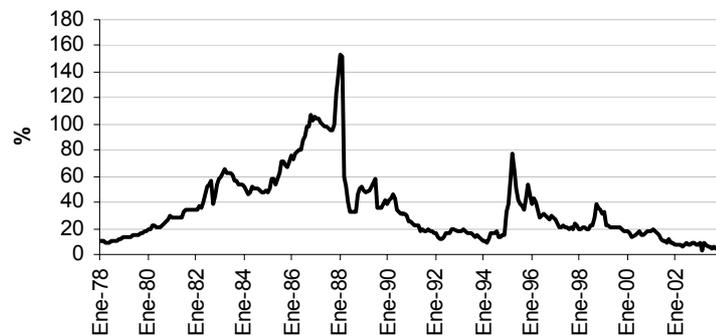
Fuente: BANXICO

El gráfico 1.1 muestra el comportamiento mensual del índice nacional de precios al consumidor durante el periodo 1969 a 2006. Se aprecia un periodo de estabilidad con niveles menores de 1% hasta finales de 1972, en aquel tiempo los productos que se importaban eran pocos, por lo que el tipo de cambio no influía significativamente en los niveles de inflación, por otro lado, la operación de valores era local y las tasas de interés mantenían baja volatilidad, mientras tanto en Estados Unidos e Inglaterra el neoliberalismo comenzaba a tomar forma. A partir de 1973 y hasta 1981 prevaleció un periodo de altibajos cuyo máximo se registró en septiembre de 1976, el país padecía los efectos de la crisis petrolera que provocó un proceso inflacionario a nivel mundial y apenas un mes antes, el 31 de agosto se había eliminado del tipo de cambio fijo. En el periodo 1982-1988, se registraron los mayores niveles de inflación, cuyo máximo nivel se registró en enero de 1988 a 15.46%, durante dicho periodo comenzaron a implementarse políticas de corte neoliberal en México adhiriéndolo así al proceso de globalización, se abrieron las fronteras al comercio y comenzaron gestarse las políticas de liberalización financiera que abría de iniciar unos años más tarde.

En 1988 con el PSE (Pacto de Solidaridad Económica), el gobierno logró frenar el alza de los precios al consumidor y la inflación bajo 96% de enero a septiembre de ese año,

al año siguiente con el PECE (Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico), la inflación continuo bajando en respuesta a la lucha del gobierno por bajar los niveles inflacionarios para atraer capital externo, desde febrero de 1993 y hasta finales de 1994 la inflación se mostró estable, con niveles de menores a un punto, el mínimo se registro en octubre de 1993 a 0.40%. Sin embargo después del anuncio de que el peso regresaría a un sistema de libre flotación en diciembre de 1994, el alza de los precios no tardó en llegar y así, en marzo la inflación se ubicó en 5.89%, en los siguientes meses bajo la ejecución de políticas monetarias restrictivas, la inflación comenzó a descender, no obstante resintió los efectos de un periodo de inestabilidad en el entorno financiero mundial. El periodo 2000-2006 se ha caracterizado por niveles mensuales relativamente bajos, menores a 1 punto porcentual.

Gráfico 1.2. CETES A 91 días 1978-2003



Fuente: ANUARIO ESTADISTICO (ORTIZ DIETZ EDGAR).

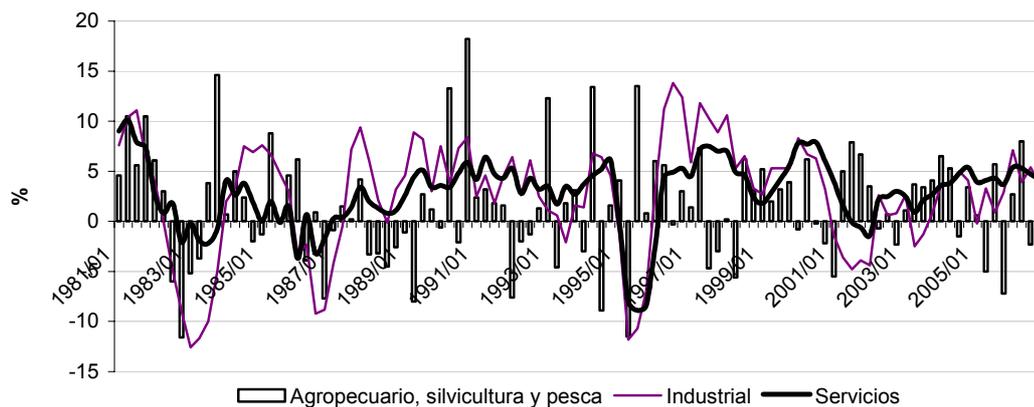
Las tasas de interés de México representadas por los Certificados de la Tesorería (CETES) reflejan la inserción en el proceso de globalización financiera, ya que se observa que su comportamiento responde a los movimientos de las tasas de interés internacionales.

En el gráfico 1.2 se observan tres periodos con tendencia al alza del nivel de rendimiento, el primero abarca de 1982 a 1984 en el cual alcanzó un nivel máximo de 65.76%, en dicho periodo se registraron elevados tipos de interés en el ámbito internacional que alcanzaron niveles de volatilidad cercanos al 30%, aunado a lo anterior los precios del petróleo cayeron y en México se registró una crisis debido al grado de endeudamiento que mantenía el gobierno. El segundo periodo que va de 1987 a 1988 en el cual los tipos de interés incrementaron drásticamente registrando un máximo de 153.91% en enero de 1988 corresponde a un periodo de incremento en los precios del petróleo y también en el nivel de las tasas de interés internacionales así como de elevada volatilidad en el tipo de cambio.

Un último periodo abarca de finales de 1994 hasta finales de 1995 cuyo nivel máximo de los CETES se registro en marzo de 1995 a 77.99%, durante el periodo en mención la economía mexicana padecía los efectos de la devaluación del peso anunciada en diciembre de 1994 aunado a que los tipos de interés de Estados Unidos venían

ajustándose al alza y el mercado accionario mexicano pese a que registraba tensión derivada del contexto político y social que prevalecía desde los primeros meses de 1993, se vendió la imagen de un México sano y los precios de las acciones parecían atractivas a los intereses de la inversión extranjera. Finalmente, se observa en el gráfico que los niveles más bajos de rendimiento en los CETES se registraron entre 2002 y 2003.

Gráfico 1.3. PRODUCTO INTERNO BRUTO POR SECTOR 1981-2006 (Var. % anual)



Fuente: INEGI.

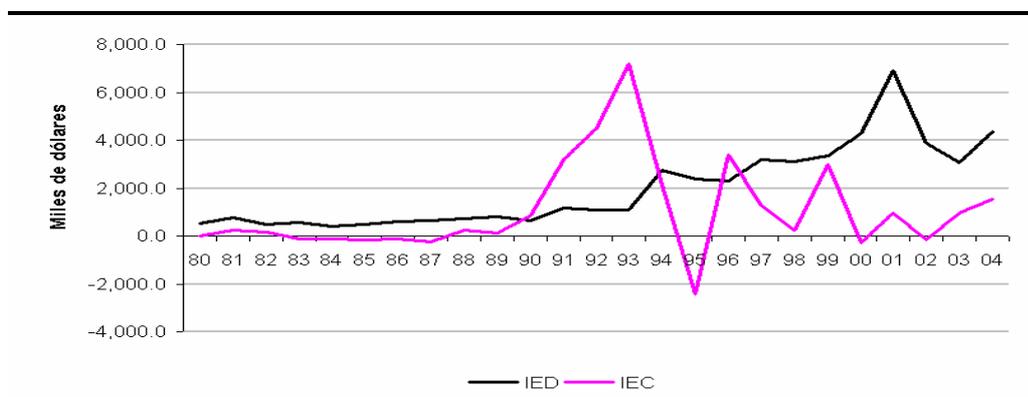
Pero no solo el comportamiento de las variables financieras reflejan los efectos de la globalización, la actividad económica sin duda ha cambiado con la globalización y aunque la variable que la mide no se caracteriza por ser volátil, si refleja los efectos de la globalización. Como menciono en párrafos anteriores, con la globalización se implementaron medidas como la privatización, apertura y desregulación, nuestro país abandonó el modelo de sustitución de importaciones eliminando apoyos, subsidios y precios de garantía para los productores del sector primario. El sector industrial, ha sido fuertemente golpeado con las crisis recurrentes y la apertura comercial que lo han llevado a la descapitalización y pérdida de competitividad. Por su parte el sector servicios es el más socorrido en el proceso de globalización, principalmente el sector financiero así como los servicios de telecomunicaciones.

El gráfico 1.3 muestra un crecimiento no constante, se aprecia un mayor crecimiento del sector servicios a partir de principios de la década de los noventa y mucho más marcada a partir del segundo trimestre del 2000, en tanto el crecimiento del sector industrial solo le supero entre 1997 y 1998, por su parte el sector agropecuario, silvicultura y pesca ha registrado importantes bajas en mayor número de trimestres que el resto de los sectores, incluso cuando estos registran un crecimiento positivo. En periodos de crisis se aprecia una caída mayor en el sector industrial.

Los periodos mas largos de crecimiento para los sectores industrial y servicios son de principios de 1988 y hasta los primeros meses de 1992 y de principios de 1996 a principios del 2000 en dónde se aprecian los niveles máximos para el sector industrial

en el segundo trimestre de 1989 con 8.9% y el tercer trimestre de 1996 con 13.8%, mientras que en el sector servicios fueron el segundo trimestre de 1991 a 6.4% y el tercer trimestre del 2000 con 7.9% todos respecto al trimestre del año anterior. Tras la crisis que siguió a la devaluación de diciembre de 1994, el sector industrial fue el más afectado (cayó 11.8%), seguido por el agropecuario (bajó 11.5%), mientras que el sector servicios retrocedió 8%. En los últimos cinco años el máximo crecimiento alcanzado por el sector servicios fue en el cuarto trimestre del 2004 y el primero de 2006 con 5.4%, el mayor dinamismo registrado por el sector industrial fue en el primer trimestre de 2006 con 7.1%, mientras que para el sector agropecuario fue hasta el cuarto trimestre del 2004 con 9.8%.

Gráfico 1.4. INVERSIÓN EXTRANJERA EN MÉXICO 1980-2004



Fuente: BANXICO.

El comportamiento de la Inversión extranjera también responde a la inserción de nuestro país en el proceso de globalización, se observa en el gráfico 1.4 que en la década de los ochenta cuando se abandonaba el modelo de sustitución de importaciones y se gestaban las desregulaciones necesarias para abrir las fronteras de México a la globalización, la inversión extranjera directa (IED) superaba a la inversión extranjera de cartera (IEC), la primera se mantuvo en niveles de entre 500 y 700 mil mdd. Después de la crisis de la deuda, en 1990 la inversión de cartera dio un salto importante comenzando una tendencia al alza que dio origen a una marcada brecha entre la inversión directa y la de cartera, además provocó un auge bursátil que no se sustentó en acciones productivas que se tradujo en una elevada vulnerabilidad de nuestra economía al capital externo.

El nivel máximo que alcanzó la inversión de cartera, conocida también como de portafolio y/o especulativa, fue de 7, 204 836 miles de dólares en promedio durante el 2003. Sin embargo después de la devaluación del peso en diciembre de 1994, miles de dólares de inversión de portafolio salieron del país contagiados por la desconfianza y el pánico provocando una caída del 70% respecto al año anterior a 2,136 802 miles de dólares en 1994, situación que provocó volatilidad en las tasas de interés, tipo de cambio y contribuyó a la crisis financiera subsiguiente cuyos efectos inmediatos se prolongaron hacia el 2005, en ese año la IEC registro su nivel más bajo de los últimos 25 años a -2,428 670 miles de dólares, mientras que la IED cayó 13.18% al ubicarse en

2, 381 575 miles de dólares. En 1996 la IEC se recuperó motivada por factores externos y nuevamente superó a la IED, sin embargo a partir de 1997 la inversión directa y/o productiva superó a la de cartera, en promedio durante 2001 fue de 7, 892 303 miles de dólares, el nivel mas alto en el periodo de análisis, además destaca que para los años 2003 y 2004 representó poco más del 70 por ciento de la inversión total.

1.6.3. EN EL ENTORNO EMPRESARIAL

La globalización ha generado un cambio radical en las formas de producción y de intercambio, la aparición de nuevos problemas financieros no controlados así como la eliminación de controles nacionales.

Alejandra Cabello nos dice que "el impacto de la globalización en lo microeconómico es hacia la adopción de estrategias comerciales, o mercadotecnias, administrativas y de financiamiento globales. Esto es, el proceso de producción se globaliza bajo un nuevo esquema de "fabrica mundial". Así mismo la penetración a los mercados sigue estrategias globales, y el financiamiento empresarial se adquiere indistintamente en los mercados financieros internacionales y los recursos de la empresa se administran dirigiéndolos conforme a planes globales de optimización de los rendimientos y minimización de los riesgos".²⁶

Bajo el esquema global la empresa, independientemente de su tamaño y sector al cual pertenece, debe tomar en cuenta dos áreas básicas que afectan a sus resultados:

a) Su ambiente interno. Incluye la organización y administración de sus recursos para el desempeño de su actividad esto implica fuerzas y debilidades que deben considerarse para un proceso de planeación a largo plazo. Todas las variables internas que forman parte de su actividad son manejables y pueden adaptarse a las condiciones que requiere la empresa para cumplir con las exigencias del mercado.

b) El contexto externo. Es el que integran variables ajenas a su actividad pero que condicionan su actuación y no son controladas por las empresas. Entre las más importantes se encuentran los niveles de inflación, la tasa de interés, el tipo de cambio, inversión, producción, así como el ambiente político y social.

El comportamiento de dichas variables económicas y financieras es relevante a nivel empresarial para el desarrollo de planes, diseño de estrategias y toma de decisiones. Cabe mencionar que es tan importante la influencia que ejerce el comportamiento de las variables mencionadas que en los últimos años se han desarrollado agencias especializadas en la provisión de información indicadores nacionales e internacionales en tiempo real así como bases históricas.

Juan M. Pérez Porrúa, y, Michel Kuhn, mencionan que en la actualidad *"la rentabilidad de las empresas está directa o indirectamente relacionada con los precios de los activos financieros; e incluso la supervivencia misma de las compañías depende de los movimientos en los mercados financieros. Por esta razón, se ha vuelto cada vez más*

²⁶ Cabello, Alejandra. Op. Cit. P. 103.

*importante poder anticipar los posibles movimientos en tasas de intereses, el tipo de cambio y las cotizaciones de las acciones en la bolsa, entre otras variables*²⁷.

La globalización exige mayor competitividad dentro de un mercado cada vez más agresivo, y aunque en los últimos quince años se le apuesta a la generación de empleo en la pequeña y mediana empresa, estas tienen retos importantes que superar para permanecer dentro del mercado. Por un lado los grandes corporativos amplían su presencia en los mercados a través de sus fusiones, adquisiciones y/o estrategias de operación, por otro lado la tecnología de punta juega un papel importante dentro de la actual organización económica lo cual resulta altamente costoso para las empresas de menor tamaño.

Las pequeñas y medianas empresas atraviesan por un proceso de cambio trascendental como resultado de la globalización económica y financiera. La expansión y desarrollo del libre mercado, la eliminación de políticas proteccionistas, la implementación de tratados de libre comercio, la liberalización de mercados financieros y la banca, así como la privatización de empresas gubernamentales obligan a que las PyME's tengan que adaptarse a todos estos cambios de manera rápida y efectiva para sobrevivir.

Los cambios en la tecnología y la informática también han obligado a estas empresas a modificar sus procesos productivos. Sin embargo aunque los retos son grandes, también se abren nuevas oportunidades principalmente en los mercados que tienen menores restricciones al capital extranjero y sólo es cuestión de planear estratégicamente para llegar a ellos.

²⁷ Pérez Porrúa, Juan M. y Kuhn, Michel. ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS; Un área en la que ya no cabe la improvisación. SOLUCIONES AVANZADAS. México; NAFIN, 15 de Enero de 1997. P. 1- 3. Tomado del sitio: <http://www.fcencias.unam.mx/revista/soluciones/SA41/valmex.html>

CAPITULO 2.

ORIGEN Y DESARROLLO DE LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS

“El riesgo siempre está presente en nuestras vidas.
Por lo tanto no hay que temerle sino conocerlo y
saber manejarlo a nuestro favor”.
Jean Lanzagorta.

2.1. ANTECEDENTES DE LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS.

Los antecedentes más lejanos de la administración de riesgos se ubican en el siglo XVI con los estudios de la teoría de la probabilidad realizados por Girolamo Cardano (1500-1571) en su obra “Liber de Ludo Aleae” (libro de juegos de azar). Y con el descubrimiento de los dados de Galileo.

Para el siglo XVII, Blas Pascal contribuyó de forma importante en el análisis de la probabilidad al introducir elementos de geometría en este tipo de estudios. En los siglos posteriores destacan los estudios de Galton quien introdujo el concepto de regresión a la media.

Sin embargo es en la segunda mitad del siglo XX cuando surgen mayores aportaciones al tema. En 1952, Harry Markowitz premio Nóbel de economía desarrollo la teoría de portafolios, señalando que la diversificación disminuye el riesgo. Mediante los conceptos de covarianza y correlación establece que en la medida en que se tienen activos negativamente correlacionados entre sí, el riesgo de mercado de una cartera disminuye.

El incremento de la volatilidad que caracteriza a los mercados financieros a partir del rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods ha contribuido de forma importante al desarrollo del sector financiero así como para la ingeniería financiera y la administración del riesgo. Debido al efecto de la volatilidad sobre los activos financieros se creó una imperante necesidad de incentivar soluciones de cobertura propiciando el diseño de nuevos productos para proteger a los agentes económicos de los riesgos por la fluctuación de los precios de los activos financieros y por lo tanto de sus rendimientos, pues evidentemente un movimiento adverso del mercado puede encarecer costos, disminuir la ganancia esperada, desistir de proyectos de inversión, e incluso llevar a una empresa al incumplimiento de sus compromisos y la liquidación. Así es como a partir de 1970 en respuesta a dichos cambios radicales en el comportamiento de las variables financieras tipo de cambio, tasas de interés y precios se inició un periodo de mayor desarrollo de productos financieros que aun sigue vigente, particularmente destaca el desarrollo de productos derivados; futuros, opciones y swaps.

En 1973 Fisher Black y Myron Scholes contribuyeron de forma importante al desarrollo de productos financieros al proponer la fórmula para evaluar el precio de las opciones financieras y casi veinte años más tarde, en 1994, el Banco estadounidense JP Morgan realizó una trascendente aportación al desarrollo de la administración de riesgos

mediante su propuesta del modelo estadístico denominado Valor en Riesgo,²⁸ basado en la teoría de la probabilidad, creado para medir los riesgos de mercado en instrumentos financieros o portafolios con varios tipos de instrumentos, mediante su sistema "riskmetrics". Modelo reconocido como paradigma en la materia y el punto de referencia para el desarrollo de un sin número de modelos con diferentes enfoques para el cálculo del riesgo financiero.

2.1.1. CONCEPTO DE RIESGO

Frecuentemente relacionamos al riesgo con el peligro, la palabra riesgo proviene del latín "risicare" que significa atreverse o transitar por un sendero peligroso, el riesgo no es un fenómeno nuevo en realidad es un aspecto relacionado con la psicología del ser humano.

Un antiguo concepto del siglo XVI se refería al riesgo como una contingencia que podría presentarse. De acuerdo al significado que otorga la lengua española, el riesgo significa peligro o contratiempo. En la actualidad observamos que el significado del riesgo puede adquirir diferentes sentidos de acuerdo al área de estudio, no obstante siempre se relaciona con la incertidumbre. Así, en el ámbito financiero el riesgo se entiende como; "la volatilidad de los flujos financieros no esperados, generalmente derivada del valor de los activos o los pasivos".²⁹

En materia de inversiones se define como la variabilidad que puede existir en los rendimientos esperados de nuestra inversión.³⁰

"El riesgo se refiere a la incertidumbre que existe en torno a los resultados que se esperan sobre algo", refiere Juan Gallardo³¹ como respuesta de un economista entrevistado respecto a este tema.

Una definición que considero amplia es la que ofrecen Diez de Castro y Mascareñas;³² "riesgo es cualquier variación en un resultado esperado" esta incluye cualquier alteración positiva o negativa.

Estas últimas definiciones, desde mi punto de vista son las más acertadas para efectos del tema de estudio, pues el riesgo no sólo debe referirse a posibles pérdidas, ya que también la presencia de rendimientos extraordinariamente positivos sugiere la probabilidad de enfrentar rendimientos distintos a los esperados en el futuro, incluso en

²⁸ El valor en riesgo es un modelo estadístico basado en la teoría de la probabilidad, que resume la máxima pérdida esperada en un periodo de tiempo objetivo con un intervalo de confianza dado.

²⁹ Jorion, Philippe. **VALOR EN RIESGO EL NUEVO PARADIGMA PARA EL CONTROL DE RIESGOS CON DERIVADOS**. México: LIMUSA, 1999. P. 23. La volatilidad de los flujos financieros se refiere a la velocidad de cambio tanto negativa como positiva que se observa a través del tiempo en dichos flujos financieros.

³⁰ Lanzagorta, Joan. **SIN RIESGO NO HAY GANANCIA**. Inversionista, publicación mensual. México; PREMIERE, Abril 2005. P. 10.

³¹ Gallardo Cervantes, Juan. **EVALUACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA. Proyectos y portafolios de inversión bajo condiciones de riesgo**. México; UNAM, 2002. P.57.

³² Diez de Castro, Luis y Mascareñas, Juan. **INGENIERIA FINANCIERA**. México; MC GRAW HILL, 1998. P. 23.

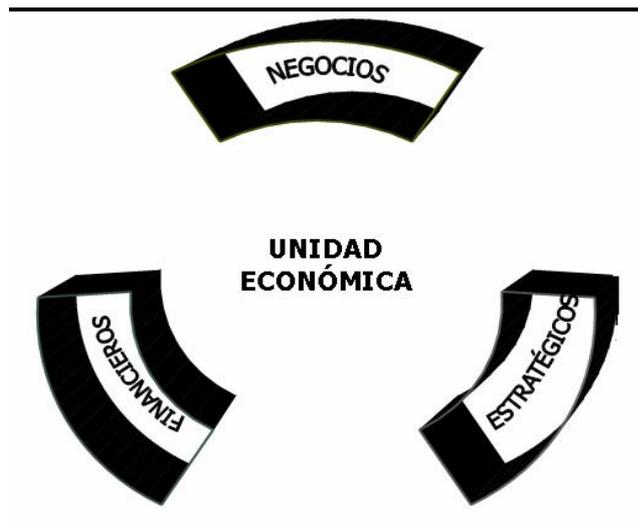
este caso, el riesgo puede ser mayor al no ser considerado como una señal de alerta la presencia de este tipo de rendimientos y omitir el análisis de las causas de tal desempeño extraordinario.

En general para efectos del tema de estudio, definimos al riesgo como la incertidumbre sobre los resultados o beneficios esperados en el futuro que puede ser en el corto, mediano o largo plazo.

2.1.2. TIPOS DE RIESGO

Existen diversos tipos de riesgo a los que está expuesta cualquier empresa, algunos derivan de su propia actividad conocidos como inherentes y otros se generan por factores externos llamados ambientales. Las clasificaciones de los tipos de riesgo son tan extensas como las posibles fuentes que los generan, así mismo es importante señalar que cada mercado, sector e industria puede identificar sus riesgos bajo sus propias características y terminología. Generalmente existen tres tipos de riesgos que están presentes en cualquier unidad económica, estos se presentan en la figura 2.1.

Figura 2.1. PRINCIPALES RIESGOS DE LA EMPRESA



La descripción la clasificación de los riesgos señalados en la figura 2.1 es la siguiente:

☞ **Riesgos de negocios.**

Se deben a caídas en el volumen del negocio o de sus márgenes de utilidad. Se relacionan con el mercado en el que opera la empresa y en éstos influyen las innovaciones tecnológicas, diseño del producto y mercadotecnia.

☞ **Riesgos estratégicos.**

Resultan de cambios fundamentales en la economía o en el entorno político, es decir su naturaleza es externa a la empresa y no son controlables por ella.

☞ **Riesgos financieros.**

Están relacionados con posibles pérdidas en los mercados financieros derivadas de movimientos en el comportamiento de las variables económico-financieras, como tasas de interés, tipo de cambio e inflación. Según Galitz,³³ "el riesgo financiero es el impacto sobre el rendimiento financiero de cualquier entidad expuesta al riesgo".

Este tipo de riesgos surgen principalmente en el entorno ambiental de la empresa. De acuerdo a la definición de Juan Gallardo,³⁴ "el riesgo financiero es la incertidumbre de los rendimientos futuros para los socios de una empresa, misma que deriva de la estructura financiera adoptada por dicha firma, es decir deriva de la manera como se haya decidido el financiamiento de los activos de la empresa: recursos propios, deuda o una mezcla de ambos". Los riesgos financieros se detallan en el siguiente punto.

2.1.3. LOS RIESGOS FINANCIEROS.

Los riesgos financieros se asocian con pérdidas en los mercados financieros, sin embargo, no es indispensable operar en los mercados financieros para tener exposición a este tipo de riesgos, de igual forma no son exclusivos de empresas que pertenecen al sector financiero. En general cualquier empresa está expuesta directa o indirectamente a riesgos financieros sobre todo si tomamos en cuenta que somos parte de una economía global en donde el constante movimiento de los flujos de capital genera volatilidad en tasas de interés, tipo de cambio y precios (de acciones y mercancías).

Por su propia actividad, las Instituciones Financieras tienen una elevada exposición a los riesgos financieros que varían de acuerdo a los diferentes mercados en donde participan; la esencia de la actividad de estas entidades es la toma de riesgos, es decir, el riesgo es un elemento inevitable en la operación de las mismas.

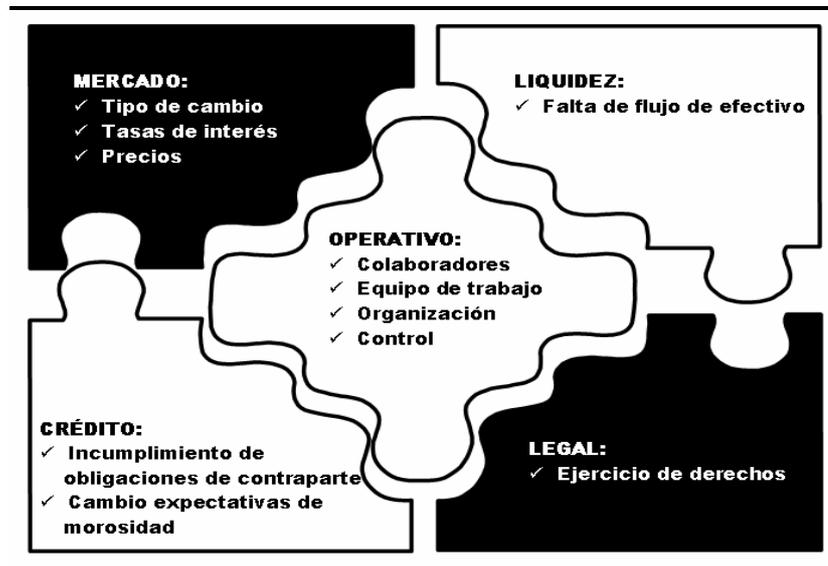
En el caso de las instituciones del sector real y empresas no financieras su exposición a este tipo de riesgos es menor sobre todo si no participan de forma activa en los mercados financieros. Sin embargo, aunque la esencia de su actividad no implica la toma de riesgos, su operación, administración, las decisiones de inversión de sus activos y la toma de decisiones en general, en la búsqueda de maximizar sus utilidades, asume ciertos niveles de riesgo que se relacionan con la productividad y generación de utilidades de la empresa, incluso puede existir una relación directa entre el grado de riesgo asumido por una institución y el potencial para generar utilidades.

Existen diversos riesgos financieros, la clasificación puede variar un poco de acuerdo al mercado de referencia y su significado más que cambiar, tiene un enfoque un tanto diferente cuando se estudia a empresas que no pertenecen al sector financiero en cuanto a que éstas en muchas ocasiones no tienen una relación directa u operaciones abiertas dentro de los mercados financieros. La principal clasificación de riesgos financieros se presenta en la figura 2.2.

³³ Galitz, Lawrence. **INGENIERIA FINANCIERA II**. Cómo interpretar y valorar correctamente los nuevos desarrollos financieros. Barcelona; FOLIO, 1994. P. 484.

³⁴ Gallardo Cervantes, Juan. Op. Cit. P. 57.

Figura 2.2. CLASIFICACIÓN DE LOS RIESGOS FINANCIEROS



Una descripción más amplia de los riesgos financieros es la siguiente:

1. Riesgo de mercado.

Surge de las fluctuaciones de los precios de mercado de las llamadas fuentes de riesgo como tasas de interés, tipo de cambio, precios de acciones. Dichas fluctuaciones generan cambios en el valor de portafolios de inversión y/o en las posiciones abiertas, sobre instrumentos derivados, como futuros y opciones, también en forwards, swaps y títulos accionarios, así como en el valor de los activos y pasivos de la empresa. Es decir, el riesgo de mercado es la posibilidad de registrar pérdidas y/o ganancias derivadas de las fluctuaciones en las variables financieras que determinan el valor de la compañía. Existen principalmente tres tipos de riesgos financieros:

- a. **1. Riesgo de Tasas de Interés.** Es el potencial de cambio que existe en el valor presente de los flujos de efectivo futuros que resulta de las variaciones en la estructura de las tasas de interés, la magnitud de este riesgo depende de la sensibilidad que tenga el valor del instrumento ante cambios en las tasas. En términos generales, los instrumentos de largo plazo son más sensibles a cambios en la estructura de tasas de interés que los de corto plazo.
- b. **Riesgo de Tipo de Cambio.** Se refiere a la incertidumbre ante la presencia de movimientos adversos en los tipos de cambio que impactan en los resultados esperados derivados de las posiciones en moneda extranjera que tiene una institución. En nuestro país, este tipo de riesgo es relevante debido a que hay antecedentes de fuertes variaciones en el comportamiento del tipo de cambio.

- c. **Riesgo Accionario.** Deriva del comportamiento del precio de las acciones de la propia empresa así como del precio de las acciones que forman parte de la cartera de inversión de la empresa.

2. Riesgo de crédito.

Generalmente se asocia a pérdidas generadas por incumplimiento de una contraparte en una transacción financiera, no obstante, existen dos tipos de riesgo de crédito:

- a. **Individual.** Es la posibilidad de que una contraparte incumpla con sus obligaciones que incluyen un compromiso de pago, fuera de los mercados financieros, se genera cuando la morosidad es mayor a la esperada.

De forma general se puede definir al riesgo de crédito como la posibilidad de sufrir pérdidas si los clientes y contrapartidas con las que la empresa tiene operaciones contratadas incumplen dichos compromisos por falta de solvencia. Por su propia actividad, los bancos enfrentan éste tipo de riesgo derivado de los préstamos,³⁵ líneas de crédito, garantías, avales, etc. que otorgan a sus clientes físicos y morales. Este tipo de riesgo también aplica para empresas del sector real que otorgan créditos vía productos a sus clientes.

- b. **De portafolio.** Se refiere a la pérdida potencial que podría sufrir un tenedor de una cartera de préstamos en posiciones de instrumentos financieros o derivados como consecuencia de que el valor de dicho portafolio al finalizar el horizonte de inversión, sea inferior a su valor actual (ambos valuados a precios de mercado), es decir, en este caso la contraparte no es determinante sino el comportamiento de las variables financieras.

3. Riesgo de liquidez.

Se refiere a la incapacidad de cumplir obligaciones (cerrar contratos) debido a la falta de flujos de efectivo. La liquidez mide la capacidad de una organización para cubrir sus obligaciones de próximo vencimiento y para financiar el crecimiento futuro. Se entiende también como la imposibilidad de transformar en efectivo un activo debido a que no se puede vender en el mercado, esto sucede comúnmente en situaciones de crisis en las que el mercado se encuentra concurrido por vendedores pero no por compradores. En los bancos por ejemplo, se presenta cuando la institución no cuenta con los recursos monetarios necesarios para cubrir los gastos de operación y o los retiros de sus depositantes.³⁶

Otra forma de entender al riesgo de liquidez es cuando se presentan dificultades para financiar con un costo "normal" a los negocios de la empresa y su crecimiento.

³⁵ El riesgo de crédito juega un papel muy importante en las instituciones bancarias debido a que éste puede representar hasta el 80% del riesgo total.

³⁶ El riesgo de liquidez se manifestó en nuestro país en 1995, cuando como resultado de la devaluación del peso y la recesión económica, los bancos reportaron importantes retiros de sus clientes, sobre todo en moneda extranjera a la vez que la cartera crediticia se volvía prácticamente irrecuperable.

Por su origen, el riesgo de liquidez se divide en dos tipos:

- a. **Riesgo sistemático.** Es el riesgo inherente a las características estructurales de la economía y a él están expuestos todos los participantes en los mercados financieros.
- b. **Riesgo particular.** Depende del tamaño de las posiciones de cada intermediario así como de los mercados en los que participa.

4. Riesgo de operación.

Se relaciona con pérdidas provocadas por el uso de sistemas de administración y/o controles inadecuados, error humano, fraude o también por fallas en el equipo de trabajo. De este derivan los siguientes tipos de riesgo.

- a. **Riesgos con los colaboradores.** Tienen que ver con la presión, la capacidad, así como el rendimiento del personal, formación y capacitación, malentendidos, resistencia al estrés, integración al equipo de trabajo, insatisfacción por las condiciones de trabajo, ética, toma de notas deficiente entre otras.
- b. **Riesgos con el equipo de trabajo.** Implica contar con el equipo, instalaciones y material de trabajo adecuado. Así como la seguridad en el tratamiento de datos e información.
- c. **Riesgos con la organización.** Se relaciona con la organización y administración ineficiente, con atribución de responsabilidades, el flujo de información hacia la dirección, la mala ejecución de instrucciones y en general problemas de comunicación y líneas de mando en la empresa.
- d. **Riesgo de control.** Tiene que ver con auditorias externas e internas, elaboración de informes y ejecución de operaciones en los tiempos establecidos.

5. Riesgo legal.

Este riesgo principalmente se relaciona con el aspecto jurídico de un contrato, tiene que ver también con la autoridad legal o regulatoria que posee la contraparte para realizar una transacción o simplemente cuando existe la incapacidad legal para ejercer los derechos que se consideraban como propios. Por su origen se identifican como:

- a. **Interno.** Cuando la incapacidad legal para ejercer los derechos que se suponían propios, derivan de documentación inadecuada, violación de algún precepto legal, errores en la interpretación de la ley, dando por válidas situaciones no amparadas por la misma.
- b. **Externo.** Surge de cambios en la legislación con posterioridad a la contratación de las operaciones. Cambios en las disposiciones legales que se apliquen cuando la empresa tiene demasiado éxito y arrinconan a sus competidores (leyes antimonopolio).

Otra forma del origen de los riesgos legales deriva de compensaciones económicas a terceros (clientes, proveedores, Estado) como consecuencia por el incumplimiento de la ley así como la posible disminución del volumen de negocio a causa de la pérdida de reputación por enfrentar litigios con terceros lo cual propicia una imagen de falta de rigor legal en la empresa.

2.1.4. LAS FUENTES DE RIESGO FINANCIERO.

Se entiende como factor o Fuente de Riesgo Financiero (FRF) a las variables del negocio y/o del entorno cuyo comportamiento explica posibles variaciones en los resultados esperados.

En relación al riesgo de mercado, existen cuatro fuentes de riesgo financiero:

1. Tipo de cambio.
2. Tasas de interés.
3. Precio de acciones.
4. Precio de mercancías (comodities).

Cabe señalar que estas fuentes de riesgo tienen cierta inferencia en los riesgos de crédito y de liquidez, no obstante que en los últimos años se ha hecho un esfuerzo por identificar los factores de riesgo para éstos, así como para el riesgo legal y operativo, aun no hay factores unificados para estos casos.

Los factores de riesgo que intervienen en el riesgo de crédito son:

Tasas de interés. El comportamiento de la tasa de interés tiene una relación inversa respecto al riesgo de crédito, es decir, en periodos en que las tasas de interés muestran estabilidad y niveles bajos, el rendimiento esperado de un préstamo puede aumentar y la probabilidad de incumplimiento es baja, mientras que en periodos de alta volatilidad y niveles altos de tasas de interés, los rendimientos esperados de un préstamo tienden a disminuir y la probabilidad de impago aumenta.

1. **Índice de morosidad.** También conocido como probabilidad de incumplimiento, se refiere a la frecuencia relativa con la que puede ocurrir el evento en que la contraparte no cumpla con las obligaciones contractuales para pagar la deuda que ha contraído.
2. **Tasa de recuperación.** Se refiere a la proporción de la deuda que podrá ser recuperada una vez que la contraparte ha caído en incumplimiento.

En el riesgo de liquidez también influyen factores como tasa de interés, comportamiento de tipo de cambio y precios, que se reflejan en los flujos de efectivo de la empresa no obstante es importante construir indicadores de riesgo de liquidez para cada institución.

Respecto al riesgo de operación influyen factores de organización, de personal y de equipo. En cuanto al riesgo legal, las fuentes de riesgo no están plenamente identificadas podemos señalar que influyen deficiencias legales en la estructuración, formalización y garantías de crédito.

¿Cómo afectan las FRF indirectamente a las empresas?

Parece lógico pensar que una empresa libre de pasivos y que no realiza transacciones con el exterior, no tiene exposición a las fuentes de riesgo financiero, sin embargo como se mencionó en el punto 2.1.2 cualquier unidad económica está expuesta al riesgo ambiental, el cual no se genera internamente pero tiene cierto impacto en los resultados de la empresa debido a que ésta no es un ente aislado y forma parte de un entorno económico. Como ejemplo, refiero el efecto que tiene la variable tipo de cambio en una empresa que presenta las siguientes características:

- ✎ La empresa no importa ni exporta.
- ✎ Todas las materias primas que requiere se compran con proveedores mexicanos y se liquidan en pesos mexicanos.
- ✎ La mano de obra y todos los costos de producción se pagan en pesos mexicanos.
- ✎ La maquinaria y equipo que requiere la empresa se adquiere en el país y se liquida en pesos mexicanos.
- ✎ La empresa vende sus productos terminados en el mercado interno, es decir cobra en pesos mexicanos.
- ✎ La empresa adquiere financiamiento en bancos locales; el mismo que es denominado en pesos mexicanos.

A simple vista la empresa no tiene problemas con los riesgos que genera la volatilidad en los tipos de cambio, sin embargo en el análisis anterior se omitió un aspecto de vital importancia; la competencia, pues no debemos olvidar que somos parte de una economía global y aunque quizás la empresa que analizamos no está interesada en colocar sus productos en el mercado externo es muy posible que las compañías de otros países sí estén interesadas en colocar sus productos en el mercado mexicano, entonces si el peso mexicano se fortalece frente a otras divisas por ejemplo el dólar estadounidense, el precio de los productos de las compañías extranjeras resultaría más barato, bajo tal situación, las ventas y utilidades del productor mexicano se verían afectadas.

Otro ejemplo es el incremento en las tasas de interés locales; considerando a una empresa que no obtiene financiamiento mediante alguna institución financiera parecería que no tiene mayor problema si suben o bajan los tipos de interés, sin embargo un incremento en las tasas de interés reduce el circulante, disminuye la actividad económica, incrementa los costos financieros y por lo tanto aumenta los costos de producción. Dado el escenario anterior, la empresa se vería afectada por la disminución en sus niveles de ventas así como por la disminución en sus utilidades derivada del incremento en los costos de producción, por otro lado si obtiene financiamiento vía proveedores éstos seguramente acortarían sus plazos de pago afectando con ello la liquidez de la compañía.

Como las anteriores, existen diversas formas en que las fuentes de riesgo financiero afectan a los resultados de las empresas, el cuadro 2.1 muestra los efectos que generan las fluctuaciones de dichas fuentes en el ámbito empresarial y en el entorno ambiental, así como el tiempo (corto, mediano y largo plazo) en que se presentan tales efectos.

Cuadro 2.1. EFECTOS DE FLUCTUACIONES EN LAS FUENTES DE RIESGO FINANCIERO

Variable: TASA DE INTERÉS NACIONAL			
INCREMENTO		DISMINUCIÓN	
Entorno ambiental	Periodo	Entorno ambiental	Periodo
↓ Dinero circulante.	Corto plazo	↑ Dinero circulante.	Corto plazo
↓ Actividad económica.	Mediano plazo	↑ Actividad económica.	Mediano plazo
↑ Inversión de cartera.	Corto plazo	↓ Inversión de cartera.	Corto Plazo
Entorno empresarial	Periodo	Entorno empresarial	Periodo
↑ Costos Financieros.	Corto plazo	↓ Costos de Financiamiento.	Corto plazo
↑ Costos de producción.	Corto plazo	↓ Costos de producción.	Corto plazo
↓ Utilidad esperada	Corto plazo	↑ Utilidad esperada.	Corto plazo
Variable: TIPO DE CAMBIO (Peso/Dólar)			
APRECIACIÓN		DEPRECIACIÓN	
Entorno ambiental	Periodo	Entorno ambiental	Periodo
↑ Importaciones.	Corto plazo	↑ Exportaciones.	Corto plazo
↓ Competitividad respecto precios externos.	Corto plazo	↑ Competitividad respecto a precios externos.	Corto plazo
↓ Tasa de interés.	Corto plazo	↑ Tasa de interés.	Corto plazo
↓ Producción	Mediano plazo	↑ Producción.	Mediano plazo
Entorno empresarial	Periodo	Entorno empresarial	Periodo
↓ Ventas al exterior.	Corto plazo	↑ Ventas al exterior.	Corto plazo
↑ Ventas internas.	Corto plazo	↓ Ventas internas	Corto plazo
↓ Costos de financiamiento en moneda extranjera.	Corto plazo	↑ Costo de financiamiento en moneda extranjera.	Corto plazo
↓ Costo de materia prima importada	Corto plazo	↑ Costo de materia prima importada	Corto plazo
↑/↓ Utilidades	Mediano plazo	↑/↓ Utilidades	Mediano plazo
Variable: PRECIO DE MERCANCÍAS			
INCREMENTO		DISMINUCIÓN	
Entorno ambiental	Periodo	Entorno ambiental	Periodo
↑ Inflación.	Corto plazo	↑ Inflación.	Corto plazo
↓ Producción.	Mediano plazo	↓ Producción.	Mediano plazo
↓ Consumo.	Corto plazo	↓ Consumo.	Corto plazo
↑ Tasa de interés.	Corto plazo	↑ Tasa de interés.	Corto plazo
Entorno empresarial	Periodo	Entorno empresarial	Periodo
↑ Costos de producción.	Corto plazo	↓ Costos de producción.	Corto plazo
↑ Precios de productos y/o servicios.	Corto plazo	↓ Precios de productos y/o servicios.	Corto plazo
↓ Competitividad.	Corto plazo	↓ Competitividad.	Corto plazo
↓ Ventas.	Corto plazo	↑ Ventas.	Corto plazo
↓ Utilidades.	Mediano plazo	↑ Utilidades.	Mediano plazo
Variable: PRECIO DE ACCIONES			
INCREMENTO		DISMINUCIÓN	
Entorno ambiental	Periodo	Entorno ambiental	Periodo
↑ Inversión.	Corto plazo	↓ Inversión.	Corto plazo
↓ Tipo de cambio.	Corto plazo	↑ Tipo de cambio.	Corto plazo
Entorno empresarial	Periodo	Entorno empresarial	Periodo
↑ Confianza.	Corto plazo	↓ Credibilidad.	Corto plazo
↑ Rendimientos.	Mediano plazo	↓ Captación de capital.	Corto plazo
↑ Utilidades.	Mediano plazo	↓ Utilidades.	Mediano plazo
		↑ Dificultad para obtener Financiamiento.	Mediano plazo

Fuente: Elaboración propia.

¿Cómo afectan las FRF de forma directa a las empresas?

En el cuadro 2.2 enlisto algunos casos en los que las unidades económicas se encuentran expuestas a las fuentes de riesgo mencionadas en el párrafo anterior.

Cuadro 2.2. FUENTES DE RIESGO FINANCIERO

<u>TIPO DE RIESGO</u>	<u>FUENTE DE RIESGO</u>	<u>CAUSA</u>	<u>CASOS DE EXPOSICIÓN A FRF</u>
RIESGO DE TASA DE INTERÉS	TASA DE INTERÉS	Fluctuaciones de los tipos de interés	<ul style="list-style-type: none"> • El valor de la empresa depende del nivel que tengan ciertos tipos de interés en los mercados financieros. • Los pasivos sufren diferencias que no son cubiertas con instrumentos financieros. • Posee instrumentos derivados bajo el subyacente (tasa de interés). • Pasivos o inversiones en moneda extranjera no cubiertos mediante futuros, opciones o swaps. • Tiene una posición en derivados cuyo subyacente sea un tipo de cambio.
RIESGO DE COTIZACIÓN	TIPO DE CAMBIO	Fluctuaciones del valor de la moneda local con respecto a las monedas extranjeras	<ul style="list-style-type: none"> • Las transacciones u operaciones que realiza la empresa se denominan en moneda extranjera (importaciones y/o exportaciones). • Pérdida de competitividad (en precios) por movimientos en tipos de cambio.
	PRECIO DE ACCIONES	Variación en la cotización de acciones y/o índices accionarios	<ul style="list-style-type: none"> • Inversiones en otras compañías. • Posiciones en instrumentos derivados cuyo subyacente sea un índice accionario.
RIESGO DE INFLACIÓN	PRECIO DE MERCANCÍAS	Movimientos en la cotización de determinadas mercancías en los mercados internacionales	<ul style="list-style-type: none"> • Inversiones en mercancías con fines especulativos o productivos. • Posiciones en instrumentos derivados cuyo subyacente es el precio de cierta mercancía. • Una mercancía determinada se considera básica en su proceso productivo. • Determinada mercancía es sustitutiva de uno de sus productos.

Fuente: Elaboración propia en base a Ramos Soler (1999) y Morales Castro (2004).

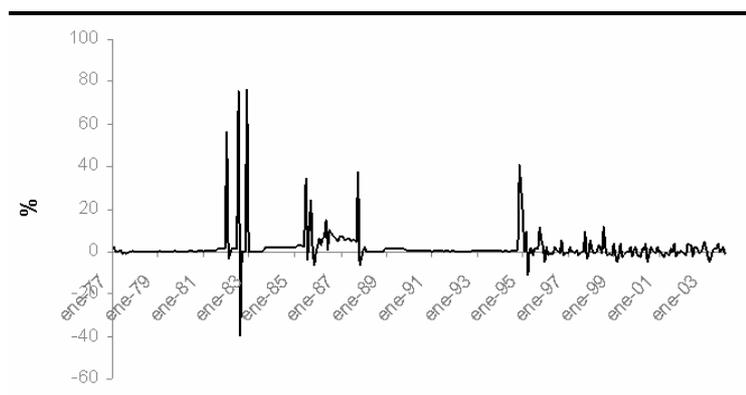
El comportamiento de las Fuentes de Riesgo y la Administración de Riesgos

El incremento de la volatilidad de las fuentes de riesgo financiero en los últimos treinta años marca una pauta importante en el proceso del desarrollo de la administración de riesgos financieros. Los siguientes gráficos muestran las fluctuaciones de las variables tipo de cambio, tasas de interés así como el principal índice accionario de México. Se presenta también el comportamiento de variables fuentes de riesgo en el mundo.

Debido a que la volatilidad se define como la desviación estándar de los rendimientos de un activo o portafolio, los gráficos muestran las variaciones en los rendimientos que presentan las variables en mención durante los periodos de referencia, pues considero que graficar únicamente el comportamiento (cotización y/o valor) de dichas variables ofrecería un panorama indirecto del riesgo.

En el gráfico 2.1 se aprecian claramente tres periodos de mayor fluctuación en la variable tipo de cambio peso/dólar. El primero de 1982 a 1983 como consecuencia de la llamada crisis de la deuda que estalló en agosto de 1982, durante dicho periodo la volatilidad del peso alcanzó niveles superiores a 70%. El segundo periodo de volatilidad se registró entre 1986 y 1989 provocada por el derrumbe de los precios del petróleo; en dicho periodo el tipo de cambio alcanzó desviaciones de hasta 37% aunque en 1988 la volatilidad se mantuvo en niveles cercanos al 7% como parte del resultado de la recuperación de la economía. El tercer periodo abarca desde finales de 1994 y hasta 1995, después la implementación de la política cambiaria de libre flotación, la devaluación del peso provocó drásticas desviaciones respecto al valor promedio del tipo de cambio y en diciembre de 1994 registró un nivel de volatilidad de 40%. A partir de entonces, el tipo de cambio sufre constantes ajustes en ambas direcciones y de acuerdo al mercado, dichos ajustes representan fluctuaciones de entre -4.0% y 4% e incluso menor a dicho rango en periodos de mayor estabilidad como fue en el 2003.

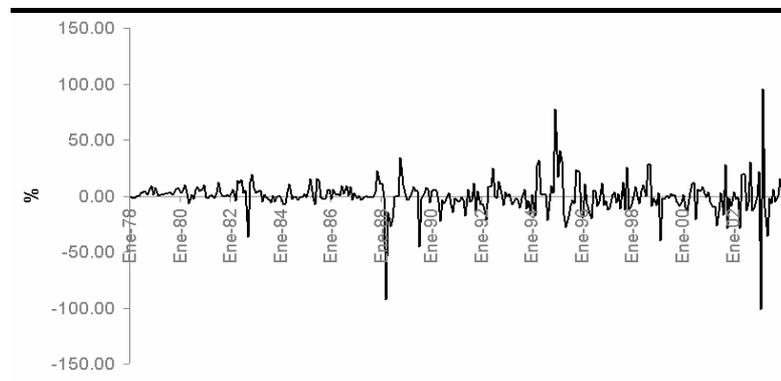
Gráfico 2.1. RENDIMIENTO MENSUAL DE TIPO DE CAMBIO PESO/DÓLAR 1977-2003



Fuente: Elaboración propia con información del anuario estadístico de México, 2004. Ortiz Dietz Edgar.

En cuanto a la volatilidad de los tipos de interés representada en el gráfico 2.2 por el rendimiento de los CETES a 91 días, se observan hasta antes de 1982 fluctuaciones constantes menores a 10% a partir de mediados de 1982 luego de la crisis de deuda, que provoco fluctuaciones de hasta 15%. A principios de 1988 registró una pronunciada desviación de -92.76% y de 34.04% en los últimos meses del mismo año respecto a la media de los rendimientos provocada por presiones inflacionarias así como por la crisis del petróleo y el incremento de las tasas de interés externas. Los siguientes años la volatilidad registrada por los CETES fue con ligeros movimientos hacia ambas direcciones del rendimiento promedio, pero principalmente fueron más significativos los de tipo negativo. El siguiente periodo de significativas fluctuaciones de las tasas de interés ocurrió después de la crisis financiera declarada en diciembre de 1994, momento en que la volatilidad alcanzó los 77.35% respecto a la media. Los siguientes meses las fluctuaciones del tipo de interés respondieron a los efectos de la crisis mencionada como fueron los ajustes en el tipo de cambio, las tasas de interés externas, niveles de inflación y reservas internacionales. Se observan también las fluctuaciones en los CETES durante 1997 y 1998 en respuesta a fenómenos externos entre los que destacan la crisis asiática, rusa, de Argentina y Brasil. Finalmente en los últimos dos años presentados en el gráfico, se observan importantes fluctuaciones que se intensificaron en los primeros meses del 2003 a niveles de -101.6% y 95.53% en febrero y marzo respectivamente, en respuesta principalmente a acontecimientos externos como fue el conflicto bélico en Irak y su repercusión en los precios del petróleo.

Gráfico 2.2. RENDIMIENTO MENSUAL DE CETES A 90 DÍAS 1978-2003



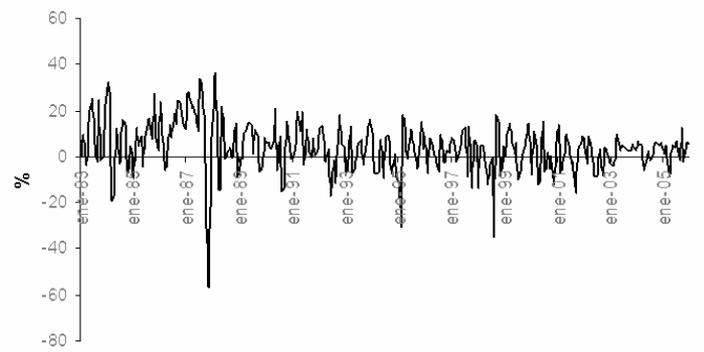
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI.

En el gráfico 2.3 se observa el comportamiento de la volatilidad de los precios de las acciones que se cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores representadas por el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC). Debido a que el precio de las acciones esta sujeto al comportamiento del mercado y éste reacciona a la información nacional e internacional prevaeciente cada minuto, se trata de una variable cuya naturaleza es la volatilidad.

Se observan importantes desviaciones respecto al rendimiento promedio a finales de 1987 y principios de 1988 a -56.54% y 36.24% respectivamente, en respuesta al comportamiento de los precios del petróleo y sus efectos en el tipo de cambio,

inflación tasas de interés y rendimientos esperados. De 1989 y hasta los primeros meses de 1995 se observan desviaciones principalmente positivas menores a 20%. En febrero de 1994 la volatilidad del IPC tocó el punto de -30.09% en respuesta a la ola de desconfianza en el mercado provocada por la crisis que surgió con la devaluación en diciembre de 1994. Para los años 1997-1998, el mercado mexicano resintió los efectos de la crisis asiática, rusa brasileña y argentina registrando movimientos principalmente negativos, alcanzando un nivel de -34.98% en agosto de 1998. En los siguientes años, el nivel de volatilidad negativa más alto registrado por el IPC fue de 15.51% en septiembre del 2001, resultado de la volatilidad en los mercados de Estados Unidos luego de los atentados terroristas. En la segunda mitad del 2002 y los primeros meses de 2003 aunque con fluctuaciones menos intensas el mercado mexicano registró los efectos del conflicto bélico en el medio oriente, sin embargo a partir de abril de 2003 y hasta mayo 2004 el IPC registró niveles bajos de volatilidad y solo en dirección positiva respecto a su rendimiento promedio. Aunque durante 2005 la volatilidad del IPC fue mayor respecto al año anterior, solo en abril alcanzó un máximo negativo de -8.41% respecto a promedio y un máximo positivo de 12.37% en el mes de septiembre, aunque en general 2005 también fue un buen año para los mercados accionarios, derivado de las señales de recuperación que mostró la economía en México y en EU.

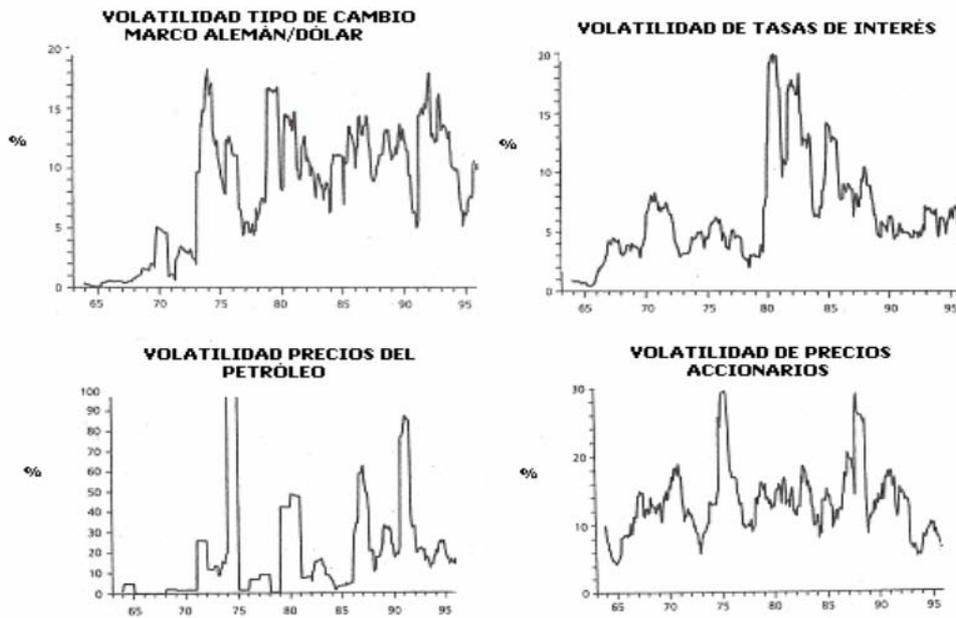
Gráfico 2.3. IPC RENDIMIENTO MENSUAL 1983-2005



Fuente: Elaboración propia con información del anuario estadístico de México 2004. Ortiz Dietz Edgar.

Las fuentes de riesgo financiero en el mundo también mostraron mayores fluctuaciones a partir de la segunda mitad de la década de los setenta, como se observa en el gráfico 2.4, la volatilidad del tipo de cambio fue mayor a partir de 1974, mientras que en las tasas de interés lo fue a partir de la década de los ochenta principalmente en los primeros años que alcanzó niveles cercanos al 30%. Por su parte la volatilidad en los precios del petróleo alcanzó su nivel más alto entre 1974 y 1975, mismo que superó el 100% respecto a su rendimiento promedio. Entre 1991 y 1992 se observa un nuevo incremento en las fluctuaciones del precio del crudo registrando niveles cercanos al 90%. En cuanto a los precios de las acciones, su volatilidad fue más elevada en los periodos 1974-1976 y 1988-1989, con niveles máximos de 30%, derivados de la volatilidad en los precios del petróleo principalmente.

Gráfico 2.4. FUENTES DE RIESGO FINANCIERO EN EL MUNDO



Fuente: Jorion, Philippe. P. 87-89.

2.2. DEFINICIÓN, OBJETIVOS Y FUNCIONES DE LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS.

Definición:

La administración de riesgos es el proceso mediante el cual se identifica, se mide y se controla la exposición al riesgo.

De acuerdo a los hermanos Morales Castro³⁷ es el conjunto de procedimientos para identificar, analizar, evaluar y controlar los efectos adversos del riesgo a que esta expuesta una empresa, con el propósito de evitarlos, reducirlos, retenerlos o transferirlos.

Para Ramos Soler³⁸ la administración de riesgos consiste en "tomar decisiones en base a las expectativas de beneficios futuros, ponderando las posibilidades de pérdidas inesperadas, controlar la puesta en práctica de las decisiones y evaluar los resultados de las mismas de manera homogénea y ajustada según el riesgo asumido".

Una definición más nos dice que se trata de "un proceso dinámico para: identificar, medir y establecer límites para los riesgos, atribuir responsabilidades para monitorear

³⁷ Ibid. P. 179.

³⁸ Ramos Soler, José A. Staking, Alfonso et. al. **GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS UN ENFOQUE PRÁCTICO PARA PAÍSES LATINOAMERICANOS**. México; BID/G. SANTANDER, 1999. P. 14.

los riesgos, tomar medidas para compensar escenarios adversos y ajustar estos niveles de riesgo a la incorporación de nueva información y a los negocios cambiantes de una institución".³⁹

Por último Juan, P. Zorrilla⁴⁰ nos dice que la administración de riesgos financieros es una rama especializada de las finanzas corporativas que se dedica al manejo o cobertura de los riesgos financieros.

Objetivos:

El objetivo principal de la administración de riesgos es asegurar que las actividades de operación e inversión de una empresa no la expongan a pérdidas que representen una amenaza en el futuro de la misma. Para cumplir lo anterior, se requiere:

- ✎ Identificar los diferentes tipos de riesgo que afectan a los resultados o beneficios que espera obtener una empresa o una inversión.
- ✎ Medir con la mayor precisión posible los efectos del riesgo así como realizar un control de los mismos mediante la aplicación de políticas e implementación de procesos.
- ✎ Fomentar la cultura del riesgo.

Funciones:

- ✎ Formular planes que permitan tomar decisiones oportunas anticipándose a los movimientos del mercado para optimizar el perfil de riesgo de la empresa o inversión.
- ✎ Disminuir el efecto negativo de las volatilidades en los mercados financieros.
- ✎ Reducción de costos para la empresa.
- ✎ Crear ventajas competitivas a la empresa.
- ✎ Contribuir a la creación de valor en todos los niveles; accionistas, clientes, empleados, acreedores y a la sociedad en general.

La función de la administración de riesgos no se limita a desarrollar e implementar sofisticados modelos para medir el riesgo, significa además un cambio en la manera de pensar y administrar la empresa.

Cabe señalar que la administración de riesgos no debe ser considerada solo como un mecanismo de defensa sino como una forma de generar valor para la empresa.

2.3. EL PROCESO DE LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS.

De acuerdo a su definición, el proceso de la administración de riesgos financieros (ARF) considera principalmente tres etapas; la identificación de riesgos, medición y control

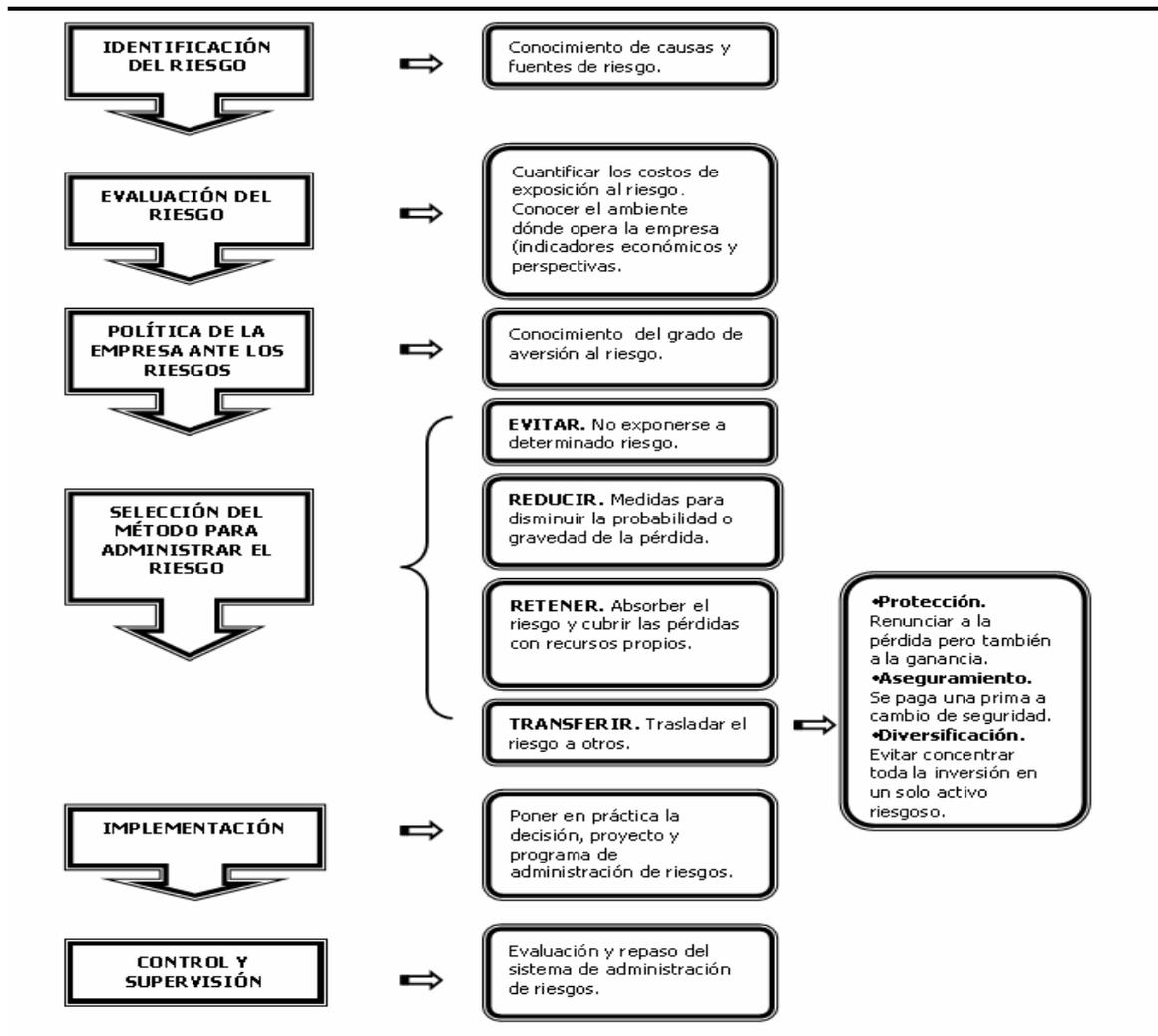
³⁹ Schneider-Moretto, Louise. **MANUAL PARA DESARROLLAR UNA POLÍTICA PARA LA ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO.** Women's World Banking , 2005. P. 11. tomado del sitio <http://www.swwb.org/spanish.pdf>.

⁴⁰ Op. Cit. Zorrilla Salgador, Juan Pablo.

previo al establecimiento de límites de tolerancia al riesgo y la disminución de dichos riesgos ya sea evitando la exposición a éstos, o instrumentando una cobertura.

Dado el dinamismo del sector financiero, la administración del riesgo debe ser un proceso continuo que permita identificar, medir y establecer límites para los riesgos, atribuir responsabilidades para monitorear los riesgos, tomar medidas para compensar escenarios adversos así como ajustar estos niveles de riesgo a la incorporación de nueva información y a los negocios cambiantes de una institución. Para que el proceso de administración de riesgos sea exitoso debe ser flexible, abierto y actualizado con regularidad, para ello es necesario revisar continuamente los supuestos, procesos, la calidad de la información y la metodología utilizada. La tarea principal del proceso de la administración de riesgos es reflejar y mantener un nivel de exposición tolerable por la empresa así como lograr una adecuada asignación de los recursos de acuerdo a los rendimientos esperados y los riesgos asumidos por la entidad económica. La figura 2.3 muestra las etapas de la ARF.

Figura 2.3. ETAPAS Y DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS



Fuente: Elaboración propia en base a Morales Castro (2005) y Zorrilla Salgador

2.3.1. IDENTIFICACIÓN, MEDICIÓN Y CONTROL DEL RIESGO

IDENTIFICACIÓN:

Esta primera etapa del proceso de la administración de riesgos consiste en realizar un inventario de los riesgos que afectan a la empresa derivados de sus operaciones actuales o bien de las que pudiera realizar en el futuro. Se deben identificar con claridad los factores de riesgo que determinan las posibles variaciones del valor de la empresa (o cartera en el caso de inversiones).

En el punto 2.1.2 refiero que cualquier unidad económica esta expuesta a riesgos inherentes y a riesgos ambientales.

Para identificar los riesgos inherentes se requiere:

- a) Conocer a profundidad todos y cada uno de los productos y sectores en los que opera la empresa e incluso sobre los negocios potenciales en los que pretende operar, si es el caso. Implica además conocer la organización y forma de operación de la empresa. (Estudio estratégico).
- b) Realizar un análisis de cada una de las cuentas del estado de situación financiera que guarda la empresa. Es decir un estudio financiero.
- c) En el caso de una empresa emisora es importante analizar el comportamiento que ha tenido dentro del mercado financiero mediante un estudio bursátil.

Para identificar los riesgos ambientales, se deben analizar los movimientos de las variables económicas, financieras, de mercado y políticas que influyen en el comportamiento del activo y pasivo de la empresa para lo cual se deben considerar los siguientes puntos:

- a) Analizar la situación que prevalece en el entorno económico, financiero, sociopolítico y corporativo nacional e internacional, esto implica interpretar el comportamiento de los mercados financieros nacionales e internacionales. (Análisis de riesgo País).
- b) Conocer la posición que guarda la empresa respecto a sus competidores. (Estudio sectorial).
- c) En base a los estudios anteriores y considerando posibles turbulencias y/o adversidades futuras, proyectar las perspectivas de la empresa. (Análisis tendencial).

Es importante señalar que la identificación de los riesgos depende en gran medida de la información disponible.

MEDICIÓN:

Una vez identificados los riesgos, es preciso cuantificarlos, esto permite establecer límites a los riesgos para evitar pérdidas excesivas en la empresa. Para medir con precisión el riesgo es necesario considerar todos los posibles escenarios futuros,

asignarles una probabilidad y determinar los resultados que se generarían de los mismos.

Para una mayor precisión en la medición del riesgo, éste debe medirse partiendo del valor actual de la empresa, carteras o posiciones, ya que el valor actual refleja la verdadera riqueza de la empresa bajo las condiciones de mercado que prevalecen en el momento presente, ya que cuando las condiciones del mercado cambian, las expectativas de ingresos, pagos futuros y niveles de riesgo también se modifican, alterando el valor actual de la empresa.

En el cálculo de los riesgos es necesario analizar el comportamiento pasado de los factores de riesgo así como sus expectativas futuras de manera que sea posible estimar la magnitud del riesgo que generan.

Los cálculos estadísticos que se emplean con regularidad en la medición del riesgo se enlistan a continuación:

- ✎ **La varianza.** Medida de dispersión de una variación promedio. Se obtiene al promediar los cuadrados de desviaciones de las observaciones individuales a partir de la media. Es necesario conocer este valor a partir del cual se calcula el rendimiento promedio de un portafolio y/o inversión.
- ✎ **La desviación estándar.** Es la medida de dispersión de la desviación promedio, igual a la raíz cuadrada positiva de la varianza. Representa el rendimiento promedio de un portafolio y/o inversión.
- ✎ **La sensibilidad o beta.** Es la medida bursátil de la exposición de una acción o de un portafolio ante la volatilidad del mercado. Mide el grado de sensibilidad de una inversión y/o portafolio respecto a los movimientos del mercado.

Las tres herramientas estadísticas señaladas miden la volatilidad de los rendimientos de un activo financiero ya sea de forma individual o de todo un portafolio.

El tema de la medición del riesgo es muy extenso, en los últimos diez años se han desarrollado diferentes metodologías y modelos estadísticos para la cuantificación del riesgo con la intención de obtener la medición más exacta posible y reducir los niveles de error, con el transcurso del tiempo la tendencia a nivel global gira hacia ciertos modelos que se consideran de mayor utilidad y que sirven como marco de referencia.

Muchos bancos, sobre todo los grandes líderes han desarrollado su propia metodología para cuantificar sus riesgos, gastando grandes montos en el desarrollo de sistemas y software que permita el cálculo de riesgo con un mayor nivel de confianza y un mínimo de tiempo para conocer al día sus posiciones en riesgo.

El Banco estadounidense J.P Morgan, propuso el concepto de Valor en Riesgo (VAR) a través de su documento técnico llamado Riskmetrics como modelo para medir

cuantitativamente los riesgos de mercado en instrumentos financieros o bien de portafolios conformados por diferentes tipos de instrumentos. Existen otros modelos para el cálculo del riesgo de mercado, entre ellos, el de convexidad, peor escenario, análisis de sensibilidad, beta, delta, etc., sin embargo, de los anteriores, el modelo de valor en riesgo es el más empleado. La fórmula para calcular el valor en riesgo de un activo individual es la siguiente:

$$\text{FORMULA VAR} = F \times S \times \sigma \times \sqrt{t}$$

Dónde:

F= Factor que determina el nivel de confianza del cálculo. Para un nivel de confianza de 95% $F = 1.65\%$.

S= Monto total de la inversión o la exposición total en riesgo.

s= Desviación estándar de los rendimientos del activo.

t= Horizonte de tiempo en el que se desea calcular el VAR.

Para los riesgos de crédito, la cuantificación se realiza a partir del cálculo de la probabilidad de impago o incumplimiento. J.P. Morgan publicó un documento técnico denominado Creditmetrics en el que busca establecer un modelo similar al valor en riesgo, pero dirigido a riesgos de crédito. Este concepto permitiría a las instituciones financieras crear reservas preventivas ante posibles pérdidas derivadas del incumplimiento de contrapartes e incluso de problemas con el colateral. Otros modelos para el cálculo del riesgo de crédito son: el modelo paramétrico, credit risk, modelo binomial de riesgo neutral, modelos scoring, credit monitor y credit portfolio view.

La medición del riesgo de liquidez se realiza principalmente mediante el cálculo del VAR que en este caso consiste en la estimación de las pérdidas máximas esperadas durante un horizonte determinado y un nivel de confianza definido, bajo el supuesto de que en el periodo elegido como horizonte de riesgo no se pueden reducir o cubrir las posiciones o bien se tienen que liquidar a precios inferiores al promedio de mercado.

La cuantificación del riesgo operativo se enfrenta principalmente al problema de la falta de información y de datos históricos respecto a pérdidas derivadas de personas, sistemas, y factores externos entre otros; debido a ello, el desarrollo de modelos para medir este tipo de riesgo es incipiente, solo existen algunas aproximaciones que pretenden estimar el valor en riesgo operativo en el que se toman en cuenta las probabilidades de que los controles establecidos fallen.

En cuanto a la medición del riesgo legal, al igual que el caso anterior, no se han desarrollado metodologías avanzadas pues también se enfrentan a la falta de

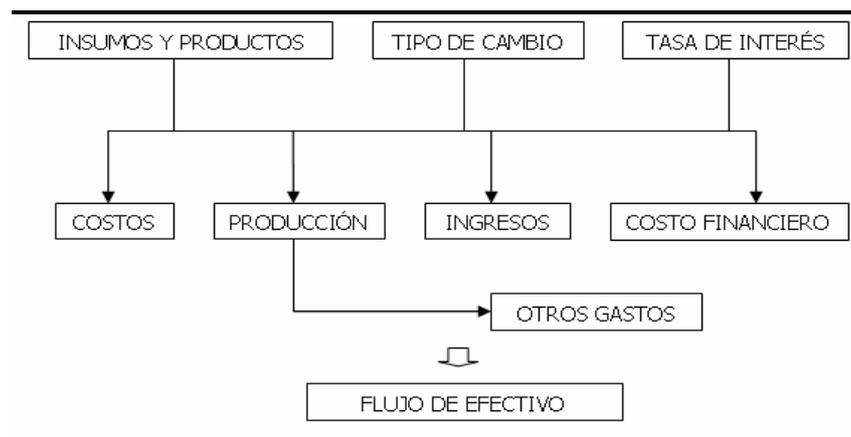
información histórica, además de que los factores de riesgo son diferentes para cada empresa y su probabilidad puede no presentar cierta regularidad. Cabe señalar que el grupo de trabajo del Comité de Basilea en 2001, incluyó el riesgo legal dentro del riesgo operativo.

En el tema de la medición del riesgo financiero para empresas no financieras existe poca información, a pesar de que la participación de este tipo de empresas en los mercados financieros ha incrementado. A continuación describo la metodología para calcular el riesgo de la cartera de instrumentos financieros y derivados en una entidad no financiera⁴¹.

La medición del riesgo financiero en empresas no financieras se realiza mediante el modelo de Flujo de efectivo en riesgo (FEeR) cuyo propósito es construir la distribución de las variaciones del flujo de efectivo. Los pasos que integran este modelo son:

1. Identificar las variables fuentes de riesgo que afectan el comportamiento del flujo de efectivo (ver figura 2.4).

Figura 2.4. FUENTES DE RIESGO EN FLUJO DE EFECTIVO



Fuente: Sánchez Cerón Carlos.

2. Construir la base de datos de las fuentes de riesgo.
3. Determinar si la distribución de probabilidad de flujo de efectivo es no condicional, o si se establece una relación entre las fuentes de riesgo propios de la empresa y las variables macroeconómicas. En el segundo caso será necesario modelar las elasticidades entre los factores macroeconómicos y los particulares.
4. Definir el procedimiento de simulación de los cambios en los factores de riesgo (Monte Carlo, Histórico, etc.).

⁴¹ Sánchez Cerón, Carlos. VALOR EN RIESGO Y OTRAS APROXIMACIONES. México: V. A. R. S. C., 2001.P. 385-386.

5. Calcular la distribución de los cambios en el Flujo de efectivo.
6. Elegir el nivel de confianza y estimar el FEeR.

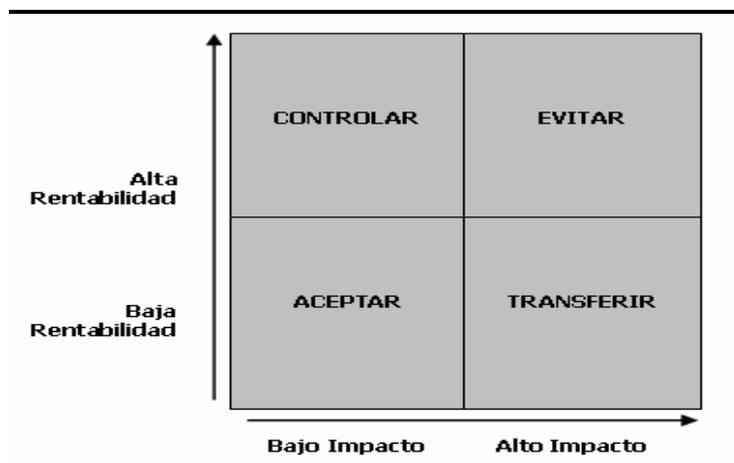
CONTROL:

El control del riesgo es la parte que implica seleccionar el método o la estrategia para administrar los riesgos, para esto es importante en primer lugar establecer los límites de tolerancia al riesgo por parte de la empresa, para así tomar decisiones respecto al tratamiento que se dará a los riesgos.

Para facilitar esta toma de decisiones, incluyó una matriz de dos por dos⁴² basada en el nivel de rentabilidad y de impacto sobre la empresa (Figura 2.5), una regla conocida entre los inversionistas es que a mayor rendimiento esperado es mayor el riesgo y viceversa.

Dicha matriz nos indica que los riesgos de alto grado de impacto y por ende alta rentabilidad deben ser evitados si es que la institución no puede administrarlos de forma efectiva. De forma inversa los riesgos que implican bajos niveles de rentabilidad e impacto deben ser aceptados por la empresa y es deseable controlarlos cuando el nivel de impacto es bajo y ofrecen alta rentabilidad, finalmente es mejor transferirlos si la rentabilidad y el impacto es bajo.

Figura 2.5. MATRIZ DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS



Fuente: Schneider-Moretto, Louise. Manual de Riesgos Financieros P.6

Las opciones para el control de los riesgos son:

- ☞ Realizar proyectos de inversión.

⁴² Schneider-Moretto, Louise. Op. Cit. P. 6.

- ✎ Coberturas mediante el uso de instrumentos derivados.
- ✎ Implementar reestructuras financieras.

En cuanto al control del riesgo operativo, se pueden establecer las siguientes políticas:

- ✎ Código de conducta.
- ✎ Institucionalizar el flujo de información.
- ✎ Aprobación de nuevas actividades y productos.
- ✎ Contar con Niveles de autorización.
- ✎ Elaborar manual de procedimientos y políticas para el manejo del riesgo operativo y legal como parte del sistema de administración integral de riesgos financieros.

Es importante señalar que el control y manejo de riesgos debe estar a cargo de una unidad desagregada para evitar que ésta asuma el papel de juez y parte evitando la inadecuada gestión del riesgo.

Por último, existe una parte final del proceso de administración de riesgos también llamada control, ésta se refiere a una actividad continua que se realiza una vez implementado el sistema de administración de riesgos, y consiste en la revisión, evaluación y verificación de dicho sistema, para realizar las adecuaciones necesarias.

2.3. LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS EN EL MUNDO

La administración de riesgos financieros se ha desarrollado en gran medida por los bancos, casas de bolsa, sociedades de inversión y empresas financieras que mantienen un alto grado de exposición a riesgo financiero derivado de sus propias actividades.

Desde principios de los años setenta, coincidiendo con el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods los mercados financieros internacionales se han caracterizado por una constante volatilidad en sus principales indicadores y productos generando con ello una elevada exposición a riesgos financieros.

Como resultado de la búsqueda de métodos para disminuir los efectos adversos de dichos riesgos surgió la administración de riesgos, previo a esto surgieron nuevos instrumentos y mercados que facilitaron su desarrollo. En el cuadro 2.3 se presentan algunos hechos relevantes en el desarrollo de la administración de riesgos financieros en el mundo.

Cuadro 2.3. DESARROLLO DE LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN EL MUNDO

1920-1930	Comercialización de futuros de granos en Chicago.
1960	Surgen nuevos contratos de futuros sobre mercancías básicas en E.U.
1972	Primer contrato de futuros financieros sobre divisas introducido por el Internacional Monetary Market (IMM) del Chicago Mercantil Exchange (CME).
1973	Se funda el Chicago Board Options Exchange. Surgen las primeras acciones sobre acciones comercializadas en bolsa.
1975	Primer contrato a futuro sobre tasas de interés que introduce el Chicago Board of Trade (CBT). CME introduce futuros sobre T-bills.
1977	CBT introduce futuros sobre T-Bonds.
1981	Surge el primer swap de divisas y de tasas de interés.
1982	CME Introduce contratos a futuro sobre el índice de acciones de Standar & Poor's 500. Se crea el London Financial Futures Exchange (LIFE).
1983	Surgen opciones sobre índices accionarios. Se crean las swaptiones.
1985	Primer código para estandarizar acuerdos de tasas de interés y de divisas emitido por la internacional Swap Dealers Association.
1986	Se establece la bolsa de futuros francesa Marché a Terme des Instruments Financiers (MATIF).
1988	Negociación de contratos de futuros y opciones sobre el índice accionario japonés en la Bolsa de Valores de Osaka. CME crea futuros sobre diferenciales en tasas de interés internacionales.
1989	La Reserva Federal de E.U. emite los primeros lineamientos para determinar, con base en el riesgo, los requerimientos de capital de un banco, con inclusión explícita de swaps y actividades relacionadas.
1990	Inicia operaciones la Bolsa de Futuros Internacionales de Tokio abre con operaciones de futuros de depósitos en eurodólares y euroyenes. A partir de 1990 adquiere mayor auge el desarrollo de productos financieros.
1990-2005	En 1993 30% del total de las instituciones financieras en Europa y E.U.A. contaban con sistemas internos de administración y control de riesgos.

Fuente: Mansell Carstens, Catherine. Las Nuevas Finanzas en México. México; MILENIO, 1990. Págs. 231-233.

2.4.1. ALGUNAS LECCIONES DE DESASTRES FINANCIEROS.

En los últimos quince años, empresas financieras y no financieras han sido escenario de escandalosos desastres financieros, cabe señalar que aunque se relacionan principalmente con pérdidas por operaciones con productos derivados, no significa que los grandes desastres financieros sólo derivan de posiciones en este tipo de instrumentos. En los siguientes puntos del presente capítulo se hace referencia a tres de los desastres financieros más significativos ocurridos a principios de la década de los noventa.

2.4.1.1. LA CAÍDA DEL BANCO BARINGS.

El 26 de febrero de 1995 el banco inglés Barings PLC, se declaró en bancarrota después de 233 exitosos años de operación. La causa fue una millonaria pérdida equivalente a 1.3 mil millones de dólares por transacciones con productos derivados en el mercado internacional de Singapur y en el mercado de futuros de Osaka, Japón; bajo la responsabilidad de Nicholas William Leeson, un joven operador de 28 años de edad, jefe del departamento de futuros de Barings en Singapur.

La situación fue que Leeson, acumuló posiciones en futuros sobre el índice accionario Nikkei 225, en la bolsa de Osaka por un monto de 7 mil millones de dólares, al caer el mercado entre enero y febrero de 1995, comenzaron a acumularse las pérdidas y Leeson incapaz de cumplir con los pagos en efectivos que requerían las bolsas huyó el 23 de febrero de 1995.

Leeson tenía a su cargo la mesa de operaciones y la administración de operaciones,⁴³ regularmente los bancos separan a quienes realizan funciones en la mesa de operaciones de quienes colaboran en el back office y cuentan con una unidad de riesgo independiente que verifica a los operadores. Leeson estaba poco supervisado debido a su gran historial.

Además de la caída en los precios del mercado, otro problema que se sumó a la quiebra del banco fue la estructura administrativa descentralizada en Barings que condujo a escasa supervisión y permitió dos líneas de mando sobre Leeson.

El costo total de las pérdidas fue asumido por los accionistas de Barings. Las acciones del banco se cotizaron en cero, arrastrando con ello un mil millones de dólares de capitalización del mercado. Quienes poseían bonos recibieron sólo cinco centavos por dólar. El grupo Holandés International Neder Landen Group (ING) asumió el resto de las pérdidas al adquirir a Barings por la cantidad de una libra esterlina aproximadamente 1.50 dólares. Leeson fue sentenciado a seis años y medio de prisión en Singapur.

En resumen, las causas de ese desastre fueron:

- ✘ Falta de controles y escasa supervisión.
- ✘ Excesivas posiciones de riesgo no autorizadas.
- ✘ Inexistencia de división de tareas entre el "back-office" y las áreas de negocio.
- ✘ Operaciones registradas en cuentas ocultas (8888).
- ✘ Ausencia de programas de auditoría.
- ✘ Descuido de los centros de negocios descentralizados.

⁴³ Llamada también back office y que se encarga de confirmar las operaciones así como de verificar que las actividades de operación se realicen acatando lo establecido por el banco e instituciones reguladoras del mismo.

2.4.1.2. EL CONDADO DE ORANGE EN 1994.

A. Bob. Citron tesorero del Condado de Orange fue el encargado de administrar un fondo gubernamental local formado por escuelas, ciudades y distritos del Condado así como por el mismo Condado, con un monto de 7.5 mil millones de dólares. Su estrategia fue solicitar prestamos por 12.5 millones a través de acuerdos de recompra inversa por 20 millones de dólares que fueron invertidos en bonos privados con vencimiento a cuatro años en promedio. Sin duda la estrategia adoptada por Citron presentaba un alto grado de apalancamiento, por lo tanto, mientras el comportamiento de las tasas de interés representaba un bajo costo de financiamiento resultaba una estrategia acertada. Sin embargo un cambio ascendente en la tendencia de las tasas de interés a partir de febrero de 1994 provocó pérdidas de papel al fondo gubernamental que pronto implicaron llamadas de margen.

A finales del mismo año se difundió la noticia sobre las pérdidas del Condado, los inversionistas comenzaron a retirar su dinero. El fondo no cumplió con los pagos colaterales, los intermediarios liquidaron su colateral y el Condado de Orange se declaró en bancarrota. Las pérdidas alcanzaron 1.7 mil millones de dólares.

Los problemas que se llevaron a este desastre fueron:

- ✎ Elevados niveles de exposición a la fuente de riesgo tasas de interés.
- ✎ Falta de supervisión y excesiva confianza en el "Trader".
- ✎ Incorrecta valuación del portafolio (a precio del costo).
- ✎ Falta de entendimiento de indicadores de riesgo.

2.4.1.3. EL CASO DE LA EMPRESA DAIWA.

El banco japonés Daiwa anunció el 25 de septiembre de 1995 que Toshide Igushi, operador en Nueva York había acumulado pérdidas que alcanzaban 1.1 mil millones de dólares.

Aparentemente Toshide Igushi ocultó más de 30,000 operaciones durante 11 años, con bonos del tesoro estadounidense. Cuando las pérdidas se volvieron imposibles de compensar con posiciones, Igushi comenzó a vender valores a nombre de la empresa, sin embargo, ninguna de esas operaciones fue reportada al banco. El operador falsificó las listas de los valores resguardados por Bankers Trust y Daiwa no realizó la confirmación cruzada diaria de las operaciones con el resumen mensual del portafolio.

Resultaba difícil para Igushi seguir ocultando las pérdidas, pues los auditores del banco ya sospechaban e incluso investigaban sobre la operación en Nueva York, así que el operador confesó sus acciones en julio de 1995.

Debido a las pérdidas, el banco Daiwa se vio obligado a cerrar su oficina de Nueva York, no obstante, los reguladores en Estados Unidos exigieron a la Institución que cerrara sus operaciones en dicho país.

El caso Daiwa presenta mucha similitud con el de Barings, en este caso lo más grave es que las pérdidas se acumularon por varios años.

Los errores en Daiwa fueron:

- ✎ Falsificación de documentos por largo plazo (11 años).
- ✎ Control del front y back-office a cargo del Trader.
- ✎ Excesivas posiciones que pretendían compensar pérdidas pasadas.
- ✎ Mala supervisión.

2.4.2. LOS ACUERDOS DEL COMITÉ DE BASILEA.

Normas bancarias internacionales para el manejo del riesgo:

En 1974 se creó el comité de Basilea sobre supervisión bancaria por los Gobernadores de los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez; su función es estudiar medidas de supervisión así como determinar los niveles mínimos de capital de las instituciones financieras.

Actualmente lo integran representantes de los bancos centrales Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Luxemburgo, Países Bajos, España, Suecia, Suiza el Reino Unido y E.U.A.

El Comité no es legalmente una autoridad supervisora de carácter internacional, sin embargo sus recomendaciones se toman como directrices que las autoridades supervisoras de los países miembros llevan a la práctica en su ámbito nacional.

En 1988, el Comité aprobó el denominado Acuerdo de Capital de Basilea, con la intención de establecer los lineamientos del capital requerido por los riesgos crediticios de los bancos. En dicho acuerdo se estableció un coeficiente de 8% como capital mínimo del total de activos ponderados por riesgo. El acuerdo fue adoptado por países miembros del Comité, y también por aquellos que participan activamente en el sistema bancario internacional.

Para 1993 se instrumentó el VAR como modelo estándar para estimar en primera instancia cada tipo de riesgo y la suma de éstos para generar el VAR total.

En 1996 el Comité de Basilea autorizó instrumentar modelos internos elegidos por las propias instituciones para estimar sus requerimientos de capital por concepto de riesgo de mercado. Adicional a esto, se establecieron horizontes de 10 días para

estimar el VAR con un intervalo de confianza de 99% mediante observaciones históricas de por lo menos 1 año.

Se estableció también que la estimación del VAR debe estar a cargo de una unidad independiente, el proceso de administración de riesgos debe ser aprobado por peritos externos; así como las estimaciones del VAR deben realizarse diariamente.

En los siguientes años, el Comité realizó algunas observaciones a los acuerdos establecidos y en 1999, dio a conocer una primera propuesta para crear un nuevo acuerdo sobre adecuación del capital que sustituyera al de 1988. La propuesta mencionada fue revisada entre enero de 2001 y abril de 2003.

El nuevo Acuerdo se basa en tres puntos fundamentales:

- a) Fijación de requerimientos mínimos de capital,⁴⁴ que permiten distintas opciones que se ajusten a las características y circunstancias de cada entidad.
- b) Desarrollo del proceso para determinar la adecuación de su capital y riesgos asumidos a cargo de la entidad. La revisión del proceso de administración de riesgos estará a cargo del supervisor y en base a medidas de carácter prudencial.
- c) Disciplina del mercado derivada del flujo de información fidedigna y transparente a su debido tiempo.

Bajo este esquema, el comité reconoce que en última instancia es la dirección del banco la responsable de manejar los riesgos y asegurar que el capital mantenido por el banco corresponda a su perfil de riesgo.

Se pretende que el nuevo acuerdo conocido como Basilea II entre en vigor a partir del 31 de diciembre de 2006. Mediante dicho acuerdo se busca que el cálculo de los requerimientos de capital de los bancos sea aplicando mejores prácticas de gestión de riesgos y con ello contribuir a una mayor estabilidad y seguridad del sistema financiero internacional.

Cabe señalar que cada país adoptará las normas propuestas de acuerdo a sus requerimientos, no obstante la mayoría de los países buscan adoptar Basilea II ya que de lo contrario significa perder su competitividad en el sector financiero internacional.

⁴⁴ El requerimiento de capital mínimo abarca los requisitos de capital por riesgos de mercado, riesgo crediticio y riesgo operativo.

2.5. ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN MÉXICO.

La administración de riesgos financieros es un tema relativamente nuevo en nuestro país, el cual ha tenido mayor desarrollo después de la crisis financiera que comenzó a finales de diciembre de 1994, la cual repercutió fuertemente en el sector bancario y en el productivo, debido a la devaluación del peso, el incremento en las tasas de interés y sus efectos multiplicadores.

A principios de la década de los ochenta, en el mundo comenzaron a crearse productos pensados en los riesgos como swaps y opciones, instrumentos que más tarde adoptarían algunas instituciones mexicanas que en los puntos siguientes se señalan:

- ✎ 1987 el Banco de México introduce el mercado de coberturas cambiarias de corto plazo.
- ✎ 1987 Banco Nacional de México inaugura su primera división de opciones y futuros internacionales.
- ✎ 1989 Banque Paribas instrumenta el primer swap de mexicana de Cobre.
- ✎ 1991 El gobierno mexicano anuncia la utilización de futuros y opciones para coberturas en los precios del petróleo.

En materia de regulación enfocada a riesgos financieros, nuestro país ha seguido la tendencia mundial adoptando medidas de carácter prudencial,⁴⁵ es decir regular y supervisar las operaciones de las instituciones en su proceso de intermediación financiera.

Cabe señalar que el Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores se encargan de evaluar el modelo que utiliza cada una de las Instituciones Financieras, pues estas tienen la libertad de escoger el modelo que consideren más adecuado para su administración de riesgos y las Instituciones reguladoras sólo se encargan de verificar que el modelo cumpla con los requisitos mínimos que les permita medir, monitorear y tomar las decisiones correspondientes.

En el cuadro 2.4 se presentan los principales cambios normativos que se implementaron para fortalecer el desarrollo de la administración de riesgos en nuestro país.

⁴⁵ La regulación prudencial se conforma por un conjunto de normas y controles establecidos por las autoridades con la finalidad de que las instituciones financieras cumplan sus compromisos y que los intermediarios puedan contar con la información necesaria para tener un juicio adecuado de los riesgos y las expectativas de las operaciones que realizan, asimismo, que las operaciones en los mercados financieros sean justas, ordenadas y transparentes.

Cuadro 2.4. DESARROLLO DE LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN MÉXICO

AÑO	DISPOSICIONES
1991	Se establece que el capital neto de los bancos debería ser por lo menos igual al 8% del total de los activos ponderados por riesgo.
1994	La SHCP estableció los requerimientos de capitalización por riesgos de crédito, aplicables a las instituciones de banca de desarrollo y banca múltiple.
1995	El Banco de México emitió la circular para autorizar a las instituciones financieras la operación de derivados (futuros, forwards, coberturas y opciones de divisas), las cuales deben cumplir con 31 requerimientos específicos para el control de los riesgos de estos productos. La CNBV estableció nuevos criterios contables para las instituciones financieras con la intención de homogeneizar los criterios contables en México con los estándares internacionales.
1996	La CNBV emitió las reglas para los requerimientos de capitalización de las instituciones de banca múltiple por operaciones sujetas a riesgos de mercado y de crédito. La CNBV estableció los nuevos criterios contables aplicables a las instituciones de crédito, los cuales contemplan esquemas de valuación, presentación y registro de instrumentos financieros y derivados.
1997	El Banco de México emitió la circular sobre operaciones activas-pasivas y de servicios, tendente a fortalecer la solvencia y liquidez de la banca múltiple, con la intención de que esta pueda hacer frente a sus obligaciones en otras divisas sin detrimento de su patrimonio. La CNBV publicó las disposiciones de carácter prudencial a las que estarán sujetos en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa. La CNVB estableció las disposiciones de carácter prudencial en materia de crédito, aplicables a la banca múltiple, orientadas a precisar las funciones y responsabilidades al personal que participa en las diferentes etapas del proceso crediticio y limitar oportunamente la toma de riesgos.
1998	El Banco de México indicó la conveniencia de que los bancos homogeneicen los 31 puntos que aplican a la operación, negociación y control de riesgo.
1998	Los instrumentos derivados, a todos los productos y servicios que negocian las mesas financieras de las casas de bolsa y de los bancos. Comienza a operar el Mercado Mexicano de Derivados (MEXDER) con socios liquidadores.
1999	La CNBV emite la circular para instituciones financieras sobre criterios prudenciales para la administración integral de riesgos. (Circular 1423). La operación del MEXDER queda abierta al público.

Fuente: Elaboración propia en base a Morales Castro (2005) y Sánchez Cerón (2001).

2.5.1. LA EXPERIENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA DE 1994 EN LAS TESORERÍAS DE LAS EMPRESAS.

La crisis financiera declarada en diciembre de 1994, mostró la importancia y necesidad de acelerar el proceso del manejo de riesgos, en el que se estaba avanzando a paso lento, con la intención de que las empresas mexicanas cuenten con las herramientas para medir y controlar sus riesgos, principalmente sus riesgos de mercado.

Es muy conocido el devastador efecto que tuvo en el sistema financiero, específicamente en el sector bancario, Carlos Sánchez Cerón⁴⁶ señala:

“En el caso de los bancos mexicanos, los riesgos mencionados (riesgos financieros) se manifestaron durante la crisis de 1994-1995 con igual importancia.

El incremento en las tasas de interés de aproximadamente 61 puntos porcentuales en un periodo de cuatro meses y la devaluación del peso de aproximadamente 100%, provocó incrementos significativos en los niveles de cartera vencida de 9% en diciembre de 1994, 15.2% en septiembre de 1995 así como importantes pérdidas en el mercado cambiario y de dinero.

- ✘ La cartera vencida de la banca múltiple se ubicó en 13.1%, incluso más de 20% si se considera a los bancos intervenidos o con problemas de capitalización derivados de la cartera total que provocó riesgo de crédito y debido a contratos mal elaborados que les generó riesgo legal.
- ✘ Trece instituciones financieras fueron intervenidas por manejos inapropiados es decir, presentaron riesgo operativo.
- ✘ A causa de la devaluación del peso de casi 100%, la caída del índice bursátil de 23.5% en términos reales y el incremento de las tasas de los CETES de 70 puntos porcentuales, los bancos registraron importantes pérdidas derivadas del llamado riesgo de mercado.
- ✘ Después de la devaluación numerosos cuenta habientes de la banca retiraron sus depósitos en dólares y, ante la insuficiencia de efectivo, el banco central tuvo que otorgar préstamos en dólares a los bancos para que estos, a su vez, atendieran las necesidades de su clientela (riesgo de liquidez).”

En el sector productivo, el incremento de precios en los insumos importados y algunos nacionales,⁴⁷ así como el incremento de tasas de interés provocó graves desequilibrios en la tesorería de las empresas, se enlistan los principales a continuación:

- ✘ Incremento de costos de producción.
- ✘ Aumento de pasivos por adquisición de insumos.
- ✘ Disminución de los tiempos de pago a proveedores.
- ✘ Problemas de liquidez.
- ✘ Incremento de pasivos por deudas en moneda extranjera.

⁴⁶ Sánchez Cerón, Carlos. Op. Cit. P. 21.

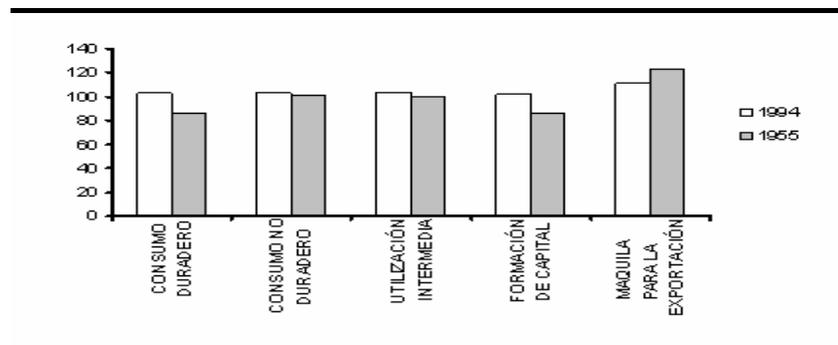
⁴⁷ La devaluación del peso disparó las cotizaciones de los insumos importados, en algunos casos el incremento fue de 80 y hasta 100 por ciento. Algunos insumos nacionales como los derivados de la petroquímica incrementaron su precio hasta 200 por ciento.

- ✎ Incremento de pasivos a tasas variables.
- ✎ Prolongación del tiempo estimado para cubrir pasivos (reestructuración de créditos).
- ✎ Disminución de producción.
- ✎ Disminución de utilidades.
- ✎ Reducción del nivel de ventas derivado de la contracción el mercado.

Solo pocas empresas se vieron beneficiadas con la devaluación, se trata de aquellas que estaban amenazadas por la invasión de importaciones, en especial las industrias jugueteras, textiles, alimenticias y de zapatos, que lograron una recuperación derivada del incremento de precios en las importaciones, sin embargo la falta de liquidez en el país y el encarecimiento de los créditos provocó una contracción del mercado por lo que los beneficios de esa coyuntura no fueron duraderos.

Para las empresas que decidieron invertir en la renovación de su planta productiva mediante créditos en dólares, dichas obligaciones las pusieron al borde de la quiebra pues no contaban con coberturas cambiarias o algún tipo de protección ante una eventual devaluación. La historia no fue muy diferente para la industria de la informática que depende de la importación. Por otro lado, las empresas que tenían planes de modernizar su equipo, tuvieron que desistir y dar cumplimiento sólo a los gastos necesarios para su supervivencia. Esta situación se refleja en el gráfico 2.5 en el que observamos que la producción de bienes de consumo duradero así como los bienes para la formación de capital en 1995 tuvieron una importante disminución de 15.6 % en ambos casos, respecto al año anterior, en cambio, el índice de volumen de producción de bienes de consumo no duraderos solo disminuyó 1.93% y los bienes utilización intermedia 4.59%.

Gráfico 2.5. ÍNDICE DE VOLUMEN DE PRODUCCIÓN MANUFACTURERA POR TIPO DE BIENES 1994-1995



Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México.

2.5.2. EL PAPEL DEL MERCADO MEXICANO DE DERIVADOS.

El Mercado Mexicano de Derivados S.A. DE C.V. (MEXDER) es una nueva bolsa donde se negocian futuros y opciones (productos derivados),⁴⁸ inició operaciones en diciembre de 1998 únicamente con socios liquidadores y de manera abierta en abril de 1999.

Un contrato de futuro es un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio determinado. El comprador y el vendedor realizan un depósito de garantía al momento de firmar el contrato para protegerse de pérdidas si la parte contraria desistiera del contrato.

Uno de los objetivos del Mercado de Derivados ha sido crear la infraestructura y emitir los lineamientos para la transacción de productos financieros, ofreciendo alternativas para la cobertura de los riesgos que tienen las empresas e inversionistas derivados de movimientos en los precios con la certeza de ser negociados en una plaza autorizada para tal función.

Los contratos que se negocian en el MEXDER son estandarizados en tamaño, activos subyacentes fechas de vencimiento y forma de liquidación, es decir lo único que se negocia es el precio. Los contratos que ofrece el MEXDER son futuros sobre dólar, tasa de interés, (CETES a 91 días, Tasa Interbancaria de Equilibrio a 28 días, bono a tres años), Índice de precios y cotizaciones (IPC) y sobre las acciones o certificados de participación de Amx, Cemex, Femsa, Gcarso, y Telmex.

PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE DERIVADOS:

- ✎ **Operadores:** Instituciones de crédito, casas de bolsa, y demás personas físicas y morales que puedan o no ser socios de la Bolsa, cuya función sea actuar como comisionista de uno o más socios liquidadores en la celebración de contratos de futuros y que pueden tener acceso al Sistema Electrónico de negociación de la bolsa para la celebración de dichos contratos.

- ✎ **Formador de mercado:** operador que obtenga la aprobación por parte de la bolsa para actuar con tal carácter y que deberá mantener en forma permanente y por cuenta propia, posturas de compra y venta de contratos de futuros.

⁴⁸ Son instrumentos financieros cuyo valor está referido a un activo de tal forma que su valor depende o deriva del valor que dicho activo tenga en el mercado.

“Los activos también llamados productos subyacentes a los que un instrumento puede estar referido pueden ser:

- Instrumentos e indicadores financieros (bonos, acciones, índices).
- Metales industriales y/o preciosos (zinc, cobre, oro, etc.).
- Productos agropecuarios (granos, ganado, etc.) .
- Energéticos (petróleo, gas, electricidad, etc.)
- Divisas (peso mexicano, yen, marco alemán, etc.)”

De La Fuente, José. **¿QUÉ SON LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS?** Contaduría Pública. México, Noviembre de 1999. P. 7.

- ✎ **Asigna:** Es el socio liquidador, se trata de un fideicomiso que es socio de la bolsa y participa en el patrimonio de la cámara de compensación, cuyo objetivo es liquidar y, en su caso, cerrar por cuenta propia o de terceros, contratos de futuros listados en bolsa.
- ✎ **Productos:** MEXDER cuenta con productos para realizar coberturas en los mercados de divisas, capitales y dinero.
 - A) Divisas: futuro sobre dólar.
 - B) Capitales: Futuro IPC, futuros sobre acciones Cemex, Femsa, Gcarso, Gfb, Telmex, América móvil.
 - C) Dinero: futuro sobre tiie28, futuro sobre cete91.

En el punto 2.3.1 menciono que una de las estrategias para el control de riesgos es realizar coberturas, en este sentido es que el Mercado Mexicano de Derivados adquiere suma importancia en el desarrollo de la administración de riesgos en México.

En el siguiente punto se describen con mayor detalle las características de los productos que ofrece el MEXDER.

2.5.3. PRODUCTOS DE COBERTURA.

La función principal de los contratos de futuros es cubrir los riesgos de las empresas que generan los movimientos en las principales variables económicas que están fuera de su control. En realidad los productos financieros tienen tres caras, son empleados para cobertura, como apalancamiento y también para especulación.

- ✎ **Cobertura.** Se produce cuando una entidad que ya está expuesta al riesgo intenta eliminar esa exposición adoptando una posición opuesta en uno o más instrumentos de cobertura.
- ✎ **Apalancamiento.** Debido a que la mayoría de los derivados permiten tomar posiciones con un desembolso mínimo de capital.
- ✎ **Especulación.** Cuando alguien que quiere sacar provecho de su apreciación personal del mercado especula con los cambios que intuye, creando así una exposición donde antes no la había. Normalmente la especulación consiste en comprar algo cuyo precio se espera que suba, o bien a vender algo cuyo precio se espera que baje.

Para efectos del tema de investigación, me enfoco a la función de cobertura. Existen principalmente cuatro tipos de productos utilizados para la cobertura de riesgos.

- ✎ **Forwards.** Son contratos que implican la obligación de comprar o vender una cierta cantidad y calidad preestablecida de un bien o activo subyacente en una fecha, lugar y precios fijados el día en el que se pacta el contrato.
- ✎ **Futuros.** Contratos parecidos a los forwards, solo que estos son contratos estandarizados en cuando a sus características de emisión y operación.
- ✎ **Opciones.** Son contratos que otorgan el derecho, mas no la obligación, de comprar o vender un activo a un precio determinado en una fecha (o periodo) preestablecido.
- ✎ **Swap.** Se refiere al intercambio de un activo por otro. Por ejemplo intercambio de tipos de interés, divisas, de deuda, etc. El swap de tasa de interés que más comúnmente se utiliza es el llamado swap genérico o swap convencional (conocido también como swap vainilla). El swap convencional implica un acuerdo entre las partes para intercambiar pagos periódicos calculados sobre la base de una tasa especificada en cupones y de un capital acordado mutuamente. Los swaps convencionales son típicamente un intercambio de obligaciones con tasa flotante de interés por obligaciones con tasa de interés fija.

La transacción de los productos financieros se puede realizar en dos tipos de mercado:

a. Mercado Bursátil (MEXDER).

- ✎ Listados. Se negocian en bolsa, la información de los precios y características de los contratos es pública.
- ✎ Estandarizado. Se trata de contratos con plazo y montos generalizados que hace posible, se adapten a las necesidades de los participantes del mercado.
- ✎ No hay riesgo de contraparte. Mexder cuenta con una cámara de compensación (ASIGNA) que se encarga de garantizar el cumplimiento del contrato de sus clientes mediante la compensación y liquidación de las operaciones.

b. Over The Counter (OTC).

- ✎ No listados. Se negocian por teléfono o de forma directa, y la información es restringida.
- ✎ A la medida. Son contratos hechos de acuerdo a las necesidades de las partes interesadas en el que se pacta un valor futuro del subyacente, un monto, y fecha de realización.

- ✎ Hay riesgo de contraparte. No hay regulación al respecto. Existe la posibilidad de incumplimiento del contrato.

Actualmente, todos los productos derivados estandarizados (futuros y opciones) se negocian en el Mercado Mexicano de Derivados cuya sede física se encuentra en las instalaciones de la Bolsa Mexicana de Valores. En cambio, los contratos no estandarizados no tienen un lugar físico para su negociación, regularmente se realiza de forma directa entre el asesor y el inversionista.

Los beneficios de acudir a mercados públicos para realizar coberturas son:

- ✎ Protección de márgenes de utilidad contra movimientos adversos de los precios.
- ✎ Facilitar el proceso de planeación financiera.
- ✎ Adquisición y liquidación de coberturas de acuerdo a las necesidades de la empresa.
- ✎ El anonimato se mantiene en todo momento.
- ✎ Se elimina la necesidad de almacenar productos por largo plazo.
- ✎ Su operación sólo requiere de un porcentaje del valor total del producto, esto implica alto apalancamiento.
- ✎ Al contar con coberturas es posible negociar créditos con términos más favorables e incluso incrementos en las líneas de crédito.

¿QUIENES PUEDEN UTILIZAR COBERTURAS CON INSTRUMENTOS DERIVADOS?

- ✎ Empresas que mantienen en inventario productos que venderán a una fecha futura estimada, pero que no tienen asegurado el precio al cual los venderán.
- ✎ Empresas que necesitan comprar o venderán un producto (que aún no tienen en el segundo caso) en una fecha futura estimada y no conocen el precio.

El tipo de empresas que pueden utilizar los derivados es muy amplio así como el tipo de contrato

- ✎ **Contratos de divisas.** Cualquier banco o empresa en cuya operación total o parcial se incluya la compra y venta de divisas. Además la cobertura puede destinarse para la compra o venta de insumos, o bien para pagos de deuda.
- ✎ **Contratos de tasas de interés.** Pueden ser empleados por bancos, instituciones financieras o empresas como cobertura ante el riesgo de alzas o

bajas en las tasas de interés que afecten sus costos de crédito, la rentabilidad de proyectos o de préstamos.

- ✎ **Contratos sobre índices accionarios y/o sobre acciones.** Este tipo de contratos principalmente se utilizan por empresas emisoras para cubrir sus posiciones abiertas dentro de mercados accionarios, o bien de algún otro tipo de instrumento derivado cuyo subyacente son acciones.

¿Como se puede tener acceso a los productos que ofrece el MEXDER?

Se participa como cliente del MEXDER, se denomina cliente a toda persona física y moral que sin ser miembro del MEXDER, se ordena a través de un miembro la negociación de contratos de futuros o de opciones bajo la normativa del mercado de derivados, por lo que se requiere contactar a un socio operador o liquidador, entre los que se encuentran subsidiarias de Casas de Bolsa, Bancos y otras entidades independientes.

Al abrir la cuenta es necesario firmar un contrato de intermediación con el socio que elija para ejecutar sus operaciones comerciales y un contrato de adhesión al fideicomiso correspondiente. Como cliente se adquieren un conjunto de derechos y obligaciones para asegurar un trato justo así como para las contrapartes y para quienes proporcionan el servicio.

¿Qué productos ofrece el Mercado Mexicano de Derivados?

El MEXDER ofrece contratos de futuro sobre dólar estadounidense, Índice de Precios Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores, Certificados de la Tesorería (CETES), futuros sobre la Tasa de Interés Interbancario y de Equilibrio (TIIE) así como sobre las acciones más bursátiles que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

En el cuadro 2.5 se enlistan las características generales de los contratos que se cotizan en dicho mercado.

Cuadro 2.5. CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS LISTADOS EN EL MEXDER

GRUPO	DIVISAS	INDICES	TASAS	ACCIONES
Nombre del contrato	Dólar de Estados Unidos de América (USD) diciembre 15, 1998	Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores abril 15, 1999	Tasa de Interés Certificados de la Tesorería de la Federación a 91 días. mayo 26, 1999	BANACCI O, CEMEX CPO, FEMSA UBD, GCARSO A1, GFB O, TELMX L, AXL. julio 29, 1999
Tamaño del contrato	10,000.00 Dólares	\$10.00 (diez pesos 00/100) multiplicados por el valor del IPC	100,000.00 Pesos	1,000 unidades vinculadas de FEMSA UBD
Periodo del contrato	Ciclo trimestral: marzo, junio, septiembre, diciembre hasta por un año. Y el mes siguiente.	Ciclo trimestral: marzo, junio, septiembre, diciembre hasta por un año	Ciclo mensual: hasta por tres meses.	Ciclo trimestral: marzo, junio, septiembre y diciembre
Clave de pizarra	DEUA más mes y año de vencimiento: DEUA MR00 (marzo de 2000)	IPC más mes y año de vencimiento: IPC JN00 (junio de 2000)	TI28 más mes y año de vencimiento: TI28 JN00 (junio de 2000)	FEMD más mes y año de vencimiento: FEMD DC00
Unidad de cotización	Pesos por dólar	Puntos del IPC	Índice 100 menos la Tasa Porcentual de Rendimiento anualizada	Pesos y centavos de peso por unidad vinculada
Fluctuación de precio mínimo	0.001 pesos, valor de la puja por contrato 10.00 pesos	1.00 (un punto del IPC por el valor de un punto del IPC (10.00 pesos)	El valor de un punto base (0.01) del Índice anterior	El tamaño de la puja será igual a la utilizada en la negociación del subyacente en la BMV
Horario de negociación	8:00 a 14:00 horas tiempo de la Cd. de México	8:30 a 15:00 horas tiempo de la Cd. de México.	8:00 a 14:00 horas tiempo de la Cd. de México	8:30 a 15:00 horas tiempo de la Ciudad de México, D.F.
Último día de negociación y vencimiento	Dos días hábiles antes de la fecha de liquidación.	Cuarto martes del mes de vencimiento o el Día Hábil anterior, si dicho martes es inhábil	El día hábil inmediato siguiente a aquél en que Banco de México realice subasta primaria de valores gubernamentales en la semana correspondiente al tercer miércoles de vencimiento.	Cuarto martes del mes de vencimiento o el día hábil anterior, si el primero es inhábil.
Liquidación al vencimiento	Tercer miércoles del mes de vencimiento	Es el Día Hábil siguiente a la Fecha de Vencimiento	Día hábil siguiente a la fecha de vencimiento.	El día hábil siguiente a la fecha de vencimiento.

Fuente: Un Nuevo Mercado para Administrar Riesgos. MEXDER. P. 4.

2.5.4. LA CULTURA DEL RIESGO.

En nuestro país la cultura del riesgo se ha difundido principalmente después de los graves efectos que provocó la crisis financiera de 1994 en empresas financieras y no financieras derivados de las fluctuaciones inesperadas en las principales variables financieras. No obstante la cultura del riesgo ha tenido mayor desarrollo dentro del sector financiero impulsada principalmente por medidas prudenciales a nivel internacional que se han adoptado en México.

El Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores han impulsado la cultura del riesgo en las instituciones financieras de nuestro país. Este ha sido un proceso de reeducación a las instituciones dentro de un marco de administración de riesgos que involucre a los miembros del consejo de administración y a la alta dirección para que conozcan los riesgos que están tomando en cada uno de los productos con los que operan.

Existen algunos principios que forman parte de la cultura del riesgo, estos aplican a inversiones de carácter financiero o productivo. Se enlistan a continuación.

PRINCIPIOS BÁSICOS PARA UNA CULTURA DEL RIESGO.

- ✎ **No existe inversión sin riesgo.** El objetivo principal de cualquier inversión, sea financiera o de carácter productivo, es proteger e incrementar el capital. Sin embargo en la práctica, el objetivo de aumentar el capital se contrapone con el de protegerlo, de hecho no sólo las alternativas de inversión llevan implícito un riesgo, sino también las de ahorro. No en vano aquel popular dicho "el que no arriesga no gana".
- ✎ **El riesgo disminuye pero no desaparece.** La única forma de eliminar por completo el riesgo sería no existir, por eso desde antaño la búsqueda por minimizar los riesgos ha llevado al hombre al crear seguros contra la presencia de diversos riesgos. En materia de inversiones, constantemente se proponen estrategias para disminuirlo, la principal es la diversificación que refiero en el siguiente punto.
- ✎ **La diversificación disminuye el riesgo.** Una expresión muy conocida en el mundo de las finanzas y conocida como regla de oro es "nunca pongas todos los huevos en una misma canasta". En inversiones financieras implica formar un portafolio con distintos instrumentos y a diferentes plazos, esto diversifica el riesgo porque cada instrumento tiene sus propias características y diferente sensibilidad al comportamiento del mercado.
- ✎ **A mayor riesgo mayor rendimiento.** Mientras mayor sea la meta del rendimiento que se desea obtener, más alta es la exposición al riesgo al que debe someterse el capital, es decir, las posibilidades de no obtener las ganancias esperadas aumentan e incluso de perder un porcentaje de lo invertido.

- ✎ **Nivel de tolerancia al riesgo.** En este punto no hay recetas generalizadas. Existen factores objetivos como sus necesidades de liquidez y subjetivos, como su tolerancia personal al riesgo y en ese sentido es que entra la asesoría profesional. Pero en realidad la decisión y responsabilidad de tomar o no el riesgo es del inversionista.
- ✎ **Asesoría profesional.** Para tomar decisiones más acertadas es importante contar con información exacta y oportuna así como análisis de especialistas en el área para evaluar las diferentes opciones. En este punto entra la importancia de la comunicación entre el consejo de administración, la alta dirección y la unidad de administración de riesgo de la empresa.

Las empresas que cuentan con una cultura del riesgo crean una ventaja competitiva frente a las demás, ya que asumen los riesgos de forma consciente, situación que les permite anticiparse a los cambios adversos y proteger sus posiciones ante eventos inesperados. En el caso contrario, las empresas que no adoptan una cultura del riesgo pueden obtener beneficios en el corto plazo pero en el largo plazo pueden acumular importantes pérdidas que podría incluso llevarlas a la quiebra.

Desafortunadamente en nuestro país el desarrollo de la cultura del riesgo entre empresas no financieras que no cotizan en bolsa es lento a pesar de que se avanza en la formación de especialistas en riesgos. La cultura del riesgo financiero también se promueve entre las entidades públicas, entre estas se encuentra PEMEX que no solo utiliza la administración de riesgos para enfrentar sus riesgos financieros sino también los riesgos operativos, en su búsqueda de mejores condiciones crediticias para el financiamiento de proyectos así como mejores calificaciones de riesgo operativo para sus instalaciones.

El Instituto Mexicano del Seguro Social mediante la Dirección de Inversiones Financieras ha implementado procedimientos y políticas para la Administración de Riesgos Financieros mismos que se contemplan en la Norma que establece las disposiciones Generales de Administración de Riesgos Financieros de Inversión del Instituto Mexicano del Seguro Social.⁴⁹ La dirección de Inversiones Financieras cuenta con modelos y sistemas automatizados para llevar a cabo la medición, control y monitoreo de los riesgos financieros así como la variación de mercado de las inversiones. La estimación de exposición a riesgo de mercado y de crédito la realizan mediante el indicador Valor en Riesgo (VAR).

Es importante estar consciente que el proceso de la formación de la cultura del riesgo implica una línea de comunicación constante entre el consejo de administración, la alta dirección, la unidad de riesgo y las áreas de operación, de la empresa.

⁴⁹ Se encuentra publicada en el portal de internet del IMSS. <http://www.imss.gob.mx>

CAPITULO 3.

ADMINISTRANDO LOS RIESGOS EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

“La administración de riesgos no sólo convierte la incertidumbre en oportunidad, sino que evita el suicidio financiero y catástrofes de graves consecuencias”.

Alfonso de Lara Haro.

3.1. CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA PEQUEÑA Y MEDIANA

Una empresa en cualquier parte del mundo sin importar su tamaño y origen se define como:

“Una unidad económica de producción y decisión que, mediante la organización y coordinación de una serie de factores (capital y trabajo), persigue obtener un beneficio produciendo y comercializando productos o prestando servicios en el mercado”⁵⁰.

Con la definición anterior, obtenemos las características que presenta cualquier empresa:

- ✎ Cuenta con recursos humanos, de capital, técnicos y financieros.
- ✎ Sus actividades se dirigen a la producción, y/o distribución de bienes y servicios con la intención de satisfacer necesidades humanas primarias y secundarias.
- ✎ Busca maximizar sus beneficios.
- ✎ Para realizar sus actividades combina los factores de producción.
- ✎ Planea sus actividades de acuerdo a los objetivos que pretende alcanzar.
- ✎ Representa una importante organización social que forma parte del entorno económico y social de un país, así como de la tendencia del crecimiento y desarrollo social.
- ✎ Es sujeto de competencia diaria, por ello requiere modernización y racionalización de recursos mediante la programación.
- ✎ Es influenciada por todo lo que sucede en el medio ambiente natural, social, económico y político, pero sin duda, su actividad también repercute en la propia dinámica social.

En general, las pequeñas y medianas empresas (PyMES) comparten las mismas características enlistadas anteriormente, sin embargo pueden adoptar otras tendencias derivadas de su propio tamaño de producción y operación.

Aunado a lo anterior, es importante señalar que dentro del estrato de la pequeña empresa se identifican dos géneros:

- ✎ Empresas de subsistencia. Se trata de establecimientos creados con la intención de ser una fuente de empleo para el dueño y en la mayoría de los casos, el

⁵⁰ Andersen, Arthur. Diccionario de Economía y Negocios. España; ESPASA, 1999.

dueño funge como socio, empleado, administrador, productor y distribuidor si es el caso. Una de las principales características de esta categoría es que tienen un promedio de existencia de 2 años, la mayoría cierran pasando el año de su creación. Por ejemplo tiendas de abarrotes o empresas de producción tipo artesanal y/o familiar.

- ✎ Empresas con visión de crecimiento. Pertenecen a esta categoría las empresas que tienen la visión de superar a la etapa de simple supervivencia y aplican principios de administración con la intención de crecer buscando incluso llegar a ser medianas empresas. En muchos casos, desde el momento en que son creadas, sus dueños tienen visión a futuro.

En cuanto a las empresas medianas, en su mayoría son establecimientos que han pasado a una etapa siguiente de las empresas clasificadas como pequeñas con visión de crecimiento, es decir pasaron de pequeñas a medianas. Aunque no todas necesariamente pasaron por dicha etapa.

Las principales características de la Pequeña y Mediana empresa se resumen en la tabla 3.1 agrupadas en cinco áreas esenciales para cualquier entidad económica.

Tabla 3.1. CARACTERISTICAS DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Administración	{	<ul style="list-style-type: none"> ✎ Sus sistemas de contabilidad, administración y control son sencillos y empíricos en muchos casos. ✎ Los dueños así como familiares directos cooperan personalmente en la gestión.
Finanzas	{	<ul style="list-style-type: none"> ✎ Medios financieros limitados
Recursos Humanos	{	<ul style="list-style-type: none"> ✎ Número de personal limitado. ✎ La formación de los empleados cumple apenas el nivel básico. ✎ Normalmente inician con el personal estrictamente necesario para realizar sus principales funciones.
Producción	{	<ul style="list-style-type: none"> ✎ Procesos sencillos de fabricación. ✎ Programas de producción limitada. ✎ Fabricación de productos comunes. ✎ Equipos de producción y maquinaria sencillos. ✎ Principalmente, utilizan materias primas locales.
Operación	{	<ul style="list-style-type: none"> ✎ Sus mercados son limitados (algunas ya se están dirigiendo hacia el mercado externo). ✎ Bajos niveles de especialización. ✎ Promoción limitada y falta de mercadotecnia.

Fuente: Elaboración Propia.

3.1.1. CRITERIOS DE ESTRATIFICACIÓN.

Existen diversos criterios de clasificación de la pequeña y mediana empresa, algunos de acuerdo al sector y actividad que realizan.

Las principales variables que se han tomado como referencia para la clasificación de los diversos niveles de empresas son:

- ✎ Número de personal que utilizan.
- ✎ Valor de sus activos fijos.
- ✎ Ingresos.
- ✎ Ventas.

La clasificación de las empresas en México se realiza en base al sector económico y al número de empleados, el en cuadro 3.1 se muestran los últimos criterios de estratificación establecidos por la Secretaría de Economía.

Cuadro 3.1. CLASIFICACIÓN DE EMPRESAS EN MÉXICO

TAMAÑO/SECTOR	INDUSTRIA	COMERCIO	SERVICIOS
Micro	0-10	0-10	0-10
Pequeña	11-50	11-30	11-50
Mediana	51-250	31-100	51-100
Grande	251 en adelante	101 en adelante	101 en adelante

Fuente: Diario Oficial de la Federación 30-12-2002.

Cabe señalar que algunas cámaras e instituciones privadas que agrupan a empresas de diversos giros clasifican a las empresas de diferente manera por ejemplo de acuerdo a su actividad, rango de ventas y ubicación geográfica para facilitar el análisis y seguimiento de su comportamiento.

3.1.2. LA FORMAS DE ORGANIZACIÓN DE LAS PyMES

Una organización es una asociación de personas regulada por un conjunto de normas realizada para alcanzar un objetivo específico, implica un arreglo estructural que define y limita el comportamiento de sus miembros.

Elegir la forma de organización que adoptará la empresa es una decisión muy importante, pues ésta influye directamente en las operaciones de la empresa, como son pago de impuestos, cumplimiento de pasivos, formación de capital, sucesión así como beneficios y responsabilidades.

Existen diversas formas de organización de una empresa, en términos generales, las empresas principalmente operan bajo la estructura legal de propiedad, sociedad o corporación.

PROPIEDAD:

La propiedad que puede estar registrada como persona física o persona moral ante la autoridad tributaria, es la forma de organización más antigua y preferida por las PyMES, lo anterior porque representa el método más barato y sencillo para iniciar, operar y terminar un negocio. Muchas empresas pequeñas y medianas se inician como propiedad y sus estructuras organizacionales se vuelven más complejas en cuanto el negocio evoluciona. Bajo el esquema de propiedad, es una sola persona quien opera y dirige a la empresa, esta es la principal ventaja, ya que el propietario tiene la autoridad sobre las operaciones y actividades del negocio así que no existen socios o dueños externos que intervengan en la toma de decisiones, sin embargo en el ámbito fiscal existe la desventaja de que el dueño no es considerado como un empleado, por lo tanto no tiene derecho a los beneficios libres de impuestos que generalmente el patrón provee a los empleados como es el seguro de vida y seguro de gastos médicos.

SOCIEDAD:

La sociedad es una empresa formada voluntariamente por dos o más personas y es reconocida legalmente. Los derechos y obligaciones de los socios se establecen mediante un acuerdo de preferencia escrito, en el que se incluye:

- ✗ Nombre legal de la sociedad.
- ✗ Giro de la empresa.
- ✗ Duración de la sociedad.
- ✗ Contribución de cada uno de los socios.
- ✗ Ventas, préstamos y rentas a la sociedad.
- ✗ Retiro y salarios de los socios.
- ✗ Responsabilidad y autoridad de los socios.
- ✗ Disolución de la sociedad.
- ✗ Proceso de arbitraje.

En este tipo de organización cada socio tiene derecho a gozar de los beneficios, pero también es responsable por las deudas y/o pérdidas de la empresa. Ofrece la ventaja de crear un capital común ya que más de una persona provee capital y bienes para dar cumplimiento a las deudas de la empresa.

Existen diversas formas de sociedades, la más común es la Sociedad Anónima de Capital Variable (S.A. de C.V.), reconocida legalmente. La responsabilidad por el pago de impuestos y deudas recae en la empresa, ya que es considerada por la ley como una entidad separada de los dueños. Para su creación requiere al menos de dos socios y de una cantidad específica de capital establecida por el gobierno.

Existe también la Sociedad de Responsabilidad Limitada (S. de R. L.), en esta se combinan las características de la sociedad y de la corporación, en este caso, uno de los dueños es responsable por las obligaciones de la empresa pero las pérdidas y ganancias se distribuyen entre todos los dueños. Sin embargo enfrentan dificultad para negociar sus acciones, por lo que es más complicado obtener financiamiento mediante el mercado de valores.

CORPORACIONES:

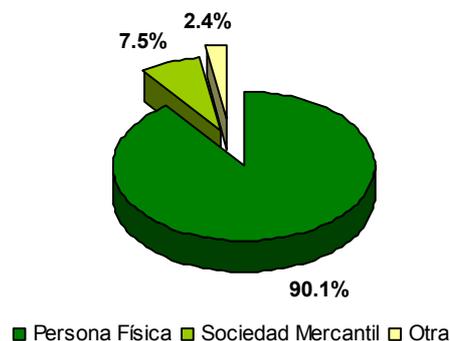
La corporación se forma por una o más personas quienes realizan una solicitud ante la autoridad competente para obtener un permiso, en la solicitud se incluyen la descripción del poder de la empresa y el proceso de su formación. Una vez aceptada su creación, es reconocida como una entidad legal, es decir puede ser demandada o embargada, acumular y vender bienes, e iniciar un negocio por separado de los accionistas.

La corporación implica la creación de una junta directiva que tendrá a su cargo establecer las políticas de la empresa, tomar decisiones y elegir al director quien estará cargo de manejar el negocio. La principal ventaja de esta forma de organización es que existe una separación entra la obligaciones de la empresa y las obligaciones de los dueños, en este caso, la máxima perdida que pueden enfrentar los accionistas es igual a la cantidad de su inversión. Otra ventaja es que pueden obtener financiamiento en los mercados de valores mediante la emisión de acciones. Para formar y dirigir una corporación se requieren mayores inversiones por lo que no es adecuada para la pequeña y mediana empresa.

LA ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL EN LOS ÚLTIMOS AÑOS:

De las diferentes formas de organización mencionadas, las pequeñas y medianas empresas por sus propias características adoptan principalmente la modalidad de propiedad, registrada fiscalmente como persona física. De acuerdo a los resultados de los censos económicos 2004 (Gráfico 3.1), del total de las unidades económicas que integran nuestro país, 90.1% realizó operaciones como persona física; 7.5% como sociedad mercantil; y el restante 2.4% presentó otra forma de organización, como sociedad cooperativa, asociación o sociedad civil.

Gráfico 3.1. ORGANIZACIÓN EMPRESARIAL EN MÉXICO
(% Total de las unidades económicas)



Fuente: INEGI Censos económicos 2004.

Las principales estructuras de organización de las empresas y sus características se detallan en el siguiente cuadro.

Cuadro 3.2. CARACTERÍSTICAS DE LAS ESTRUCTURAS ORGANIZACIONALES

<u>FORMA DE ORGANIZACIÓN</u>	<u>REQUISITOS</u>	<u>OBLIGACIONES DE LOS DUEÑOS</u>	<u>CONTINUIDAD DE LA EMPRESA</u>	<u>CAMBIO DE PROPIEDAD</u>	<u>CONTROL Y DIRECCIÓN</u>	<u>FACILIDAD PARA REUNIR CAPITAL</u>	<u>IMPUESTOS SOBRE LOS BENEFICIOS</u>
Propiedad	Por lo general no se pagan cuotas de registro	Responsabilidad limitada	Termina con el fallecimiento del dueño	Cambian de dueño el nombre y los bienes de la empresa	Total libertad para su control y dirección	Basada en la riqueza del dueño	Impuestos gravables sobre los ingresos del dueño
Sociedad	Generalmente no se pagan cuotas de registro	Responsabilidad limitada	Termina con el retiro o fallecimiento de una de los socios, lo contrario puede especificarse en el acuerdo de sociedad	Requiere del consentimiento de todos los socios	Toma de decisiones por mayoría de votos	Limitada a la disposición y capacidad de los socios	Los impuestos se gravan sobre el ingreso de los socios
Sociedad limitada	Se requiere un certificado	Los socios mayoritarios tienen responsabilidad limitada. La responsabilidad de los socios minoritarios equivale a su inversión en la empresa	El retiro o fallecimiento de los socios mayoritarios disuelve a la sociedad. No afecta si el evento ocurre a los socios minoritarios	Los socios minoritarios deben vender sus intereses	No se permite a los socios minoritarios formar parte de las tareas de dirección	La responsabilidad de los socios minoritarios es limitada	Se gravan sobre los ingresos de los socios

Fuente: Barragán Codina, José y Pagán, José A. ADMINISTRACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS. México; TRILLAS, 2002. P. 49.

→ Continúa cuadro 3.2. CARACTERÍSTICAS DE LAS ESTRUCTURAS ORGANIZACIONALES

<u>FORMA DE ORGANIZACIÓN</u>	<u>REQUISITOS</u>	<u>OBLIGACIONES DE LOS DUEÑOS</u>	<u>CONTINUIDAD DE LA EMPRESA</u>	<u>CAMBIO DE PROPIEDAD</u>	<u>CONTROL Y DIRECCIÓN</u>	<u>FACILIDAD PARA REUNIR CAPITAL</u>	<u>IMPUESTOS SOBRE LOS BENEFICIOS</u>
Corporación	Se requieren cuotas de registro y están sujetas a regulaciones gubernamentales	Equivalentes a su inversión en la empresa	No se afecta la continuidad de la empresa por el retiro o fallecimiento de los accionistas	Fácilmente por medio de la compra-venta de acciones	Los accionistas tienen la última palabra pero es la junta directiva quien controla las políticas de la empresa	Una de las formas de organización a la que se le facilita más reunir el capital	Los impuestos se gravan a nivel corporativo
Corporación	Se requieren cuotas de registro y están sujetas a regulaciones gubernamentales	Equivalentes a su inversión en la empresa	No se afecta la continuidad de la empresa por el retiro o fallecimiento de los accionistas	Fácilmente por medio de la compra-venta de acciones. Sin embargo es difícil encontrar compradores	Los accionistas tienen la última palabra pero es la junta directiva quien controla las políticas de la empresa	Una de las formas de organización a la que se le facilita más reunir el capital	Los impuestos se gravan sobre el ingreso de los accionistas
Compañías con responsabilidad limitada	Se requieren cuotas de registro y están sujetas a regulaciones gubernamentales	Equivalentes a su inversión en la empresa	No se afecta la continuidad de la empresa por el retiro o fallecimiento de los accionistas	Fácilmente por medio de la compra-venta de acciones. Sin embargo es difícil encontrar compradores	Los accionistas tienen la última palabra pero es la junta directiva quien controla las políticas de la empresa	Una de las formas de organización a la que se le facilita más reunir el capital	Los impuestos se gravan sobre el ingreso de los accionistas

Fuente Barragán Codina, José y PAGÁN, José A. ADMINISTRACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS. México; TRILLAS, 2002. P. 49.

EMPRESA INFORMAL.

Existe también otro tipo de empresas no organizadas formalmente, son negocios no registrados dedicados a la producción de bienes o la prestación de servicios con la finalidad primordial de crear empleos y generar ingresos para las personas que realizan esta actividad. Deciden operar de manera informal (no tienen un domicilio establecido), con la finalidad de evadir regulaciones gubernamentales y los impuestos.

3.1.3. ESTRUCTURA FISCAL DE LAS PYMES

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos estipula la obligación de los mexicanos de contribuir al gasto público por medio del pago de impuestos, deber que fundamenta en el Código Fiscal de la Federación, mismo que es aplicable a personas físicas y morales; en este ordenamiento se establecen los diversos tecnicismos y figuras a aplicar, así como los derechos y obligaciones de los diversos contribuyentes que se encuentran regulados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, que establece mediante la Ley de Ingresos de la Federación los impuestos a recaudar tanto a personas físicas como morales, los principales se enlistan a continuación.

- ✎ Impuesto sobre la renta.
- ✎ Impuesto al valor agregado.
- ✎ Impuesto al activo.
- ✎ Impuestos al Comercio Exterior.
- ✎ Impuesto sobre tenencia o uso de vehículos.

Además de los impuestos ya señalados, las empresas también deben cumplir con las obligaciones tributarias que señalan los estados o municipios donde se encuentran establecidas, entre ellos:

- ✎ Impuesto Sobre Nóminas.
- ✎ Impuesto predial.
- ✎ Impuesto sobre adquisición de Inmuebles.

Estos últimos varían de acuerdo a cada municipio y/o entidad federativa debido a la autonomía de cada Estado.

La figura fiscal que puede elegir el empresario será determinada en base a las distintas leyes aplicables de acuerdo con su dimensión, giro y área del negocio de acuerdo al Código civil, en nuestro país, las personas se clasifican en físicas y morales, y es importante definir bajo que figura se llevarán a cabo las actividades empresariales ya que las leyes establecen un trato diferente para cada una, de esto depende la forma y requisitos para darse de alta en el Registro Federal de Contribuyentes así como de las obligaciones que adquieren. Así, cada empresa deberá cumplir con sus obligaciones en función de su propio giro, con los requisitos que le apliquen en lo particular y que se encuentren establecidos en cada régimen en que se encuentre tributando.

En los siguientes párrafos realizó una descripción del Impuesto Sobre la Renta, mismo que se encarga de gravar el ingreso o utilidad que obtiene el contribuyente por realizar actividades empresariales y/o profesionales. Esta Ley se conforma de VII títulos, uno de ellos es destinado a las Personas Morales (II) y otro para personas Físicas (IV).

PyMES PERSONAS MORALES.

Una persona moral es una agrupación de personas que se unen con un fin determinado, puede constituirse bajo diferentes modalidades entre las que destacan las diferentes sociedades mercantiles como sociedad anónima, sociedad de responsabilidad limitada, sociedad cooperativa, también se consideran los casos de sociedades civiles, de producción rural, y fideicomisos así como algunas otras modalidades que dependen del giro, monto de inversión, objetivo de la creación y otros aspectos operativos de la empresa.

Criterios generales para calcular el ISR de personas morales:

El artículo 10 de la Ley del ISR establece que las personas morales deberán calcular el impuesto sobre la renta, aplicando al resultado fiscal obtenido en el ejercicio la tasa del 28%.

Para ello se requiere determinar una base gravable sobre la cual se calcula el impuesto correspondiente siendo la mecánica de forma general la siguiente:

Ingresos del ejercicio
(-) Deducciones autorizadas
(=) **Utilidad fiscal**
(-) Pérdidas fiscales de otros ejercicios
(=) **Resultado fiscal**
(-) PTU si es el caso
(X) 28% tasa general de ISR.
(=) **Impuesto a pagar**

Lo anterior implica considerar todos los ingresos de la empresa y reconocer los gastos que ésta realiza durante el año, tomando en cuenta diversos requisitos en cuanto a la acumulación de ingresos y los egresos deducibles o gastos así como de la inversión. Es decir no todos los ingresos gravan o pagan impuesto ni tampoco todos los egresos se pueden deducir.

Existen tres regímenes en que pueden tributar las personas morales:

Régimen de consolidación fiscal.

Se clasifican en este régimen las sociedades controladoras residentes en México, que sean propietarias de más del 50% de las acciones con derecho a voto ya sea en forma directa, indirecta o de ambas formas de una sociedad controladora, la tenencia indirecta se refiere a aquella que tenga la sociedad controladora por conducto de otra u otras sociedades que a su vez sean controladas por la misma sociedad controladora.

Régimen simplificado.

En este régimen están consideradas las personas morales dedicadas exclusivamente al autotransporte terrestre de carga o de pasajeros, siempre que no presten preponderantemente sus servicios a otra persona moral residente en el país o en el extranjero, que se considere parte relacionada, las de derecho agrario que se dediquen exclusivamente a actividades agrícolas, ganaderas o silvícolas, así como las demás personas morales que se dediquen exclusivamente a dichas actividades, las que se dediquen exclusivamente a actividades pesqueras, las constituidas como empresas integradoras⁵¹ y las sociedades cooperativas de autotransportistas dedicadas exclusivamente al autotransporte terrestre de carga o de pasajeros.

De las sociedades cooperativas de producción.

Pertencen a esta categoría las sociedades cooperativas de producción que únicamente se encuentran constituidas por socios personas físicas.

PYMES PERSONAS FÍSICAS

Una persona física es un individuo con capacidad para contraer obligaciones y ejercer derechos. La persona física es aquella que con su personalidad jurídica y patrimonio propio responde ante el Estado y la sociedad con sus derechos y obligaciones de acuerdo a las leyes y ordenamientos jurídicos tanto en los establecidos por la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos que le otorga sus garantías individuales como en los ordenamientos de derecho común.

Existen diversas formas de gravar a las personas físicas de acuerdo a las actividades que realizan, éstas pueden ser entre otras, salarios, honorarios, arrendamientos, enajenación de bienes y adquisición, actividades empresariales, intereses, dividendos, premios, etc., sin embargo el interés de esta investigación es abordar el tema de ingresos por actividades empresariales.

Están obligadas al pago del impuesto bajo este régimen las personas físicas que perciben ingresos derivados de la realización de actividades empresariales o de la prestación de servicios profesionales, así como las personas físicas residentes en el extranjero que tengan uno o varios establecimientos permanentes en el país y que perciban ingresos atribuibles a los mismos, derivados de las actividades empresariales o de la prestación de servicios profesionales.

Se consideran ingresos por actividades empresariales a los provenientes de la realización de actividades comerciales, industriales, agrícolas, ganaderas, de pesca o silvícolas.

⁵¹ La empresa integradora es una forma de organización empresarial que asocia a personas físicas o morales de escala micro, pequeña y mediana (PyMES) formalmente constituidas. Su objeto social es prestar servicios especializados a sus socios, tales como: gestionar el financiamiento, comprar de manera conjunta materias primas e insumos, vender de manera consolidada la producción, lo anterior con la intención de responder con competitividad al mercado.

Los contribuyentes de este régimen deben efectuar pagos provisionales mensuales a cuenta del impuesto del ejercicio anual, dicho pago se determina restando de la totalidad de los ingresos obtenidos en el periodo comprendido desde el inicio del ejercicio y hasta el último día del mes al que corresponde el pago las deducciones autorizadas correspondientes al mismo periodo y la participación de los trabajadores en las utilidades de las empresas pagada en el ejercicio, y en su caso, las pérdidas fiscales ocurridas en ejercicios anteriores que no se hubieran disminuido.

De acuerdo al artículo 177 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta, las personas físicas deberán calcular sus impuestos del ejercicio anual sobre la base de ingresos descrita en el párrafo anterior considerando la siguiente tabla:

Tabla 3.2. TARIFA PARA CALCULAR EL I.S.R. DE PERSONAS FÍSICAS

<u>Límite inferior</u>	<u>Límite superior</u>	<u>Cuota fija</u>	<u>Por ciento sobre el excedente del límite inferior.</u>
0.01	5,952.84	0.00	3.00
5,952.85	50,524.92	178.56	10.00
50,524.93	88,793.04	4,635.72	17.00
88,793.05	103,218.00	11,141.52	25.00
103,218.01	En adelante	14,747.76	28.00

Fuente: Ley del Impuesto Sobre la Renta.

Las personas físicas gozan de un subsidio contra el impuesto que se calcula considerando el ingreso y el impuesto determinado conforme a la tarifa contenida en el artículo 177 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta (tabla 3.3) y a los que se les aplicará el cálculo de la siguiente tabla:

Tabla 3.3. TARIFA PARA CALCULAR SUBSIDIO DE PERSONA FÍSICAS

<u>Límite inferior</u>	<u>Límite superior</u>	<u>Cuota fija</u>	<u>Por ciento sobre el excedente del límite inferior.</u>
0.01	5,952.84	0.00	50.00
5,952.85	50,524.92	88.28	50.00
50,524.93	88,793.04	2,318.04	50.00
88,793.05	103,218.00	5,570.28	50.00
103,218.01	123,580.20	7,373.88	50.00
123,580.21	249,243.48	10,224.60	40.00
249,243.49	392,841.96	24,298.92	30.00
392,841.97	En adelante	36,361.20	0.00

Fuente: Ley del impuesto sobre la Renta.

El impuesto marginal mencionado en esta tabla es el que resulte de aplicar la tasa que corresponda en la tarifa del artículo 177 de la Ley en mención al ingreso excedente del límite inferior. Los regímenes que señala la Ley del ISR para personas físicas se detallan a continuación.

Régimen intermedio de personas con actividad empresarial.

En esta categoría se consideran a las personas físicas que realizan exclusivamente actividades empresariales, cuyos ingresos obtenidos en el ejercicio inmediato anterior por dichas actividades son superiores a \$1'750,000.00 sin que en dicho ejercicio excedan de \$4'000,000.00 pesos mexicanos.

Los contribuyentes de este régimen están obligados a contar con máquinas registradoras de comprobación fiscal, equipos o sistemas electrónicos de registro fiscal para realizar el registro de las operaciones que realizan con el público en general.

Las personas físicas pertenecientes a este esquema tributario, deben efectuar pagos mensuales a cuenta del impuesto del ejercicio anual ante las oficinas autorizadas de la Entidad Federativa en la cual obtienen sus ingresos a más tardar el día 17 del mes inmediato posterior a aquel al que corresponda el pago.

El pago mensual se determinará aplicando la tasa del 5% al resultado que se obtenga después de aplicar la tarifa correspondiente de la tabla 3.4 al resultado del periodo que se obtiene de restar a la totalidad de los ingresos obtenidos en el periodo comprendido desde el inicio del ejercicio y hasta el último día del mes al que corresponde el pago, las deducciones autorizadas correspondientes al mismo periodo, la participación de los trabajadores en las utilidades de las empresas pagada en el ejercicio así como las pérdidas fiscales ocurridas en ejercicios anteriores que no se hubieran disminuido si es el caso.

Tabla 3.4. RETENCIÓN A INGRESOS DE UN MES CALENDARIO

<u>Límite inferior</u>	<u>Límite superior</u>	<u>Cuota fija</u>	<u>Por ciento sobre el excedente del límite inferior</u>
0.01	496.07	0.00	3.00
496.08	4,210.41	14.88	10.00
4,210.42	7,399.42	386.31	17.00
7,399.43	8,601.50	928.46	25.00
8,601.51	En adelante	1,228.98	28.00

Fuente: Ley del Impuesto Sobre la Renta.

NOTA: Los pagos mensuales efectuados conforme a este artículo, también serán acreditables contra el Impuesto del ejercicio.

Régimen de pequeños contribuyentes.

Este régimen aplica a personas físicas que realizan actividades empresariales, que únicamente enajenan bienes o prestan servicios al público siempre que sus ingresos por su actividad empresarial y los intereses obtenidos en el año de calendario anterior no excedan la cantidad de \$2'000,000.00 pesos mexicanos.

El artículo 138 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta estipula que las personas físicas que tributen bajo el régimen de pequeños contribuyentes (REPECOS en la jerga

contable) deben realizar el cálculo de sus impuestos aplicando la tasa del 2% a la diferencia que resulte de disminuir al total de los ingresos que obtengan en el mes en efectivo, en bienes o en servicios, un monto equivalente a un mes de cuatro veces el salario mínimo general del área geográfica del contribuyente. Ejemplo del cálculo de impuestos para Régimen de Pequeños contribuyentes:

Tabla 3.5. REPECOS Calculo mensual de ISR

Concepto	Pesos mexicanos
Ingresos Totales	\$150.000.00
(-) Deducciones*	\$5,480.40
Diferencia	\$144,159.60
(X) Tasa ISR	2%
ISR Mensual	\$2,890.392

Fuente: Elaboración propia con información de la Ley del ISR.

*Salario mínimo área geográfica "A"= 48.67 pesos.

DERECHOS Y OBLIGACIONES FISCALES DE LAS PyMES.

OBLIGACIONES:

Las obligaciones que adquieren los contribuyentes varían de acuerdo al régimen al que pertenecen, en general podemos mencionar las siguientes.

- ✘ Inscribirse en el Registro Federal de Contribuyentes de la SHCP.
- ✘ Presentar su domicilio e identidad.
- ✘ Solicitar su cédula de identificación fiscal.
- ✘ Inscribir a sus trabajadores.
- ✘ Llevar su contabilidad acorde a los sistemas y registros autorizados por el Código Fiscal.
- ✘ Realizar las retenciones de impuestos correspondientes.
- ✘ Expedir comprobantes fiscales de acuerdo a lo que establece el código mencionado.
- ✘ Conservar comprobantes que acrediten los ingresos que perciban, mismos que deberán reunir los requisitos establecidos en el Código Fiscal de la Federación y su Reglamento.
- ✘ Presentar sus declaraciones en los términos establecidos para cada régimen en particular.
- ✘ Proporcionar la información requerida por parte de la autoridad en las diversas revisiones que se realizan para cada contribuyente.
- ✘ Formular un estado de posición financiera y levantar inventario de existencias al 31 de diciembre de cada año, de acuerdo con las disposiciones reglamentarias respectivas.

- ✎ Cuando el contribuyente inicie o deje de realizar actividades empresariales, deberá formular un estado de posición financiera referido a cada uno de los momentos mencionados.

DERECHOS:

Existe la Ley Federal de los Derechos del Contribuyente⁵² que tiene por objetivo regular los derechos y garantías de los contribuyentes en sus relaciones con las autoridades fiscales. La ley en mención está integrada por cinco capítulos que contemplan los siguientes puntos:

- ✎ Disposiciones generales.
- ✎ Información, difusión y asistencia al contribuyente.
- ✎ Derechos y garantías en los procedimientos de comprobación.
- ✎ Derecho y garantías en el procedimiento sancionador.
- ✎ Medios de defensa del contribuyente.

Entre los diversos derechos que otorga a los contribuyentes, se enlistan los siguientes:

- ✎ Ser informado y asistido por las autoridades tributarias en el cumplimiento de sus obligaciones tributarias.
- ✎ Obtener las devoluciones de impuestos que procedan en términos del código Fiscal de la Federación
- ✎ Conocer el estado de tramitación de los procedimientos de los que sea parte.
- ✎ Conocer la identidad de las autoridades fiscales bajo cuya responsabilidad se tramiten los procedimientos en los que tengan condición de interesados.
- ✎ Obtener la certificación y copia de las declaraciones presentadas por los contribuyentes y no aportar documentos que ya se encuentren en poder de la autoridad fiscal.
- ✎ Carácter de reserva de datos, informes y antecedentes que de los contribuyentes y terceros conozcan los servidores públicos de la administración tributaria.
- ✎ Ser tratado con respeto y consideración por servidores públicos de la administración pública.
- ✎ Formular alegatos, presentar y ofrecer como pruebas documentos conforme a las disposiciones fiscales.
- ✎ Derecho a corregir su situación fiscal con motivo del ejercicio de las facultades de comprobación que lleven a cabo las autoridades fiscales. Los contribuyentes que corrijan su situación fiscal pagarán una multa equivalente al 20% de las contribuciones omitidas.

⁵² Tomada del sitio www.solucionpymes.com

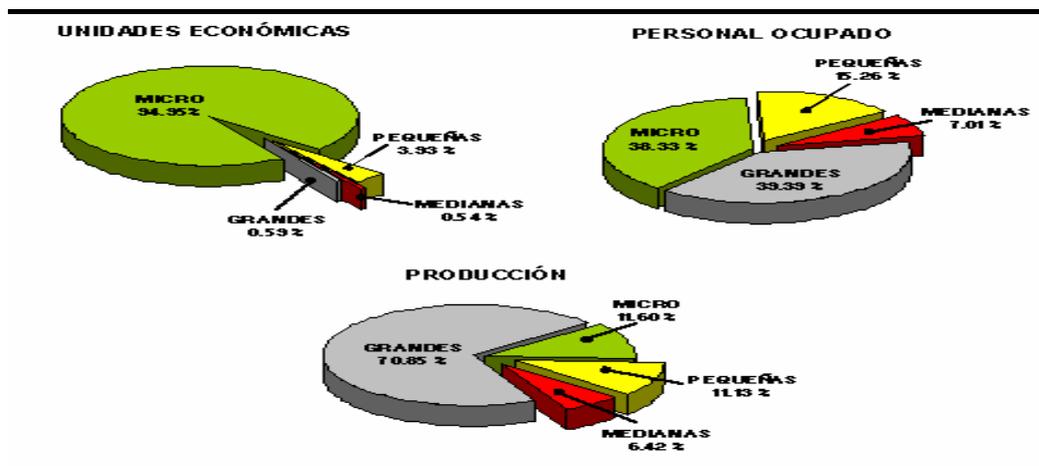
- ✎ Presentar promociones y consultas a la autoridad, es decir realizar solicitudes y opiniones en los diversos temas fiscales y regimenes que les son aplicables.
- ✎ Acceder a los registros y documentos que formen parte del expediente abierto a su nombre.
- ✎ Tener acceso claro y oportuno a la información, difusión y asistencia por parte de las autoridades fiscales.
- ✎ En materia de defensa del contribuyente éste puede disponer de los recursos y medios de defensa, contar los actos dictados por las autoridades fiscales, así como el derecho a que en la notificación de dichos actos se indique el recurso o medio de defensa procedente, el plazo para su interposición y el órgano ante el que debe formularse.

3.2. IMPORTANCIA DE LAS PyMES DENTRO DE LA ECONOMÍA MEXICANA

En los últimos quince años, el tema de la pequeña y mediana empresa tiene mayor relevancia tanto en países desarrollados como en países en desarrollo, debido a que representan una importante fuente de empleo y su contribución a la producción es fundamental para el crecimiento y desarrollo de cualquier economía.

De acuerdo a la información reportada por el Instituto Nacional de Geografía e Informática en los Censo Económicos 2004 (Gráfico 3.2), en nuestro país existen 3,005,157 unidades económicas; el 99.41 por ciento son micro, pequeñas y medianas empresas, y menos del 1 por ciento pertenecen al grupo de las grandes empresas. En contraste, las empresas grandes se ubican en primer lugar como generadoras de empleo con cerca el 40 por ciento, seguidas por la microempresa que genera 38.33 por ciento y finalmente de manera conjunta, la pequeña y mediana empresa ocupan el 22.28 por ciento del total de la fuerza laboral activa. En cuanto a su participación en la producción nacional, las PyMES generan el 17.55 del Producto Interno Bruto, la microempresa participa con el 11.60 por ciento y la gran empresa genera el 70.85 por ciento.

Gráfico 3.2. PyMES EN MÉXICO, GENERACIÓN DE EMPLEO Y CONTRIBUCIÓN AL PIB



Fuente: INEGI, Censos económico 2004.

Cabe señalar que el total de unidades económicas reportadas por los censos económicos 2004 es 10.2 por ciento mayor respecto a las reportadas en los censos de 1999 (cuadro 3.3), los establecimientos clasificados como pequeños incrementaron 47.2 por ciento; de forma diferente se comportan las empresas medianas que disminuyeron 28.9 puntos porcentuales en el mismo periodo, llama la atención un importante incremento del número de empresas grandes que asciende a 160.4 por ciento, mientras que la microempresa sólo incrementó sólo 9 por ciento. En forma conjunta, el número de empresas pequeñas y medianas tuvo un incremento de 30.4 por ciento, respaldado por el aumento de empresas pequeñas.

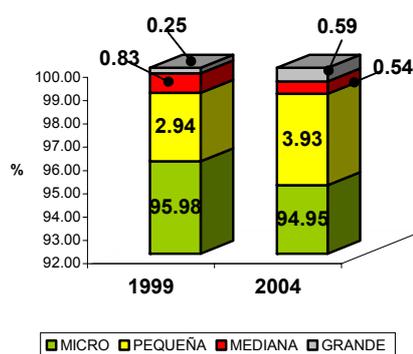
Cuadro 3.3. ESTABLECIMIENTOS EN MÉXICO 1999-2004.

TAMAÑO	2004	1999	Tasa de Crecimiento
MICRO	2,853,291	2,616,660	9.0
PEQUEÑA	118,085	80,237	47.2
MEDIANA	16,142	22,694	-28.9
GRANDE	17,639	6,775	160.4
MIPYMES	2,987,518	2,719,591	9.9
PYMES	134,227	102,931	30.4

Fuente: INEGI, Censos económicos 1999 y 2004.

Analizando el comportamiento de la estructura empresarial (Gráfico 3.3), se observa una disminución para 2004 de 1.03 puntos porcentuales en la participación de la microempresa respecto a 1999 que dominaba el 94.95 % del total de las empresas en México, en cambio las empresas pequeñas incrementaron su contribución en 0.99 puntos porcentuales de 1999 a 2004 alcanzando actualmente 3.93 %, mientras que la colaboración de la mediana empresa disminuyó 0.30 puntos al constituir sólo 0.54 por ciento de los 3, 005,157 establecimientos de México en el 2004.

Gráfico.3.3. PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DEL TOTAL DE EMPRESAS 1999-2004

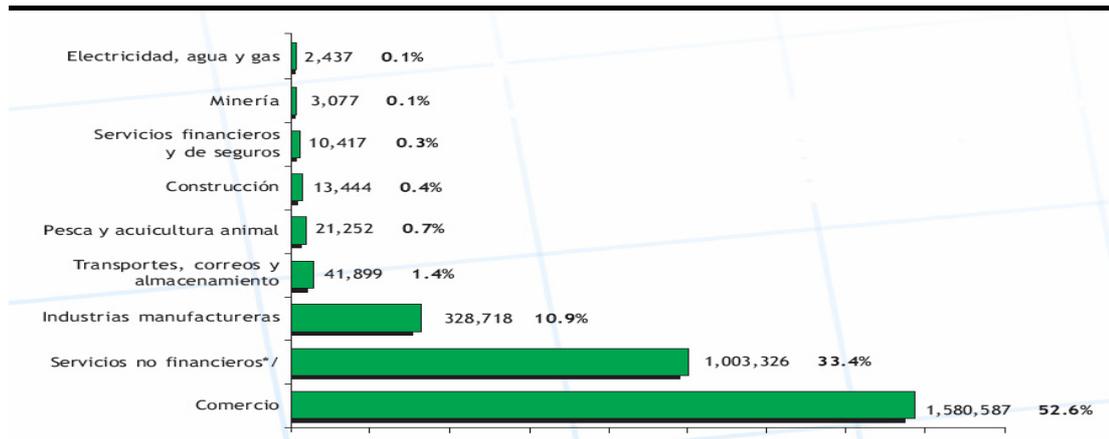


Fuente: INEGI, Censos económicos 1999 y 2004.

En base a las cifras de los citados Censos, la principal actividad realizada por la unidades económicas en general (gráfico 3.4) fue el comercio con 52.6% seguido por el

sector de servicios no financieros con 33.4%, contra un 10.9% de la industria manufacturera. En cuanto a las empresas dedicadas a la prestación de servicios financieros y de seguros representan 0.3%, menos de la mitad de un punto porcentual, superada por la industria de la construcción que ocupa el sexto lugar de importancia con 0.4% del total de la actividad. Los sectores con menor actividad fueron minería con 0.1% y Electricidad, agua y gas con 0.1%.

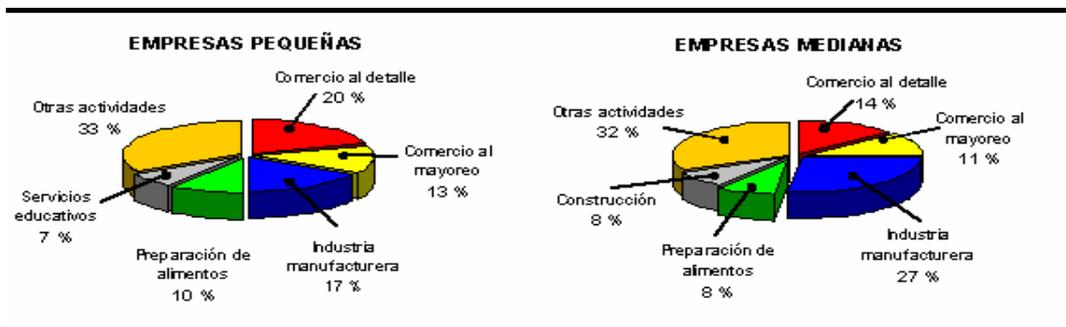
Gráfico 3.4. TOTAL DE EMPRESAS POR SECTOR ECONÓMICO



Fuente: INEGI, Censos Económicos 2004.

El desempeño de las pequeñas y medianas empresas por sector económico (gráfico 3.5), muestra, que como en el total de las unidades económicas, la mayoría de estas empresas se dedican a la actividad comercial destacando que la pequeña empresa tiene un mayor enfoque hacia el comercio al detalle; el 20% contra un 13% que corresponde a comercio al mayoreo, dicho comportamiento es semejante para la empresa mediana aunque la diferencia entre ambos porcentajes es menor, con 14% y 11% para el comercio al detalle y al mayoreo respectivamente. La industria manufacturera, ocupa el segundo lugar de importancia para la empresa pequeña con 17% y el primer lugar de importancia para la mediana empresa, que abarca el 27% del total de las unidades económicas clasificadas en dicho estrato empresarial. Las empresas dedicadas a la preparación de alimentos representan el 10% y 8% de las pequeñas y medianas empresas respectivamente. Finalmente, las actividades de servicios educativos en la empresa pequeña ocupa el 7% y el sector de la construcción absorbe el 8% del total de la mediana empresa.

Gráfico 3.5. PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA COMPOSICIÓN POR SECTOR ECONÓMICO



Fuente: INEGI. Censos económicos 2004.

Finalmente, la distribución geográfica de las empresas en nuestro país refleja una importante concentración en pocos estados, las unidades económicas se ubican en siete estados de nuestra república con el siguiente orden de importancia:

- ✎ Distrito Federal 11.4 %,
- ✎ Estado de México 12.1 %,
- ✎ Jalisco 7.1%,
- ✎ Veracruz de Ignacio de la Llave 6.1%,
- ✎ Puebla 5.5%,
- ✎ Guanajuato 5.0% y
- ✎ Michoacán de Ocampo 4.7 %.

Por su parte, los efectos de una distribución no homogénea provoca también la concentración del empleo en dichas entidades federativas.

De acuerdo a su tamaño, las empresas de nuestro país se distribuyen de la siguiente forma:

- ✎ Nuevo León, Baja California, Distrito Federal, Sonora, Chihuahua, y Coahuila: mayor número de empresas grandes y medianas.
- ✎ Chiapas, Oaxaca, Puebla, Tabasco y Veracruz, predomina la empresa micro y pequeña.

3.2.1 PROGRAMAS DE APOYO A LAS PyMES.

A partir de los años noventa, el tema de la pequeña y mediana empresa comenzó a tener mayor importancia en México y en el mundo. Las PyMES de países desarrollados como Alemania, Italia y España entre otros, comenzaron a dar muestras de los beneficios generados por los programas de apoyo implementados por dichos gobiernos. En nuestro país, el impulso de la micro, pequeña y mediana empresa ha sido prioridad en el Plan de Desarrollo de la Administración actual, con la intención de incrementar la competitividad empresarial y promover la creación de fuentes de empleo.

Actualmente existen 134 programas de apoyo (cuadro 3.4) para las micro, pequeñas y medianas empresas implementados por el Gobierno Federal⁵³ y dirigidos a la atención de diferentes problemáticas y áreas de la empresa (cuadro 3.5).

⁵³ Comisión Intersecretarial de Política Industrial. (CIPI). Ver: www.cipi.gob.mx

Cuadro 3.4. PROGRAMAS DE APOYO POR DEPENDENCIA

<u>INSTITUCIÓN</u>	<u>No. DE PROGRAMAS</u>
BANCOMEXT	21
CONACYT	7
NAFIN	19
S. ECONOMÍA	34
SAGARPA	6
SECODAM	3
SEDESOL	4
SEMARNAT	13
SEP	4
SHCP	18
STPS	5

FUENTE. CIPI.

Cuadro 3.5. PROGRAMAS POR TIPO DE APOYO

<u>TIPO DE PROGRAMA</u>	<u>NÚMERO</u>
Apoyos y estímulos fiscales	24
Apoyos a las actividades exclusivas de las dependencias y entidades	22
Sistemas de información	1
Servicios de orientación y concentración interinstitucional	12
Capacitación, asistencia técnica y consultoría empresarial	28
Créditos, capital de riesgo y subsidios	14
Créditos y servicios financieros que otorga la banca de desarrollo	25
Desarrollo regional y encadenamiento productivo	8

FUENTE. CIPI.

Algunos de los programas en mención se enlistan a continuación:

Banco de comercio exterior (BANCOMEXT):

- ☒ Programa de financiamiento a PyMES.
- ☒ Apoyo a la creación y desarrollo de empresas exportadoras.

Consejo Nacional para la Ciencia y la Tecnología (CONACYT):

- ☒ Programa de modernización tecnológica.
- ☒ Fondo de inversión para la investigación y desarrollo tecnológico (FIDETEC).
- ☒ Programa de apoyo para el desarrollo de proyectos conjuntos (PAIDEC).
- ☒ Programa de vinculación académica - empresa (PROVINC).
- ☒ Centros de desarrollo tecnológico SEP – CONACYT.

Secretaría del Trabajo y Previsión social (STPS):

- ✘ Calidad integral modernización (CIMO).
- ✘ Guías técnicas de autosugestión.

Secretaría de Economía (S. ECONOMÍA):

- ✘ Red de centros regionales para la competitividad empresarial (RED CENTRO-CRECE) de consultoría y asistencia personal.
- ✘ Comité Nacional de Innovación y modernización Tecnológica (COMPITE).
- ✘ Programa de capacitación y modernización del comercio al detallista (PROMODE).
- ✘ Programa de encadenamientos productivos.
- ✘ Programa marcha hacia el Sur (acciones de desarrollo regional y capacitación laboral).
- ✘ Programas de centros de distribución en Estados Unidos.
- ✘ Fondo de apoyo a la micro, pequeña y mediana empresa.
- ✘ Programa de banca social y microcréditos.

Nacional Financiera (NAFIN):

- ✘ Programas de financiamiento a PyMES (Créditos a tasa fija, créditos de primer piso, garantías, créditos para desarrollo tecnológico, proveedores, etc.).
- ✘ Capacitación y asistencia técnica a través de cursos presenciales y en línea.
- ✘ Programa de desarrollo de proveedores.
- ✘ Red de negocios NAFIN.
- ✘ Modernización del autotransporte.
- ✘ Contactar a las empresas con los intermediarios de servicios especializados (fondos de inversión, servicios fiduciarios, servicios financieros, banca de inversión, etc.).

Las áreas prioritarias de apoyo a las pequeñas y medianas empresas son el fomento a la productividad, desarrollo regional, encadenamientos productivos, financiamiento, esquemas de garantías, internacionalización de MPYMES y cooperación internacional.

3.2.2.1. EL PAPEL DE LA SECRETARÍA DE ECONOMÍA

El rol de la Secretaria de Economía anteriormente Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, ha sido de vital importancia para el impulso de las PyMES de nuestro país, mediante la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana empresa crea y da seguimiento a

programas de apoyo dirigidos a este sector empresarial. La participación por decreto⁵⁴ de la Secretaría de Economía en la promoción y creación de programas de apoyo a las PyMES con visión a largo plazo abarca los siguientes aspectos:

Fomento a la competitividad:

- ✎ Capacitación y formación empresarial, mediante asesoría y consultoría.
- ✎ Fomentar la construcción de incubadoras de empresas y formación de emprendedores.
- ✎ Formación, integración y apoyo a las cadenas productivas,⁵⁵ agrupamientos empresariales, y vocaciones productivas locales y regionales.
- ✎ Promover una cultura tecnológica en las MIPYMES impulsando su modernización, innovación y desarrollo tecnológico.
- ✎ Desarrollar enlaces entre proveedores y distribuidores con las MIPYMES.
- ✎ Buscar la consolidación de oferta dirigida al mercado exterior.
- ✎ Proveer de Información general en materia económica acorde a las necesidades de las MIPYMES.
- ✎ Fomentar el desarrollo sustentable en el marco de la normativa ecológica aplicable.

Apoyo al financiamiento:

- ✎ Facilitar el acceso al financiamiento de las MIPYMES, para su capitalización e incremento de su producción así como para la constitución de nuevas empresas y consolidación de las existentes.
- ✎ Procurar esquemas de apoyo a las MIPYMES a través de la concurrencia de recursos de la Federación, de las Entidades Federativas, del Distrito Federal y de los Municipios, así como de los Sectores privado y social.
- ✎ Promover esquemas que faciliten el acceso al financiamiento público y privado a las MIPYMES.
- ✎ Dar seguimiento a los resultados de los programas de apoyo establecidos por el Gobierno Federal.

⁵⁴ Ley para el desarrollo de la competitividad de la micro, pequeña y mediana empresa que tiene por objetivo promover el desarrollo económico nacional a través del fomento a la creación de micro, pequeñas y medianas empresas y el apoyo para su viabilidad, productividad, competitividad y sustentabilidad. Asimismo incrementar su participación en los mercados, en un marco de crecientes encadenamientos productivos que generen mayor valor agregado nacional. **Estipula que la Secretaría de Economía es la autoridad encargada de aplicar esta Ley y de establecer convenios entre autoridades federales, estatales y municipales para coordinar el apoyo a la micro, pequeña y mediana empresa.** Del sitio www.solucionpymes.com.mx

⁵⁵ Sistemas productivos que integran conjuntos de empresas que añaden valor agregado a productos o servicios a través de las fases del proceso económico.

Fondo PYME:

El Fondo de Apoyo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FONDO PYME) fue creado con el objetivo de promover el desarrollo económico nacional, a través del otorgamiento de apoyos de carácter temporal a proyectos que fomenten la creación, desarrollo, consolidación, viabilidad, productividad, competitividad y sustentabilidad de las micro, pequeñas y medianas empresas. En los proyectos señalados, podrán ser beneficiarias las grandes empresas, cuando contribuyan de manera directa o indirecta a la consecución de las actividades señaladas anteriormente.⁵⁶

Son objetivos específicos del FONDO PYME:⁵⁷

- ✎ Contribuir a la conservación y generación de empleos formales.
- ✎ Promover el desarrollo económico regional y sectorial.
- ✎ Fomentar la creación de micro, pequeñas y medianas empresas competitivas y estimular el fortalecimiento de las empresas existentes.
- ✎ Fomentar la cultura emprendedora.
- ✎ Promover oportunidades de desarrollo productivo.
- ✎ Fomentar la innovación, el desarrollo y la modernización tecnológica de las micro, pequeñas y medianas empresas.
- ✎ Estimular la formación de consultores y capacitadores especialistas en atención a las micro, pequeñas y medianas empresas.
- ✎ Impulsar la estandarización de calidad de servicios de capacitación y consultoría a las micro, pequeñas y medianas empresas, a través de procesos de certificación.
- ✎ Fomentar en las micro, pequeñas y medianas empresas, el uso de las tecnologías de información y comunicaciones, a través de plataformas de capacitación y consultoría.
- ✎ Fomentar la integración y fortalecimiento de cadenas productivas estratégicas;
- ✎ Contribuir al desarrollo de infraestructura industrial, comercial y de servicios;
- ✎ Impulsar la inversión productiva.
- ✎ Fortalecer la presencia de las micro, pequeñas y medianas empresas en los mercados.
- ✎ Estimular la inversión de recursos financieros para la creación e inicio de operaciones de las micro, pequeñas y medianas empresas.
- ✎ Fomentar la integración y/o asociación empresarial.

⁵⁶ CAPÍTULO I, Artículo 1º. Del **Acuerdo por el que se establecen las Reglas de operación para el Otorgamiento de Apoyos del Fondo de Apoyo para la Micro, Pequeña y Mediana empresa**. D.O.F. 18 de febrero de 2005. Pág. 1 Segunda sección.

⁵⁷ CAPÍTULO I, Artículo 2º. Ibid. Pág. 1-2. Segunda sección.

- ✎ Fomentar el acceso al financiamiento en general y al crédito en particular de las micro, pequeñas y medianas empresas.
- ✎ Multiplicar y fortalecer los canales y productos financieros dedicados a las micro, pequeñas y medianas empresas.
- ✎ Contribuir al desarrollo de un sistema nacional de financiamiento para las micro, pequeñas y medianas empresas.
- ✎ Fortalecer la capacidad de gestión del empresario de las micro, pequeñas y medianas empresas ante el sistema financiero, mediante el impulso a la cultura financiera y el extensionismo.
- ✎ Procurar el acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas a las coberturas de riesgos cambiarios y de tasas de interés que operan en el mercado de derivados financieros.
- ✎ Promover y difundir los programas, instrumentos, productos, herramientas y acciones para elevar la competitividad de las micro, pequeñas y medianas empresas.
- ✎ Apoyar el encadenamiento competitivo, eficiente y rentable entre grandes empresas y las micro, pequeñas y medianas empresas.

TIPOS DE APOYO:

Los apoyos del FONDO PyME están integrados por subsidios previstos en el Presupuesto de Egresos de la Federación del ejercicio fiscal vigente. Los recursos de este fondo se destinan a proyectos vinculados y /o clasificados en las siguientes categorías:

- ✎ Creación y fortalecimiento de empresas, desarrollo tecnológico e innovación.
- ✎ Articulación productiva sectorial y regional.
- ✎ Acceso a mercados.
- ✎ Acceso al financiamiento.
- ✎ Realización de eventos PYME y otras actividades e instrumentos de promoción.

Difusión y contactos:

Destaca también, la creación de un foro donde se reúne la comunidad empresarial académica y de emprendedores para dar a conocer diversos programas de financiamiento, apoyo y capacitación así como oportunidades de negocios para el mercado interno y externo, este foro es mejor conocido como la Semana de la Pequeña y Mediana Empresa.

3.3. PRINCIPALES PROBLEMAS QUE ENFRENTA LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Son diversos los problemas que enfrentan la pequeña y mediana empresa, algunos derivan de sus propias características y otros se generan en su entorno, los primeros en gran parte dependen del tamaño de la empresa.

En la tabla 3.6 señalo los principales problemas internos que enfrentan las pequeñas y medianas empresas de acuerdo a las áreas que integran cada unidad económica.

Tabla 3.6. PROBLEMAS INTERNOS DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

ADMINISTRACIÓN Y RECURSOS HUMANOS	}	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Implementación de sistemas de administración eficientes. ✗ Manejo deficiente de recursos. ✗ Falta de planeación estratégica. ✗ Falta de capacitación derivada del costo que implica para la empresa. ✗ Fuga de personal capacitado.
PRODUCCIÓN	}	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Implementación de sistemas de calidad. ✗ No existen controles de calidad. ✗ No se reinvierten las utilidades para mejorar las técnicas de producción. ✗ Acceso a maquinaria y tecnología a costos elevados.
OPERACIÓN	}	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Falta de organización. ✗ Abastecimiento costoso. ✗ Falta de especialización. ✗ No pueden soportar periodos largos de crisis.
DISTRIBUCIÓN	}	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Costo elevado por volumen. ✗ Uso de Mercadotecnia deficiente. ✗ Falta de vinculación al exterior. ✗ Condiciones del mercado. ✗ Comercialización en manos de intermediarios.

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo al diagnostico de la Fundación para el Desarrollo Sostenible (FUNDES),⁵⁸ la problemática de las pequeñas y medianas empresas generada por su entorno se enlista a continuación:

POR PARTE ESTADO:

- ✗ Existe corrupción y burocracia en la mayoría de los trámites gubernamentales.
- ✗ Falta de claridad en la definición de los programas económicos.

⁵⁸ Fondo para el Desarrollo Sostenible. **Indicadores del Entorno de la Pequeña y Mediana Empresa en los Países FUNDES**. Marzo 2002. Tomado del sitio www.fundes.org.

POR TRIBUTACIÓN:

- ✘ Carga fiscal excesiva, desalienta la formación de nuevas empresas.
- ✘ Sistema fiscal complejo, exige mucho tiempo y profesionalización para su cumplimiento.
- ✘ No hay una traducción de impuestos en buenos servicios.

POR INFRAESTRUCTURA:

- ✘ Infraestructura insuficiente.
- ✘ Se concentra en el centro y norte del país acentuando la dualidad de la estructura económica y el desarrollo heterogéneo entre las regiones.
- ✘ Acceso costoso a la infraestructura existente.

PROBLEMAS SOCIALES:

- ✘ La inseguridad pública genera grandes costos adicionales y pérdidas para las empresas.
- ✘ Existe corrupción en la ejecución de trámites y reglamentación gubernamental.

CARGAS SOCIALES:

- ✘ LA LEY FEDERAL DEL TRABAJO impide desarrollar mecanismos flexibles de contratación y remuneración.
- ✘ La Ley del Seguro Social Impone condiciones, requisitos y trámites difíciles de cumplir para las PyMES.

RELACIONES COMERCIALES:

- ✘ Discriminación en los términos de intercambio en contra de las empresas más pequeñas.
- ✘ Competencia desleal.
- ✘ Favoritismo del gobierno por los capitales extranjeros.

SISTEMA DE APOYO:

- ✘ Excesivos programas de apoyo y falta de coordinación entre las instituciones que intervienen en estos.

ENTORNO MACROECONÓMICO.

- ✘ Falta de planeación acorde al comportamiento de variables económicas y financieras.

- ✘ Falta de cultura de protección contra movimientos adversos de variables económicas y financieras.

FINANCIAMIENTO:

- ✘ Altas tasas de interés
- ✘ Falta de instituciones que avalen y apoyen nuevos proyectos.
- ✘ Esquemas de financiamiento diseñados para grandes empresas.
- ✘ La banca comercial no considera a la pequeña empresa como un mercado atractivo.

3.3.1. LA FALTA DE CRÉDITOS Y EL COSTO DEL FINANCIAMIENTO

El principal problema de las pequeñas y medianas empresas – incluso en los países con mercados financieros más evolucionados_ es su dificultad para conseguir los recursos necesarios para el desarrollo de sus actividades.

Con frecuencia, este tipo de empresas no tienen acceso a créditos adecuados para satisfacer sus necesidades de financiamiento, en nuestro país, el papel de la banca comercial apenas alcanza el 20 por ciento de la composición del financiamiento empresarial, y la mayoría de las empresas consideran que las altas tasas de interés son el mayor problema para solicitar un crédito. La problemática para acceder al financiamiento de la banca comercial obliga a los proveedores a ser la principal fuente de financiamiento de las empresas.

De acuerdo a los resultados de las encuestas de evaluación coyuntural del mercado crediticio que realiza el Banco de México, la principal fuente de financiamiento para las PyMES son sus proveedores con una cobertura de 63.5% y solo el 16% obtuvo financiamiento a través de la banca comercial en 2005 (cuadro 3.6), las encuestas señalan que la banca de desarrollo participa con apenas el 1.5% del total del financiamiento.

Analizando el comportamiento de las fuentes de financiamiento en los últimos años (cuadro 3.6), observamos una tendencia de mayor participación de los proveedores en 2002 y 2005 con 61.7 y 63.5 puntos porcentuales respectivamente, de forma contraria la participación de los bancos comerciales ha disminuido y solo se recuperó en 2001 con 21.03% y 2004 con 19.3%, de forma semejante es el comportamiento del financiamiento de la banca de desarrollo que participó con un mayor porcentaje en 2001 y 2004 con 2.5% y 2.4% respectivamente.

La contribución de otras empresas del grupo corporativo representa una importante fuente de financiamiento para la PyMES, ya que alcanza más del 10 por ciento en las opciones de financiamiento, en 2005 conformó el 14%, tres puntos porcentuales menos respecto al año anterior, y sólo logró un nivel más bajo en 2001 con 12.6%. El financiamiento clasificado por otros pasivos que se refiere principalmente al que adquieren las empresas a través de familiares y/o amigos representa menos del 1 por ciento y alcanzó un nivel máximo en 2001 con 1.6%.

Cuadro 3.6. FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS PyMES 2000-2005

FUENTE / AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Proveedores	58.9	56.6	61.7	60.5	59.7	63.5
Bancos comerciales	20.6	21.3	18.6	18.8	19.3	16.0
Bancos extranjeros	2.0	3.0	2.7	2.1	1.7	2.1
Otras empresas del grupo corporativo	13.4	12.6	12.7	14.3	14.3	14.0
Bancos de desarrollo	2.1	2.5	1.8	2.0	2.4	1.5
Oficina matriz	2.3	2.6	1.9	2.1	2.1	2.7
Otros pasivos	0.9	1.6	0.7	0.4	0.7	0.3

Fuente: Banco de México.

La respuesta de las empresas entrevistadas por el Banco de México a lo largo de los últimos cinco años (cuadro 3.7), revela que las altas tasas de interés que cobran los bancos es el principal motivo por el cual las empresas no acuden a estos para obtener financiamiento, motivo que alcanzó 36.5% y 31.3% del total de las empresas entrevistadas en 2001 y 2005 respectivamente.

La incertidumbre que tienen las empresas sobre la situación económica es la segunda causa que les impide solicitar créditos bancarios, en 2005 representó el 13.3% y alcanzó un mayor porcentaje en 2001 al ubicarse en 25.3%, situación que correspondió a los momentos de nerviosismo que se vivió en la economía mundial, el argumento de la incertidumbre toma un papel importante a partir de las experiencias de la década pasada mencionadas en el capítulo anterior, que sin duda marcaron los estados financieros de muchas empresas por lo anterior también existe una importante renuencia o aversión a la banca, no obstante ha disminuido a lo largo de esto cinco años, pues de 17.5 % que alcanzó en el año 2000, en el 2005 representa sólo el 7.5% de los motivos que las empresas manifiestan.

El rechazo de las solicitudes de las PyMES a las instituciones de crédito ha incrementado en los últimos cinco años, del 7.5% que representaba en 2000, actualmente constituye el 12% de los motivos por los que no utilizan créditos bancarios, lo anterior manifiesta que los bancos son más cautelosos en su selección para autorizar créditos a pesar de que existe una mayor difusión y apertura de programas de apoyo al pequeño y mediano empresario por parte de estas instituciones en los últimos años.⁵⁹

⁵⁹ Los principales análisis que realizan los bancos para evaluar al solicitante de crédito son:

- Método de las "8 C"; se evalúa y se determina el grado de riesgo del crédito por conceder de acuerdo a los factores carácter, capacidad, capital, colaterales, condiciones, cobertura, consistencia, y categoría o clasificación de clientes.
- Método de capacidad financiera; se evalúa la capacidad financiera mediante el capital de trabajo mínimo que debe tener un cliente para otorgarle el crédito.
- Método de análisis discriminante; estimación de variables que determinan el perfil de los clientes de cartera vencida y los que tienen cartera sana, con la intención de disminuir el riesgo de no pago de los deudores.

Cuadro 3.7. PyMES QUE NO UTILIZARON CRÉDITO BANCARIO 2000-2005

MOTIVO / AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Altas tasas de interés	36.5	24.8	24.0	24.1	28.0	31.3
Problemas de demanda por sus productos	3.4	3.8	5.6	6.1	5.6	4.0
Renuencia de la banca	17.5	17.1	17.2	14.6	12.6	7.5
Incertidumbre sobre la situación económica	16.5	25.3	24.9	19.8	15.7	13.3
Problemas de reestructuración financiera	8.3	8.2	9.9	9.8	11.3	10.3
Rechazo de solicitudes	7.5	9.6	8.8	10.2	11.6	12.0
Problemas de cartera vencida	5.3	3.9	4.6	3.9	2.6	4.0
Problemas para competir en el mercado	4.5	5.8	5.0	5.0	5.5	5.6
Otros	0.8	1.9	0.3	6.7	7.3	12.3

FUENTE. Banco de México.

¿Para que requieren créditos las PyMES?

Entre el reducido número de empresas pequeñas y medianas que obtuvieron financiamiento de una institución bancaria (cuadro 3.8) en 2005, destinaron el 62.3 por ciento a su capital de trabajo, 16.2 % a la inversión, 10.5 % para reestructurar pasivos y sólo 5.8 % lo dirigieron a operaciones de comercio exterior.

En 2002 y 2003 se observó un mayor porcentaje del destino de los créditos hacia el capital de trabajo, con 72.5 y 77.6 por ciento respectivamente, mientras que la inversión ocupó su nivel más bajo en 2002 con 9.3 %.

Cuadro 3.8. PyMES QUE UTILIZARON CRÉDITO BANCARIO 2000-2005

DESTINO / AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capital de trabajo ⁶⁰	65.0	72.5	66.0	77.6	68.0	62.3
Reestructuración de pasivos	10.0	9.6	17.6	7.1	12.6	10.5
Operaciones de comercio exterior	8.0	1.8	6.5	3.1	4.8	5.8
Inversión	14.7	10.9	9.3	10.0	13.4	16.2
Otros propósitos	2.5	5.4	0.7	2.3	1.4	5.4

Fuente: Banco de México.

⁶⁰ Capital de trabajo: es la inversión que realiza la empresa en activos de corto plazo, que pueden ser efectivo, valores negociables, inventarios, cuentas por pagar.
Activo fijo: se refiere a maquinaria y equipo, transporte y equipo de cómputo que utiliza la empresa para realizar sus operaciones.

Características de los créditos ofrecidos por la Banca Comercial en México

Las alternativas de financiamiento que ofrece la banca comercial en nuestro país se han diversificado en los últimos seis años con la intención de impulsar principalmente a la pequeña y mediana empresa y con ello incentivar el crecimiento económico y la creación de empleos. Existen diversos planes en monto, forma, tiempo de pago así como por tipo de financiamiento.

En el cuadro 3.9 se enlistan las principales características de los productos que ofrecen actualmente nueve bancos comerciales del cual se deduce lo siguiente:

- ✎ El monto mínimo a financiar es de \$10 mil pesos (HSBC) y otro banco ofrece financiamiento de \$50 mil pesos (MIFEL). El monto máximo a financiar es de 11 millones de pesos (BANORTE).
- ✎ El plazo máximo es de 5 años y el mínimo de 6 meses.
- ✎ Los bancos ofrecen los siguientes esquemas de financiamiento:
 - a) Tasa variable: Su comportamiento está en función de las condiciones de los mercados financieros, de la economía nacional y de nuestro principal socio comercial. Es decir, en etapas de estabilidad la tasa de referencia podría ser baja y viceversa. Regularmente se utiliza como referencia la Tasa de Interés Interbancaria y de Equilibrio⁶¹ (TIIE) a la cual, dependiendo del banco le suman puntos porcentuales.
Desventajas: Mayor riesgo ante posibles alzas en la tasas de interés.
 - b) Tasa fija. Se determina al momento del contrato y no se modifica durante el periodo de vida del crédito.
Desventajas: Pérdida de beneficios por posibles bajas en las tasa de interés futuras.
- ✎ Todos los créditos a tasa variable toman como referencia la tasa interbancaria de equilibrio más puntos adicionales, la mínima es TIIE + 4 (VE POR MÁS) y la máxima es TIIE + 15 en el crédito revolvente de Scotia Bank Inverlat. Hay esquemas de tasas fijas la mínima es de 15% del crédito a negocios para equipo de transporte y maquinaria que ofrece HSBC y la máxima de 24% del crédito para negocios revolvente sin garantías del mismo banco.
- ✎ La mayoría de los bancos que cobran comisión por apertura y/o anual que van del 0.5% a 2.0%.
- ✎ Los productos están diseñados para financiar capital de trabajo y adquisición de activos.
- ✎ La garantía hipotecaria sólo es requerida por algunos productos que ofrecen BANAMEX, SCOTIABANK INVERLAT, y BANCO DEL BAJÍO.

⁶¹ TIIE: Es el rédito que refleja las condiciones prevalecientes en el mercado de dinero en moneda nacional, calculada diariamente por el Banco de México, con base en las cotizaciones de tasas de interés ofrecidas a distintos plazos por las diversas instituciones de banca múltiple.

Cuadro 3.9. FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL EN MÉXICO

BANCO	Producto	Monto mínimo	Monto máx.	Plazo mínimo (meses)	Plazo máximo (meses)	Tasa de interés	Comisión
BANAMEX	Crédito revolvente impulso empresarial	n. d.	\$550,000.000	n. d.	Permanente	TIIE +11.5	1%
	Crédito simple	n. d.	\$10,000,000	n. d.	12 meses	TIIE + 5	Sin comisión
	Línea automática	n. d.	\$2,250,000	1 año	5 años	16%	Sin comisión
	Crédito con garantía hipotecaria	n. d.	\$55,000,000	n. d.	5 años	Variable desde TIIE + 3 fija	De 0.5 % a 2%
	Equipamiento	n. d.	\$55,000,000	n. d.	5 años	Variable desde TIIE + 3 fija	De 0.5 % a 2%
BBVA BANCOMER	Credipyme	n. d.	\$3,000,000	n. d.	AF 60 meses CT 24 mes.	TIIE + 7.5	2%
	Crediproveedores confirmado	n. d.	Por capacidad de pago	n. d.	180 días	TIIE + 3 a 6	0.5% a 1%
	Crédito simple, arrendamiento financiero y refaccionario	n. d.	De acuerdo a capacidad de pago	n. d.	7 años	TIIE + 3 a 6	0.5% a 1%
HSBC	Crédito revolvente sin garantía y sin aval	\$10,000	\$1,500,000	n. d.	18 meses	24%	Sin comisión
	Crédito a negocios capital de trabajo	n. d.	\$1,000,000	6, 12, 18 meses	4 años	19%	2% de apertura
	Crédito a negocios equipo de transporte y maquinaria	n. d.	\$1,500,000	6 meses	48 meses	15%	2% de apertura
SANTANDER SERFIN	Empresa en marcha capital de trabajo	n. d.	\$750,000	n. d.	18 meses	18%	1.50%
	Empresa en marcha activo fijo	n. d.	80% del valor de la empresa	n. d.	36 meses	17%	1.50%
	Empresas nuevas capital de trabajo	n. d.	\$400,000	n. d.	18 meses	TIIE +11	1.50%
	Empresas nuevas activo fijo	n. d.	80% del valor de la empresa	n. d.	17 meses	17%	1.50%
BANORTE	Crédito PYME simple	n. d.	\$750,000	CT 18 mes. Revolvente 1 año Simple 1 año	AF 36 meses Revolvente 3 años Simple 5 años	TIIE + 10	1.05%
	Crediaactivo	n. d.	\$11,000,000	n. d.	3 años	TIIE + 12	2%
	Crediaactivo PARAGUAS	n. d.	\$3,000,000	n. d.	3 años	TIIE + 12	2%
SCOTIABANK INVERLAT	Revolvente	n. d.	\$250,000	n. d.	Permanente	TIIE + 15	Sin comisión
	PYME empresa con garantía hipotecaria	\$100,000	\$1,000,000	n. d.	36 meses	TIIE + 10	1.00%
BANCA MIFEL	PYME capital trabajo	\$50,000	900 mil Udis en pesos	n. d.	18 meses	TIIE + 8	1%
	PYME adquisición de maquinaria y equipo	\$50,000	Equivalente en pesos de 900 mil Udis	n. d.	36 meses	TIIE + 8	1%
	PYME Adquisición/remodelación inmuebles	\$50,000	900 mil Udis en pesos	n. d.	60 meses	TIIE + 8	1%
VE POR MÁS	PYMES	\$500,000	\$5,000,000	n. d.	5 años	TIIE + 4	2%
BANCO DEL BAJÍO	MIPYME-Bajío (garantía líquida)	\$200,000	\$999,999	1 año	3 años	TIIE + 6.5	De 1% a 1.75%
	PYME (garantía hipotecaria)	\$1,000,000	\$5,000,000	n. d.	4 años	TIIE + 6.5	De 1% a 1.75%

Fuente: Tomado del sitio www.eluniversal.com.mx

Es importante considerar que todos los bancos solicitan como requisito fundamental para abrir un crédito, el balance, estado de resultados y declaraciones fiscales de los últimos dos años de operación de la empresa.

Otros documentos que requieren las instituciones financieras a los solicitantes de crédito son:

- ✎ Identificación oficial vigente en caso de las personas morales (PM), deberán presentar la identificación del representante legal y apoderados.
- ✎ Comprobante de domicilio reciente, para PM domicilio fiscal reciente.
- ✎ Alta ante la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- ✎ Cédula de identificación fiscal.
- ✎ Declaración anual de los dos últimos ejercicios fiscales y las últimas declaraciones del año en curso de pagos provisionales a la fecha de la solicitud, las cuales deben estar selladas y firmadas. En caso de las personas morales deben presentar el Acta Constitutiva.

Otra opción de financiamiento privado son las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOL) son instituciones financieras no bancarias que su operación principal es ofrecer créditos, su diferencia con los bancos es que no captan ahorro y se especializan en segmentos específicos, hay SOFOLES hipotecarias, automotrices, de consumo y para PyMES, éstas últimas han presentado mayor dinamismo en los últimos cuatro años.

En algunos casos, las SOFOLES ofrecen tasas de interés más atractivas que los bancos y el monto de ingresos que solicitan es menor respecto a las instituciones bancarias.

De acuerdo con la Asociación Mexicana de Sociedades Financieras de Objeto Limitado, actualmente hay ocho SOFOLES que ofrecen financiamiento a pequeñas y medianas empresas que pertenecen a los sectores comercio, servicios y manufacturas, otorgan créditos en dólares y en pesos mexicanos.

En el cuadro 3.10 se enlistan las características de los esquemas que ofrecen algunas de estas instituciones.

Cuadro 3.10. FINANCIAMIENTO QUE OFRECEN SOFOLES EN MÉXICO

<u>SOFOL</u>	<u>PRODUCTO</u>	<u>MONTO DE FINANCIAMIENTO</u>	<u>PLAZO</u>
CORPORACIÓN FINANCIERA DE OCCIDENTE FINOX	Crédito al ciclo productivo	a) Hasta el 70% del valor de las facturas, pedidos, órdenes de compra o contratos b) Hasta el 100% del costo de producción.	a) 1 año para crédito revolvente. b) 3 años para capital de trabajo.
	Crédito para ventas	Hasta el 90% del valor de las facturas a plazo.	Hasta 360 días.
	Importación de producto	Hasta el 85 % del valor de los contratos y órdenes de compra.	Hasta 360 días.
	Proyectos de Inversión	a) Hasta el 50% del monto total de la inversión para proyectos de nueva creación. b) Hasta el 85% del valor del proyecto de ampliación o remodelación de empresas establecidas.	Se determinan en función de los flujos de ingresos del proyecto.
	Crédito por aval	Hasta el 85% del monto de la operación a garantizar.	Se determinan en función de los flujos de ingresos del proyecto.
	Crédito para la adquisición de unidades de equipo	Hasta el 85% del valor de la maquinaria y/o equipo.	Hasta de 5 años.
	Ciclo económico	a) Hasta el 70% del valor de los pedidos y contratos. b) 100% del costo de producción. c) 90% del valor de las facturas.	Hasta 360 días.
FICEN	Micro-Pyme	Desde \$15 mil hasta \$150 mil pesos.	Hasta 1 año.
	Credi-Pyme	Desde \$150 mil hasta \$5 millones de pesos.	Desde 1 hasta 5 años.
	Pyme- efectivo cadenas productivas	Desde \$150 mil hasta \$3 millones de pesos.	1 año.

Fuente: Inversionista, mayo 2006, P. 70-71.

Finalmente, es necesario mencionar que existen diversas opciones de financiamiento que otorga el gobierno federal a los pequeños y medianos empresarios y que también existen alternativas de apoyo por parte de las entidades federativas, sin embargo, acceder a estos programas se convierte en muchas ocasiones en un vía crucis para quienes los solicitan pues deben de cumplir con engorrosos trámites que sin duda retrasan sus proyectos cayendo muchas veces en la desesperación y apatía por acudir a estas opciones de financiamiento a pesar de que los esquemas de pago que ofrecen representan menores costos de financiamiento y son los más atractivos del mercado.

En el cuadro 3.11 se enlistan los principales esquemas de financiamiento que ofrecen entidades federales y sus características. Destacan los siguientes puntos:

- ✎ Las tasas de interés también toman como referencia a la TIIE, más puntos porcentuales la tasa más baja es a 28 días más 3% anual.
- ✎ El plazo de pago el mínimo es de 120 días y el máximo de 7 años.
- ✎ Los programas están enfocados a empresas de nueva creación y a la consolidación de empresas ya existentes.
- ✎ Destaca el apoyo a los proyectos de empresas de nueva creación y ya existentes que tienen objetivos sociales, que beneficien a personas con capacidades diferentes, agrupaciones de mujeres y zonas de escasos recursos.

Aunado a los programas de apoyo financiero, la Secretaría de Economía creó la figura del Extensionista Financiero (EF), su función es guiar, apoyar y asesorar a las PyMES en el diagnóstico, gestión y seguimiento del financiamiento sin costo alguno.

El Extensionista Financiero se encarga de realizar un estudio comparativo de los productos de financiamiento que existen y de acuerdo a las necesidades y características de la empresa que solicita el crédito, se le asigna la mejor alternativa de financiamiento, también se encarga de revisar el expediente y verificar si la solicitud de crédito fue llenada correctamente así como determinar la capacidad de pago y cuanto se le puede prestar al solicitante del crédito.

No obstante las alternativas señaladas, el acceso al financiamiento tanto público como privado aún representa un importante problema para el desarrollo y consolidación de la pequeña y mediana empresa, situación que se agrava por la falta de información y acercamiento de las empresas a estas opciones.

Cuadro 3.11. PROGRAMAS DE FINANCIAMIENTO QUE OFRECE EL GOBIERNO FEDERAL EN MÉXICO

INSTITUCIÓN	PROGRAMA	MONTO MÍNIMO	MONTO MÁXIMO	PLAZO MÍNIMO	PLAZO MÁXIMO	TASA	EMPRESA OBJETIVO
	Credixporta capital de trabajo	n. d.	70% del valor de facturas, pedidos y/o contratos. 100% del costo de producción.	180 días	360 días	Referencia. TIIE en pesos. Y Tasa LIBOR en dólares	Empresas exportadoras
BANCOMEXT	Credixporta ventas de exportación	n. d.	90% del valor de facturas, pedidos y/o contratos.	n. d	180 días	Referencia. TIIE en pesos. Y Tasa LIBOR en dólares	Empresas exportadoras que proporcionan crédito a sus compradores.
	Credixporta proinversión	n. d.	50% del monto total de la inversión.	n. d	En función de flujos de ingreso	Referencia. TIIE en pesos. Y Tasa LIBOR en dólares	Proyectos de nueva creación relacionados directa o indirectamente con la exportación. MIPYMES, Personas físicas, proveedores de grandes empresas y del Gob. Federal.
	Factoraje electrónico	n. d.	3.26 millones de UDIS	n. d	120 días	Referencia. TIIE e	Cadenas productivas
NAFIN	Financiamiento a pedidos	50% del capital de trabajo	3.26 millones de UDIS	n. d	180 días	Referencia. TIIE e	Proveedores de cadenas productivas
	Credicadenas	3 meses del monto promedio de ventas	3.26 millones de UDIS	n. d	1 año	TIIE fija	PYMES que compran a plazo a grandes empresas
	Financiamiento a clientes y distribuidores	n. d.	100% de la cuenta por pagar a la gran empresa	n. d	180 días	Fija	MIPYMES Sector industrial, comercial y de servicios
	Modernización y equipamiento empresarial	85% del valor del bien más gastos	3.26 millones de UDIS	n. d	7 años sin periodo de gracia 10 años con periodo de gracia	TIIE a 28 días más 6 puntos.	PYMES Bienes y servicios usados o nuevos provenientes de E.U.A
	Ex im bank	1000,000 dólares	350,000 dólares	2 años	5 años	TIIE a 28 días más 3% anual LIBOR +2.25 anual	MIPES y personas físicas dedicadas al transporte de carga o pasaje
	Financiamiento al pequeño transportista	n. d.	2 millones de pesos		60 meses	Fija Variable, Fija y protegida	

Fuente: Elaboración propia con información de www.cipi.gob.mx

→ Continúa cuadro 3.11. PROGRAMAS DE FINANCIAMIENTO QUE OFRECE EL GOBIERNO FEDERAL EN MÉXICO

INSTITUCIÓN	PROGRAMA	MONTO MÍNIMO	MONTO MÁXIMO	PLAZO MÍNIMO	PLAZO MÁXIMO	TASA	EMPRESA OBJETIVO
	Crédito Pyme	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	MIPYMES que comienzan su actividad y aquellas que ya estén constituidas únicamente para capital de trabajo y activos fijos
	Credinafin	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	MIPYMES conforme a los términos establecidos en cada Estado
	Programa de respaldo integral a la microempresa	20,000.00 m. n.	50,000.00 m. n.		2 años	Fija en función del riesgo y gasto operativo	Microempresas para capital de trabajo y adquisición de activos fijos
	Capital Social de Riesgo	n. d.	40% del valor total del proyecto	n. d.	8 años	n. d.	Empresas Sociales relacionadas con el sector primario
		Persona física: 30 mil pesos. Micro empresa social: 30 mil pesos.	Persona física: 50 mil pesos. Micro empresa social: 300 mil pesos.				Personas físicas, microempresas sociales y relacionadas con el comercio, la industria y los servicios. Incluye además a las empresas sociales de financiamiento.
SECRETARÍA DE ECONOMÍA	Programa de apoyo para la capitalización, al comercio, Industria y servicios	Empresas sociales de financiamiento: 300 mil pesos	Empresas sociales de financiamiento: 600 mil pesos	2 años	7 años	n. d.	Establecimiento y consolidación del sector microfinanciero para personas de bajos ingresos.
	Programa Nacional de financiamiento al microempresario	n. d.	En función a la capacidad de pago de los acreditados	n. d.	n. d.	n. d.	

Fuente: FUENTE: Elaboración propia con información de www.cipi.gob.mx

3.4. PERSPECTIVAS DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Sin duda las perspectivas de la pequeña y mediana empresa están en función del escenario económico de nuestro país y también del mundo, las PyMES crecen si todo el sistema del país se orienta hacia el crecimiento, cada vez es mas evidente que el desarrollo de estas empresas se deriva no sólo de sus capacidades individuales para llegar a ser competitivas, sino que en gran parte depende de la capacidad de todo el país para trabajar como un sistema.

A corto y mediano plazo las expectativas en general son favorables, ya que se espera que en los próximos tres años nuestra economía crezca a niveles de 3.8 % anual. De acuerdo a la encuesta sobre expectativas de los especialistas en Economía del Sector Privado que publica el Banco de México⁶² el Producto Interno Bruto será de 3.92% en el 2006, y la producción de Estados Unidos alcanzará 3.48% para el mismo periodo. Sin embargo, las perspectivas no sólo se sustentan en el nivel de la actividad económica; influyen muchas variables algunas externas a nuestra economía, por ello considero importante conocer las expectativas para el 2006 (tabla 3.7) del comportamiento que tendrán las principales variables que sirven como termómetro para conocer el rumbo del país.

Tabla 3.7. EXPECTATIVAS ECONÓMICAS DE MÉXICO 2006-2007

	<u>2006</u>	<u>2007</u>		<u>2006</u>	<u>2007</u>
Inflación general anual (%)	3.48	3.64	Importaciones (%)	↑ 11.7	↑ 8.00
CETES a 28 días (%)	7.21	6.95	Exportaciones no petroleras	↑ 12.1%	↑ 8.3%
Tipo de cambio peso/dólar	11.11	11.23	Déficit balanza comercial	7,228 mdd	12,743 mdd
Consumo privado %	4.8	4.0	Déficit cuenta corriente	7,607 mdd	9,730 mdd
Inversión privada %	7.2	6.4	IED	15,399mdd	16,558 mdd
Déficit del sector público %	0.07	0.1			
Precio promedio de mezcla mexicana de petróleo. (dpb)	48.61	45.63			
Exportaciones petroleras %	↑ 15.3	↓ 13.2			

Fuente: Banco de México, expectativas 2006-2007.

Aunado a la información anterior, es importante conocer el comportamiento que tendrán los diferentes sectores de la economía, pues aunque existe la expectativa de crecimiento en la actividad económica, éste no es igual para todos los sectores, divisiones y ramas que la componen. Los factores que influyen para el desarrollo sectorial son diversos; algunos sectores se comportan en función del ciclo económico, otros dependen en gran parte de la relación con el exterior, algunos están expuestos a las condiciones climatológicas, para otros su lucha diaria es la competencia con las importaciones, así como también el incremento que presente algún sector puede beneficiar a otros y viceversa.

Se estima que el sector que presentará mayor crecimiento en los próximos años será el de servicios, las ramas que podrían observar la mayor tasa de crecimiento en el siguiente lustro, son las de alimentos y bebidas, productos de papel y cartón, sustancias químicas, metálicas básicas, maquinaria y equipo, comercio, transporte,

⁶² Expectativas al mes de abril de 2006. Del sitio www.banxico.org.mx

telecomunicaciones, servicios financieros y de alquiler. Los pronósticos del comportamiento de los sectores económicos, de las divisiones y ramas que los integran se exponen en el cuadro 3.12.

Cuadro 3.12. PERSPECTIVAS SECTORIALES DE LA ECONOMÍA MEXICANA

<u>SECTOR</u>	<u>PIB (Variación porcentual anual)</u>			<u>COMENTARIOS</u>
	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007^e</u>	
TOTAL	2.8	4.8	3.6	
Sector Agrícola	-1.5	4.5	n.d	
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	-1.6	4.3	n.d	Lento crecimiento de la producción derivado de problemas estructurales, climatológicos y el deterioro de las actividades primarias.
Sector Industrial	1.7	5.0	3.0	
Minería	2.0	2.3	2.4	Desaceleración de 0.01 punto porcentual respecto a 2006, incentivado por menor demanda de minerales en el mercado interno y externo.
Manufactura	1.4	4.7	2.8	Será afectado por la disminución de la demanda externa derivada de la recesión en Estados Unidos.
Alimentos, bebidas y tabaco	2.1	2.8	2.3	Bajo crecimiento, la balanza comercial de alimentos, bebidas y tabaco ha sido deficitaria derivada de la insuficiente producción de lácteos, aceites y grasas comestibles así como insumos para la elaboración de alimentos para animales.
Textiles y vestido	-2.6	-0.9	-1.4	Enfrenta elevada competencia mundial (China), cuyo principal factor de competitividad es el costo de mano de obra.
Madera y sus productos	0.4	-0.4	0.6	Se espera una baja de 0.2 puntos porcentuales, esta industria es afectada por periodos de sequía e incendios forestales, así como por el endurecimiento de las normas ecológicas, también será afectada por la caída en la industria de la construcción.
Papel, imprentas y editoriales	0.9	3.4	1.1	Se espera disminuya su actividad en 68%, afectada por la disminución de la actividad económica y los problemas de piratería así como el bajo hábito de lectura en nuestro país.
Química, petróleo y derivados	1.4	2.1	2.8	Se anticipa una caída de 30% debido a la sobre oferta de petróleo en E.U. y la baja en la demanda externa por la desaceleración en dicho país.
Minerales no metálicos	2.9	6.4	3.1	Bajará 52% la producción de esta industria que será afectada por la caída de la industrias de la construcción y automotriz.
Metálicas básicas	0.6	2.1	2.0	Aunque leve, se espera una disminución de 4%, debido a su vinculación con la industria automotriz, que se espera sea beneficiada por la reestructuración de este sector en E.U.

→ Continúa Cuadro 3.12. PERSPECTIVAS SECTORIALES DE LA ECONOMÍA MEXICANA

<u>SECTOR</u>	<u>PIB (Variación porcentual anual)</u>			<u>COMENTARIOS</u>
	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	
Maquinaria y equipo	1.2	10.1	4.5	Se anticipa una caída de 55%, aunque hay expectativas favorables para la industria automotriz por la materialización de importante proyectos de inversión para proveedores de Nissan, Ford y Volkswagen y la reestructuración de la industria automotriz estadounidense.
Otras manufacturas	0.5	3.2	1.7	El pronóstico para 2006 indica que la producción de esta industria tendrá un descenso de 46% respecto a 2006 derivado principalmente de la caída en la demanda externa y la inclusión de productos importados
Construcción	3.3	6.9	4.7	Después del extraordinario desempeño de esta industria durante el 2006, derivada de la desaceleración, en 2007 se espera una caída de 32% respecto al año anterior, no obstante continuará el impulso a la creación de vivienda e infraestructura por parte de carácter público y privado. Favorecerá a sus principales proveedores de insumos (cemento, cerámica, vidrios, ladrillos y estructuras de acero).
Electricidad, gas y agua	1.7	5.0	2.7	El crecimiento de esta industria será 46% menor que el año anterior a 2.7%. Seguirá beneficiándose de importantes inversiones petroleras previstas en el Programa Estratégico de gas natural, la construcción de plataformas y centrales de generación eléctrica, especialmente la presa El Cajón.
Sector Servicios	4.0	4.9	4.0	
Comercio, restaurantes y hoteles	2.7	3.8	3.5	A la baja en 7.6% respecto al 2006, dependerá en gran parte de la demanda interna fomentada de programas de oferta de crédito al consumo por parte de la banca y de establecimientos comerciales, así como el crecimiento de empleo, ingreso y transferencia externas.
Transporte y comunicaciones	7.1	9.1	6.8	Las actividades de telecomunicaciones representan mayor dinamismo en 2006, se espera que la desaceleración de la economía represente una baja de su actividad en 24% sin embargo será favorecida por la oferta de nuevos servicios, por su parte el transporte de carga será limitado por el menor dinamismo que observarán las exportaciones e importaciones en 2007.
Financieros, seguros e inmuebles	5.8	5.4	4.4	En 2007 se prevé un avance de 4.4% en la producción de esta industria, pese a que será 19% menor a 2006, se espera un crecimiento en los próximos tres años de entre 6.2 y 7.2% anual. Lo anterior motivado principalmente por los créditos hipotecario, comerciales y de consumo, debido a la competencia que priva en este mercado.
Comunales, sociales y personales	1.9	2.8	1.9	Se espera un descenso en la prestación de estos servicios de 32% respecto al año anterior, derivado principalmente de la relativa incertidumbre por la anunciada desaceleración de la economía, lo cual lleva a moderar y/o posponer la demanda de servicios profesionales, médicos y de esparcimiento.

Fuente: INEGI y Estimados por BANCOMER, Servicio de Estudios Económicos.

En general para el 2007 se espera un menor dinamismo de la actividad económica de nuestro país respecto al año pasado como respuesta a la contracción de la economía estadounidense, la industria manufacturera sufrirá el mayor impacto derivado de la disminución de la demanda externa, y el sector servicios pese a que también mostrará un retroceso, éste será menor que para el sector industrial, en especial las manufacturas, en ese sentido, un segmento importante de las empresas medianas serán más vulnerables a la desaceleración económica, ya que, como se muestra en el gráfico 3.5, el 27% de dichas empresas pertenece a la industria manufacturera. Es probable que el 25% de las empresas medianas que realizan comercio al detalle y al mayoreo, junto con el 8% que se dedica construcción registren resultados positivos y beneficien a este estrato empresarial.

De las empresas pequeñas solo el 17% están agremiadas a la industria manufacturera, por lo que se espera que el impacto de la desaceleración económica en dicho estrato sea menor, considerando que el 33% de las empresas en mención realizan comercio al detalle y al mayoreo, por lo que estas dependen principalmente de la demanda interna, misma que se espera tenga un mejor desempeño resultado del desempeño de la economía mexicana en 2006 y de las transferencias externas.

3.5. LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS COMO HERRAMIENTA DE APOYO PARA LA MEDIANA Y PEQUEÑA EMPRESA

La Administración de Riesgos Financieros (ARF) ofrece un conjunto de herramientas técnicas que nos ayudan a analizar, medir y controlar dichos riesgos permitiendo la previsión de situaciones que pueden afectar el desempeño de cualquier empresa. Las instituciones financieras y las empresas que realizan operaciones en mercados financieros son más conscientes de los riesgos financieros porque la naturaleza de sus actividades las hace altamente vulnerables a ellos, y poco a poco en un principio por cumplir con la normatividad prudencial y después por su necesidad de gestionar adecuadamente sus exposiciones de riesgo han implementado sistemas de administración de riesgos como una herramienta básica para la toma de decisiones.

La situación es diferente para la pequeña y mediana empresa que en un importante porcentaje no toma conciencia de la importancia de conocer y gestionar sus riesgos financieros y aún más si no realiza actividades relacionadas con el sector financiero, no obstante que en un mercado global, los efectos financieros por cambios bruscos en las variables económicas, como los tipos de cambio y las tasas de interés, pueden impactar en diferentes niveles a su situación financiera, principalmente deteriora la capacidad de pago, liquidez, calificación crediticia e incluso se puede presentar la posibilidad de suspender sus operaciones. Por lo anterior, es importante hacer labor en generar una cultura de riesgo entre las empresas medianas y pequeñas, hacer hincapié en la necesidad de adoptar métodos de administración de riesgos financieros como una herramienta eficaz para evaluación de su entorno de los riesgos internos y externos que enfrenta así como prevenir y/o disminuir sus efectos negativos con la estrategia adecuada.

Debido a la importancia de administrar los riesgos de la pequeña y mediana empresa, la Secretaría de Economía por medio del Fondo PyME, promueve el acceso de las micro,

pequeñas y medianas empresas a las coberturas de riesgos cambiarios y de tasas de interés que operan en el mercado de derivados financieros.⁶³ El Fondo PyME también contempla la posibilidad de otorgar apoyo a Intermediarios Financieros No Bancarios y Entidades de Fomento para adquisición de sistemas de administración de riesgos. Con la intención de promover la aplicación de esta herramienta en la mediana y pequeña empresa.

3.5.1. LOS RIESGOS DE LAS PyMES

Por su tamaño, y formas de operación, deducimos que los riesgos en que incurre la pequeña y mediana empresa son menores pero no menos importantes. Los riesgos que enfrentan las PyMES se generan tanto internamente como en el ambiente externo este último igual que las perspectivas dependen del contexto nacional e internacional

En el entorno internacional los riesgos para la economía mexicana son básicamente dos:

- ✎ Que la economía de EUA se desacelere de manera más pronunciada como consecuencia de mayores presiones en los precios del petróleo y sus derivados, conduciendo a un menor ritmo de expansión de su consumo.
- ✎ Que la participación de la producción manufacturera de las economías asiáticas en particular China continúe desplazando a este tipo de actividades en EUA y en México.

Ambos escenarios provocarían una disminución en las perspectivas de crecimiento y generación de empleo en nuestra economía con sus efectos multiplicadores. En el entorno nacional los factores que podrían limitar el ritmo de la actividad económica, de acuerdo a la encuesta que realiza el Banco de México⁶⁴ a los especialistas en análisis económico son:

- ✎ La ausencia de cambios estructurales en nuestro país.
- ✎ Incertidumbre política interna.
- ✎ Problemas de inseguridad pública.
- ✎ Incertidumbre cambiaria.
- ✎ El precio de exportación del petróleo.
- ✎ Debilidad del mercado interno.
- ✎ Aumento de precios de insumos y materias primas.
- ✎ La política monetaria que se está aplicando.
- ✎ La política fiscal que se está instrumentando.
- ✎ Escasez de mano de obra calificada.
- ✎ Elevado costo de financiamiento interno.
- ✎ Aumento de costos salariales.

⁶³ Párrafo XX, Artículo 2º, Sección II, Capítulo I, sección II, artículo 2º, párrafo XX del Acuerdo mediante el cual se establecen las reglas para la operación del Fondo de Apoyo para la Pequeña y Mediana Empresa. Diario Oficial de la Federación. México 18 de febrero de 2005.

⁶⁴ Banco de México. Encuestas sobre las expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado: Abril de 2006. www.banxico.org.mx

- ✎ Lenta recuperación de los salarios reales.
- ✎ Disponibilidad de financiamiento interno.

Aunado a los puntos anteriores las PyMES enfrentan riesgos específicos afines a la actividad que desarrollan y éstos tienen una relación estrecha con el sector económico al que pertenecen en el cuadro 3.13 se presenta un análisis de los principales riesgos por sector.

Cuadro 3.13. RIESGOS EN LA ECONOMÍA MEXICANA POR SECTOR

Sector económico	RIESGOS
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	Menor producción por bajo nivel de agua en las presas. Desabasto de granos básicos por sequía e inundaciones.
Minería	Aumento del déficit de la balanza agropecuaria. Baja inversión. Bajos precios internacionales, por los que los aumentos en los volúmenes exportados no significan necesariamente mayores ingresos.
Industria Manufacturera	Desaceleración general de la economía. Aumento de importaciones. Desaceleración de la demanda interna por cambios en la política económica (restricción fiscal y monetaria). Aumento de déficit comercial por la reanimación de algunas importaciones. Deuda en dólares. Problema en la industria azucarera. Elevado aumento de materias primas.
Alimentos, bebidas y tabacos	Mayor competitividad de productos asiáticos. Competencia desleal. Escasa participación de insumos nacionales en las maquiladoras. Déficit en materias primas y en diseño.
Textiles, prendas de vestir e industria del cuero	Problemas de producción derivados de incendios forestales y mayor rigidez de normas ecológicas.
Industria de la madera y productos de madera	Mayor competitividad de productos asiáticos.
Papel, productos de papel, imprentas y editoriales	Sobreoferta mundial de celulosa que propicia precios a la baja y favorece importaciones. Desaceleración de la economía.
Sustancias químicas derivadas del petróleo y producción de caucho y plástico	Elevado déficit comercial. Problemas en la desincorporación de complejos petroquímicos. Disminución de la inversión pública. Posibilidad de menor demanda de fertilizantes, herbicidas, etc. Incremento de precios del petróleo.
Productos de minerales no metálicos	Probable desaceleración de la industria de la construcción. Baja posibilidad en los próximos años.
Industrias metálicas básicas	Problema de dumping. Volatilidad en precios. Problemas de calidad. Mayor competitividad de productos asiáticos.
Productos metálicos, maquinaria y equipo	Desaceleración de la economía. Alta dependencia de tecnología y de bienes intermedios importados. Mayor competencia de productos asiáticos. (Vía EU.)
Otras industrias manufactureras	Incremento de importaciones. Competencia desleal (juguetes, joyería, etc.).
Construcción	Desaceleración de la economía. Contracción de la inversión pública en la creación de grandes obras de infraestructura.
Electricidad, gas y agua	Recorte del gasto público.
Comercio, restaurantes y hoteles	Mayor polarización de empresas del sector. Mayor desarrollo del sector informal. Pérdida de poder adquisitivo.
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Problemas en la recuperación de inversiones.
Servicios financieros, seguros y bienes inmuebles	Problemas adicionales de solvencia de acreditados. Desplazamiento del mercado por bank no banks.
Servicios comunales, sociales y personales	Alta sensibilidad a variaciones del empleo, poder adquisitivo y ciclo económico.

Fuente: MORALES Castro, Arturo. PyMES Financiamiento, Inversión y Admón. de Riesgos, México; GASCA-SICCO; 2004. P. 83-88.

Finalmente quedan por mencionar los riesgos internos que enfrentan las empresas, estos dependen de la estructura financiera, de la organización, la forma de producir y operar de la empresa por lo tanto son diferentes para cada unidad económica y no se pueden generalizar.

3.5.2. ESTRATEGIAS A SEGUIR ANTE LOS DIFERENTES RIESGOS.

Existen tres alternativas que pueden emplear las empresas para gestionar sus riesgos:

- a) Efectuar proyectos de inversión.
- b) Implementar reestructuras financieras.
- c) Adquirir coberturas utilizando instrumentos derivados.

a) PROYECTOS DE INVERSIÓN

La alternativa de proyectos de inversión es un recurso que puede utilizar la empresa cuando enfrenta riesgos que se generan por la pérdida de mercado, presencia de nuevos competidores, cambio de gustos de los competidores, mejoras tecnológicas en los procesos de producción, cambio en materiales que se utilizan en la producción, modificaciones en la estructura de la población de consumidores.

Un proyecto de inversión de acuerdo a Gallardo Cervantes⁶⁵ es un documento que contiene el análisis y evaluación de por lo menos los siguientes cinco puntos:

- ✎ Aspectos relacionados con el mercado y comercialización de los productos o servicios que se pretende generar con el proyecto.
- ✎ Análisis técnico referido a lograr ventajas competitivas del proyecto en términos de una adecuada localización, un tamaño acorde con las perspectivas del mercado y una tecnología eficiente que respete el medio ambiente.
- ✎ Características jurídico-organizacionales orientadas a definir el marco jurídico que regulará las actividades legales de la empresa con su entorno así como la definición de una estructura organizacional que permita alcanzar de manera integral los objetivos de supervivencia y crecimiento de la empresa.
- ✎ Aspectos económico-financieros encaminados a señalar si el proyecto es capaz de generar un rendimiento real que compense el riesgo asumido por el empresario y a verificar si el proyecto tiene capacidad para cubrir las obligaciones que impone el otorgamiento de un crédito.
- ✎ Definición de los beneficios que generaría el proyecto a la sociedad.

Tipos de proyectos de inversión.

Existen diversas formas de tipificar a los proyectos de inversión, la más común es de acuerdo al sector o rama del sector económico, otra clasificación se basa en el origen de quien promueve el proyecto y pueden ser sociales o privados. Sin embargo en la actualidad los proyectos de inversión también son parte de la Ingeniería Financiera, se

⁶⁵ Gallardo Cervantes, Juan. Op. Cit. P.25-26.

habla de proyectos de reestructuración de pasivos financieros, proyectos de mexicanizaciones, proyectos de emisión de deuda, proyectos de capitalización de pasivos, etc.

Origen de los proyectos de inversión.

Las principales causas que originan los proyectos de inversión son las siguientes:

- ✎ Necesidades estratégicas.
- ✎ La necesidad de sustituir importaciones.
- ✎ La presencia de una necesidad insatisfecha.
- ✎ La posibilidad de competir a nivel internacional.
- ✎ La necesidad de agregar valor a materias primas.
- ✎ La existencia de un recurso susceptible de exportación.
- ✎ La posibilidad de innovar o mejorar productos a menor costo.
- ✎ La necesidad de mantener la vida útil de productos perecederos.
- ✎ El ímpetu por responder a los cambios que genera el mercado.
- ✎ Asegurar la calidad de las materias primas y el producto final.

Inserción en los planes nacionales.

Cualquier proyecto de inversión debe considerar la política económica del país, establecida en el Plan Nacional de Desarrollo y programas sectoriales de fomento (industrial, de pesca, turístico, etc.) así como en los planes estatales de desarrollo. Lo anterior porque dichos documentos establecen las estrategias y directrices que regirán el entorno económico del país durante el periodo de la administración que esté en curso, en donde además se plantea la dirección que debe seguir la inversión.

b) REESTRUCTURAS FINANCIERAS

La estructura financiera de la empresa esta formada por las fuentes de financiamiento que la empresa requiere para financiar sus operaciones. Las principales formas para obtener financiamiento son mediante deuda con instituciones financieras, emisión de acciones y utilidades retenidas. Cada fuente tiene un costo específico.

Las reestructuras financieras también conocidas como de capital tienen como principal objetivo disminuir el costo que la empresa paga por sus fuentes de financiamiento y otro objetivo es permitirle tomar decisiones estratégicas de acuerdo con los medios que la financian.

Las razones principales por las que se realizan estructuras financieras son:

- ✎ Falta de liquidez para realizar los pagos de interés y de capital por los préstamos recibidos.

- ✎ Variaciones en las tasas de interés o en tipos de cambio que incrementan el costo de capital de la empresa y el valor de sus pasivos⁶⁶.
- ✎ Es costo de las fuentes de financiamiento es mayor que la tasa de rendimiento que ofrece la empresa.
- ✎ Las utilidades obtenidas no son suficientes para realizar los pagos de los costos y gastos que las empresas generan por su operación.
- ✎ La estructura actual de la empresa no puede financiar la expansión de la misma.

Las opciones que tiene la empresa para realizar una reestructura financiera de acuerdo a los hermanos Morales Castro⁶⁷ son las siguientes:

- ✎ Cambio de pasivos de un banco a otro.
- ✎ Emisión de títulos de valor de deuda mediante ofertas bursátiles (bonos, obligaciones, certificados bursátiles, papel comercial) para sustituir los pasivos actuales.

Obligaciones

Son títulos de créditos negociables nominales o al portador que se emiten a mediano y largo plazo que representan una fracción proporcional de un crédito colectivo a cargo de una empresa (emisora) que adquiere el compromiso de cubrir a quienes poseen dichos documentos los intereses correspondientes y a restituir el capital mediante amortizaciones. Como en el caso anterior, existen diferentes tipos de obligaciones.

Bonos

Títulos de deuda emitidos por una empresa o por el Gobierno que produce intereses y regularmente son emitidos por medio de series, en los que el emisor se obliga a pagar el capital en un determinado tiempo, los bonos se distinguen por ofrecer mayores garantías ya que en muchas ocasiones el valor de la emisión es garantizada por la existencia de hipotecas sobre activos de la empresa por fideicomisos, otra beneficio es que el pago de los intereses de los bonos tiene prioridad sobre el pago de los dividendos a los accionistas. Existen también diversos tipos bonos.

Papel comercial

Son pagarés emitidos por sociedades anónimas que representan préstamos a corto plazo. Regularmente son emitidas por instituciones financieras o por

⁶⁶ Las empresas mexicanas que obtuvieron créditos bancarios a finales de la década de los ochenta y principios de los noventa tuvieron problemas para pagarlos debido a los incrementos en las tasas de interés que prevalecieron en 1995 a causa de la crisis financiera, por ello la banca implementó planes para reestructurar los préstamos que había otorgado convirtiéndolos en esquemas de UDIS.

⁶⁷ Morales Castro, José Antonio y Arturo. Op. Cit. P.75.

grandes empresas industriales, pueden venderse directamente o por medio de intermediarios, y cuya compensación puede ser la entrega de mercancías, la ejecución de trabajos o la prestación de servicios comerciales. Existe papel comercial bursátil, extrabursátil, indizado, quirografario y avalado cada uno con sus propias características.

Certificado Bursátil

Son títulos de crédito que se emiten en serie o en masa destinados a circular en el mercado de valores. Representan un instrumento de deuda cuyo objeto es facilitar y agilizar el proceso de emisión en el mercado de deuda a los corporativos. Otorgan mayor flexibilidad debido a que incluyen características especiales como las condiciones de hacer o no hacer (convenants), así como las causas de vencimiento anticipado, también permiten estipular la posibilidad de prepagar el adeudo. Los emisores de estos títulos son sociedades anónimas, entidades de administración pública federal paraestatal, entidades federativas, municipios, entidades financieras que finjan como fiduciarias.

- ☒ Emisión de acciones para canjear los pasivos.

Acciones

Es un valor que representa una de las fracciones iguales en las que se divide el capital social de una empresa. El tenedor de las acciones obtiene la calidad, derechos y obligaciones del socio, existen diferentes tipos de acciones que generan diferentes tipos de obligaciones y derechos. Es recomendable la emisión de acciones cuando la empresa no puede sostener su crecimiento con el pago de deuda.

Entre las ventajas que ofrece la emisión de acciones es que no existe obligación legal por parte de la empresa para realizar pago, sólo cuando existen utilidades, no tienen fecha de vencimiento, aumenta la calidad crediticia de la empresa. Sin embargo en el lado contrario encontramos como desventajas es la transferencia de derechos de voto disminuyendo el control de la empresa, a mayores utilidades de la empresa mayores dividendos se deben pagar a los accionistas, los dividendos no son deducibles fiscalmente.

Cambio de pasivos de un banco a otro.

Antes de tomar la decisión de trasladar los pasivos hacia otra institución bancaria es recomendable:

- a) Solicitar un mayor plazo para pagar sus préstamos.
- b) Renegociar la tasa de interés que debe pagarse por el préstamo.

Cuando se ha decidido acudir a una nueva institución es importante considerar los siguientes puntos:

- ☒ Tasa de interés que cobra la institución.

- ✎ Facilidades que otorga para el pago del préstamo.
- ✎ Realizar un análisis financiero comparativo entre los esquemas que ofrecen los diferentes bancos para tener la certeza de elegir un banco que ofrezca menores tasas de interés.
- ✎ Proyectar los flujos de efectivo que obtendrá la empresa para medir su capacidad de cumplimiento de los pagos periódicos.
- ✎ Comparar el costo del financiamiento bancario con los rendimientos que la empresa obtendrá por la utilización de recursos financieros.

c) UTILIZACIÓN DE INSTRUMENTOS DERIVADOS

Los derivados son instrumentos financieros cuyo valor, está referido es decir "deriva" de otros títulos que actúan como activos llamados subyacentes y cuyo objetivo es el de transferir el riesgo de los últimos.

En los contratos de futuros los contratantes acuerdan vender o comprar activos reales, como productos agrícolas, metales, petróleo y sus derivados, así como activos financieros, en un fecha futura que se establece en el contrato el cual es estandarizado ya que especifican las características del activo subyacente, el lugar de entrega, el plazo en el cual se realizará la entrega, el monto pactado y la única variable es el precio.

Los principales riesgos que enfrentan las empresas son el incremento de precios de las materias primas que requieren para su ciclo de producción, la disminución de los productos que venden, el incremento de las tasas de interés para cubrir sus pasivos, la disminución de las tasas de interés que recibe por inversiones financieras, el incremento de los precios de las divisas para liquidar sus pasivos en moneda extranjera y la disminución del precio de las divisas en el cobro de las cuentas por cobrar en divisa extranjera.

Básicamente existen cuatro productos financieros que se pueden emplear para realizar una cobertura:

- ✎ **Forwards.** Obligación de comprar o vender dólares por pesos a un precio y fecha predeterminados para garantizar el precio a esa fecha y reducir el riesgo cambiario.
- ✎ **Futuros.** Contratos estandarizados en plazo, monto, calidad y cantidad para comprar o vender un activo subyacente a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura.
- ✎ **Opciones.** Contratos estandarizados en el cual el comprador, mediante el pago de una prima adquiere del vendedor el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo subyacente a un precio pactado en una fecha futura y el vendedor tiene la opción de vender o comprar según corresponda, el activo subyacente al precio convenido.

- ✘ **Swaps.** Es el canje de títulos financieros acreedores por acciones patrimoniales; de esta manera los acreedores se convierten en socios, empresarios y propietarios de una proporción del capital social de una empresa.

Para crear una estrategia de administración de riesgos mediante coberturas con productos derivados, es importante conocer algunos principios básicos para realizar una cobertura:

- ✘ Conocer el riesgo al que se está expuesto.
- ✘ Conocer la probabilidad de sufrir pérdidas.
- ✘ Conocer en que forma se verá afectada la operación en físicos si el precio presenta fluctuaciones en contra.
- ✘ Conocer la correlación de precios entre el subyacente y el contrato de futuros que hace referencia a este último.
- ✘ Conocer cuanto dinero se requiere para efectuar una cobertura. En este punto hay que incluir los márgenes iniciales, comisiones, costo de oportunidad del dinero depositado como margen e intereses si se requiere de crédito.
- ✘ Conocer la forma de operación de contratos de futuros que va a utilizarse. Es decir, liquidez. Diferencia entre las posturas de compra y venta, calendario de entregas físicas, spreads entre cada mes de vencimiento y cálculo del precio justo del contrato a utilizar.
- ✘ Contar con información histórica de las bases.
- ✘ Conocer el tiempo de respuesta para envío de márgenes, la ruta a seguir para su depósito.
- ✘ Conocer el efecto fiscal de la cobertura.
- ✘ Contar con el personal debidamente entrenado que entienda el manejo de los mercados de futuros, los requerimientos de la empresa y que actúe de acuerdo a las políticas establecidas.
- ✘ Contar con reportes de contabilidad sobre el valor de forma diaria, que sean revisados por todas las áreas implicadas.
- ✘ Estar consientes de que los mercados de futuros son herramientas que ayudan a fijar el precio de compra y venta lo que significa que mientras se mantenga la cobertura no se podrá aprovechar ningún movimiento que favorezca la operación en físicos.

Finalmente, es importante contar con un diseño de la cobertura la cual debe considerar los siguientes puntos:

Esquema de una cobertura.

1. Conocer el tipo de operación que necesita realizarse a un futuro en el mercado de físicos. Es decir el activo que se requiere en el futuro pueden ser materias primas, o un activo financiero.
2. Realizar un análisis de los principios básicos para realizar una cobertura.
3. Conocer la fecha aproximada en la cuál se requiere comprar o vender el físico.
4. Conocer el monto de la operación y el tamaño del contrato de futuros a utilizar.

5. Calcular el número de contratos a utilizar.
6. Contactar a un operador de instrumentos derivados. En el Mercado Mexicano de Derivados se llaman socios liquidadores,⁶⁸ en el anexo I se integran los socios liquidadores actuales así como información para contactarlos.
7. Firmar un contrato de intermediación con el socio operador y el contrato da adhesión al fideicomiso del socio liquidador.
8. Adquirir la cobertura y efectuar el depósito de los márgenes y las comisiones.⁶⁹
9. Desde el momento en que se adquiere la cobertura es necesario llevar un seguimiento constante del valor de la posición.
10. Efectuar el depósito oportuno de las llamadas de margen⁷⁰ si llegase a presentarse alguna.
11. Una vez que se efectúa la compra o venta en el mercado de físicos, se liquida la cobertura realizando la operación contraria a la que previamente se celebró⁷¹.
12. La utilidad o pérdida que resulta de la operación de futura se aplica al precio por el cual se realiza la compra o venta en físico, o que da como resultado el precio final de la operación.
13. En caso de tomar la cobertura con la intención de entregar o recibir el producto físicamente a través del mercado de futuros, no se liquidan los contratos y se cumple con la entrega de acuerdo con lo que establecen las autoridades.

Beneficios de utilizar coberturas.

- ✎ Protección contra movimientos adversos de los precios.
- ✎ Facilita el proceso de planeación financiera.
- ✎ Facilidad para adquirir y liquidar coberturas de acuerdo a las necesidades de la empresa.
- ✎ Existe anonimato en todo momento de las transacciones.
- ✎ Elimina la necesidad y el costo de almacenar productos por largo plazo.
- ✎ Para abrir una operación sólo se requiere un porcentaje del valor total del contrato lo que implica un alto apalancamiento.
- ✎ Posibilidad de aumentar las líneas de crédito.

⁶⁸ Los socios liquidadores se encargan de remitir las órdenes de compra o venta de contratos de futuros al Mexder y de enviar simultáneamente el margen inicial a la Cámara de Compensación.

⁶⁹ En el Mercado Mexicano de Derivados se conoce como Aportación Inicial Mínima y el monto está en función de la evaluación crediticia del cliente, su capacidad y rapidez de transferir recursos y sus relaciones comerciales. Esta aportación se entrega antes de iniciar cualquier operación y puede ser en efectivo o en valores, a los cuales se les aplica un descuento, permanece depositada mientras se mantienen abierta la posición y se devuelve al cliente con el monto de intereses correspondiente al momento de cerrar la operación.

⁷⁰ La Cámara de compensación realiza diariamente la comparación entre los precios de los activos subyacentes en el mercado spot y el que se especifica en los contratos de futuros y solicita o deposita margen a favor, de acuerdo a la posición que mantenga el cliente.

⁷¹ En pocas ocasiones se liquida el contrato con la entrega física del subyacente, regularmente se entrega el equivalente al valor del contrato en dinero.

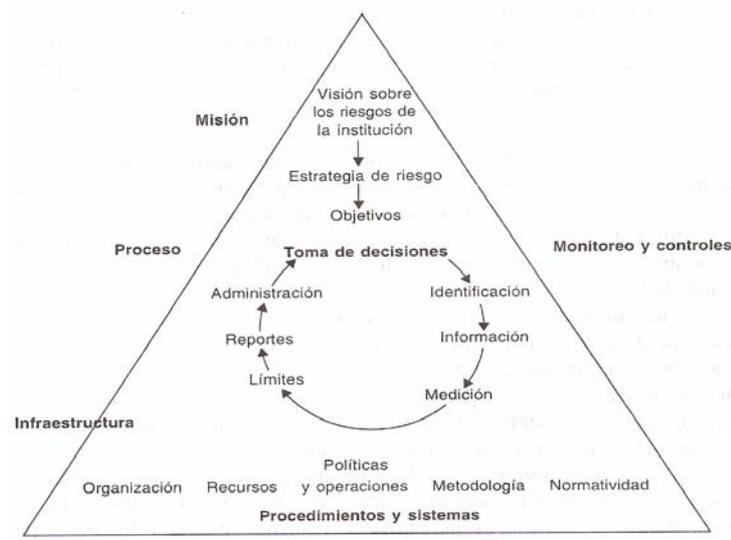
3.5.3. ADOPCIÓN DE UN SISTEMA DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS.

Para que la administración de riesgos se desarrolle de forma adecuada se requiere de infraestructura humana, tecnológica y material organizado mediante un sistema. Un sistema de administración de riesgos es un proceso continuo, de identificación, medición, determinación de políticas y estrategias, seguimiento y toma de decisiones sobre los riesgos de un producto, área o institución con el objetivo de minimizar el impacto de movimientos inesperados en el mercado sobre los flujos y utilidades de una institución. Es importante mencionar que para que un sistema de administración de riesgos sea exitoso, éste debe ser flexible, abierto y actualizado continuamente. Ya que debe permitir la identificación, medición y gestión periódica de los riesgos para todas las actividades y áreas de la empresa.

Estructura de un sistema de administración de Riesgos

1. **“Planes y objetivos.** El proceso comienza con el establecimiento de la misión, objetivos y estrategias por parte de la alta dirección, la cual debe determinar el apetito de riesgo, o bien la naturaleza y el nivel de riesgos tolerable para la institución.
2. **Ciclo de control de riesgo.** Consiste en un proceso mediante el cual se identifican, miden, monitorean y controlan los riesgos cuyos resultados son evaluados continuamente de acuerdo con la metas y objetivos de una institución.
3. **Infraestructura de administración de riesgos.** El desarrollo del ciclo de control de riesgos se apoya en la infraestructura organizacional, analítica, operacional y de sistemas (figura 3.1).

Figura 3.1. SISTEMA DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS



Fuente: Morales Castro José Antonio y Arturo. Ingeniería Financiera. México: GASCA-SICCO, 2005. P. 209.

ELEMENTOS DEL SISTEMA DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS.

Un sistema de administración de riesgos está integrado por la organización, los recursos humanos, y los sistemas y programas de cómputo.

ORGANIZACIÓN.

Se refiere a la estructura organizacional que prevalece en la empresa. Incluye el área encargada de tomar decisiones, las unidades de negocios, administrativas y operativas así como la unidad de riesgos ya que un sistema integral de riesgo no debe enfocarse solo a un área específica sino a la empresa en su conjunto.

Como parte de la organización se incluyen los manuales, políticas, sistemas de control y registros así como sistemas de comunicación interna enfocados a la gestión de riesgos.

SISTEMAS DE REGISTRO DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS.

La información sobre los posibles riesgos de la organización representa la materia prima de las decisiones que se tomarán a futuro, por ello es importante construir bases que contengan registros y estadísticas de las pérdidas, entre los principales registros que pueden servir como herramientas para la administración de riesgos son:

- ✎ Lista de equipos e inmuebles.
- ✎ Políticas y registros de seguridad.
- ✎ Reporte de reclamos.
- ✎ Información y comparación entre pérdidas y ganancias.

SISTEMAS DE COMUNICACIÓN INTERNA.

La unidad de administración de riesgos debe estar informada de:

- ✎ Nuevas construcciones, remodelación o renovación de las propiedades de la empresa.
- ✎ Introducción de nuevos programas, productos, actividades u operaciones.
- ✎ El progreso de los trabajadores.
- ✎ Información de las actividades de toda la organización.

MANUAL DE POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS.

Es un concentrado central de todas las políticas de la empresa y del corporativo si fuera el caso, que detalla el proceso de la administración de riesgos bajo el cual opera la empresa, pueden distribuir copias de este manual a las diferentes unidades que integran a la institución como una forma de comunicar las expectativas que tienen los distintos departamentos de la empresa con la administración de riesgos.

RECURSOS HUMANOS.

Es deseable que la empresa cuente con personal especializado en el tema de administración de riesgos que integre un departamento con la responsabilidad de implementar, ejecutar y dar seguimiento a las etapas del proceso de la administración de riesgos. Este departamento deberá mantener una línea directa de comunicación con los directivos y el consejo de administración de la empresa así como las unidades de negocios.

La relación del departamento o unidad de riesgos con el resto de los integrantes de la empresa, es básicamente para sensibilizar al personal que participa en el ciclo productivo de unidad económica, debido a que es deseable que los estándares de la medición de riesgos sean entendidos por el personal de todos los niveles de la institución.

Es importante mencionar que si la estructura o tamaño de la empresa no permite contar con un departamento de riesgos dentro de su nómina es posible acudir a una consultoría especializada en administración de riesgos y mantenerse en constante comunicación y coordinación con esta.⁷²

SISTEMAS DE CÓMPUTO.

El papel de la informática ha sido esencial en el desarrollo de la administración de riesgos financieros sin embargo su complejidad es igual a su costo, muy alto. Estos sistemas combinan herramientas matemáticas, estadísticas y de informática, además requieren procesar grandes volúmenes de información que obtienen de las bases de datos diseñadas para tal efecto.⁷³ Los sistemas actuales tienen la capacidad de medir y también de crear mecanismos de optimización para lograr una mezcla adecuada entre el riesgo y rendimiento, tomado en cuenta restricciones presupuestales, operativas, estructurales y de liquidez.

Grandes instituciones financieras como J. P. Morgan se han dado a la tarea de diseñar su propio software para medir sus riesgos, pero no todas las empresas financieras están dispuestas a invertir cifras millonarias para la investigación y desarrollo de nuevos sistemas; es por ello que la opción de buscar soluciones en el mercado representa una buena alternativa para muchas empresas.

⁷² En México existen empresas como KPMG, Ernest and Young, y Global Risk Management Solutions, entre otras que ofrecen asesoría en administración de riesgos financieros. Para obtener información cuentan con sus sitios web: www.kpmg.com.mx, www.ey.com y www.pwcglobal.com respectivamente.

⁷³ La unidad de administración de riesgos necesita contar con un gran rango de información que afecta los riesgos de la organización. Sin embargo el principal problema que enfrenta es que la mayoría de la información requerida para operar los sistemas de administración de riesgos en la mayoría de las organizaciones se encuentra de forma no estructurada, por lo anterior es importante crear un sistema de información.

En México hay bancos que han iniciado proyectos para la creación de sistemas dirigidos a la Administración de Riesgos que requieren de personal multidisciplinario, uno de los pioneros fue Banamex, a él se han ido sumando otros más, pero también hay instituciones que prefieren buscar opciones en el mercado o que se apoyan en empresas consultoras y desarrollan un proyecto, sin embargo si adquieren las opciones del mercado es importante adaptarlas a las condiciones de nuestro país.⁷⁴

Aunque el aspecto tecnológico es importante para administrar los riesgos, no se trata sólo de contar con un software adecuado, sino también se necesita de la gente que realiza las operaciones en el día a día de la empresa, de sus conocimientos y su cultura, de la decisión de los altos niveles de la empresa y del apoyo a la función de la unidad de riesgos, porque sólo con el trabajo conjunto de todas estas partes es como se integra un verdadero sistema de administración de riesgos.

CARACTERÍSTICAS DE UN SISTEMA DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS.

- ✎ La función de la gestión de riesgos deberá encomendarse a una unidad especializada en riesgos la cual debe ser independiente de las áreas de toma de decisión en cuanto a variables de riesgos y estar directamente vinculada a la alta dirección.
- ✎ Las políticas y procedimientos de la administración de riesgos (descritas en el manual de políticas de administración de riesgos) deberán reflejar, apoyar y reforzar la filosofía y estrategia de la organización.
- ✎ Las medidas de control de riesgo deberán diseñarse para evaluar riesgos específicos y globales, apoyándose en una infraestructura especializada que permita generar información clave periódicamente así como reportes simplificados del nivel de riesgo de la empresa.
- ✎ La metodología de medición de riesgo y los modelos de evaluación deben reflejar la naturaleza de los riesgos de acuerdo con el tipo de instrumentos financieros.
- ✎ Los estándares de medición de riesgos deben proporcionar una estructura común para monitorear y limitar el riesgo asumido en todas las actividades.
- ✎ Las diferentes unidades de negocios deberán sujetarse a los límites de riesgos fijados en la institución al realizar operaciones financieras.

⁷⁴ "Existen muchos casos conocidos de sistemas de administración de riesgos que después de un gran esfuerzo por instalarlos, nunca se logra ponerlos a punto debido a las características tan particulares de las operaciones de nuestro país. Además de los múltiples problemas que presentan en la interpretación de los resultados. Los sistemas disponibles, aunque parezca contradictorio, dificultan el proceso de monitoreo de riesgos, razón por la que muchas instituciones después de realizar inversiones de varios millones se decepcionan profundamente por la adquisición de tan costosas aplicaciones." Venegas-Martínez, Francisco y Carrillo Rivera, Jorge Miguel. **CAMBIO TECNOLÓGICO EN LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS: EL CASO MEXICANO**. Revista Mexicana de Economía y Finanzas. Vol. I. No. 4. México: ITEM, Diciembre 2002. p. 291.

- ✎ La interrelación entre la unidad de riesgos y las diferentes unidades de negocio deberá ser estrecha y continua de manera que la información de riesgos sea comunicada de manera oportuna para tomar acciones adecuadas.

BENEFICIOS DE IMPLEMENTAR UN SISTEMA DE ADMINISTRACIÓN INTEGRAL DE RIESGOS

- ✎ Mayor estabilidad en tiempos de crisis internas o trastornos en el mercado.
- ✎ Optimización de la asignación de recursos y del capital.
- ✎ Respuesta más rápida a los cambios y oportunidades del mercado.
- ✎ Mayor competitividad.
- ✎ Protección de marcas, imagen y reputación.
- ✎ Menor probabilidad de fraude.
- ✎ Mayor valor para los accionistas.

CAPITULO 4.

APLICACIÓN DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS A UN CASO PRÁCTICO

“El costo del mal entendimiento y manejo de los riesgos financieros puede ser devastador para una empresa”
Anónimo.

Para administrar los riesgos financieros de una entidad económica, como refiero en el punto 2.3.1 del segundo capítulo, primero se requiere identificarlos, para después cuantificarlos y finalmente controlarlos mediante la estrategia adecuada, para los dos primeros puntos se requiere conocer a la empresa y su entorno, por lo que resulta de gran utilidad realizar un análisis de riesgo inherente y otro de riesgo ambiental, mismos que se detallan a continuación.

4.1. ANÁLISIS DE RIESGO INHERENTE

Los riesgos inherentes de la empresa son aquellos que derivan de su estructura y características internas así como de la propia actividad que realiza la empresa, el análisis de riesgo inherente esta integrado por el estudio estratégico, estudio financiero y si fuera el caso por el estudio bursátil de la empresa, ya que este último solo se realiza cuando las empresas cotizan en bolsa, para las empresas medianas y pequeñas que no participan en el mercado accionario, solo es necesario realizar los dos primeros estudios.

4.1.1. ESTUDIO ESTRATÉGICO

El estudio estratégico consiste en identificar las fuerzas, oportunidades, debilidades y amenazas (Matriz FODA) de la empresa mediante un análisis cualitativo de factores clave de la empresa, que no son medibles pero influyen en la toma de decisiones. Dichos elementos se detallan en lo que se llama ficha técnica de la empresa que contiene información de los siguientes aspectos:

Antecedentes y características generales de la empresa.

- ☒ Razón social
- ☒ Fecha de constitución
- ☒ Domicilio Fiscal
- ☒ Rama económica
- ☒ Actividad económica
- ☒ Misión
- ☒ Filosofía
- ☒ Fecha de inscripción a la Bolsa Mexicana de Valores, (si es que cotiza en Bolsa)
- ☒ Antecedentes generales
- ☒ Principales filiales

Administración.

- ✘ Consejo de administración
- ✘ Estructura organizativas por unidades de negocio (organigrama)
- ✘ Política Fiscal
- ✘ Política laboral
- ✘ Planeación estratégica

Producción.

- ✘ Instalaciones
- ✘ Principales líneas de productos
- ✘ Procesos y mano de obra
- ✘ Materias primas o substitutos
- ✘ Tecnología
- ✘ Patentes

Mercado.

- ✘ Principales marcas
- ✘ Mercado y segmentos en los que participa
- ✘ Principales clientes
- ✘ Canales de distribución
- ✘ Mercadotecnia

Otros aspectos.

- ✘ Políticas de gestión ambiental

Planes y proyectos.

- ✘ Reestructuración
- ✘ Modernización
- ✘ Integración
- ✘ Diversificación
- ✘ Expansión y,
- ✘ Consolidación.

En cuanto a la matriz de fuerzas, oportunidades, debilidades y amenazas (FODA), es importante contemplar los siguientes conceptos:

- ✘ **Fortalezas:** Son los rubros de la empresa que generan los mejores resultados.
- ✘ **Debilidades:** Son los rubros de la empresa que requieren mayor solidez para mejorar su eficiencia y productividad.
- ✘ **Oportunidades.** Son el conjunto de opciones existentes en el contexto externo de la empresa susceptibles de aprovecharse.

- ☒ **Amenazas.** Son el conjunto de riesgos que se tienen en el entorno externo y cuya ocurrencia afectaría negativamente la operatividad de la empresa.⁷⁵

La matriz FODA es una evaluación no cuantificada de la empresa y sirve como referencia para identificar los riesgos, la primera etapa del proceso de la Administración de Riesgos.

4.1.2. ESTUDIO FINANCIERO.

Un análisis financiero es el estudio de la situación económica de una empresa en un momento determinado. Para realizar dicho estudio existen diferentes métodos⁷⁶, uno de ellos es el uso de razones financieras⁷⁷ cuyo objetivo es detallar la estructura financiera y de rentabilidad de la empresa mediante el análisis y la comparación de datos que se obtienen de sus estados financieros. Si bien las razones financieras ayudan a entender la situación que guarda la empresa en un momento determinado, éstas deben compararse con las razones de años anteriores de la misma empresa o incluso con las razones de otras organizaciones que pertenecen al mismo sector o rama económica.

Las razones financieras se pueden clasificar por su origen o por su aplicación. En el primer caso pueden ser estáticas⁷⁸, dinámicas⁷⁹, estático-dinámicas⁸⁰ y dinámico-estáticas⁸¹ y para el segundo caso, su clasificación es la siguiente:

- ☒ **De rentabilidad.** Miden la utilidad, dividendos y rendimientos de la empresa.
- ☒ **De liquidez.** Reflejan la capacidad de pago en efectivo o en documentos cobrables de una empresa.
- ☒ **De actividad.** Miden la eficiencia de las cuentas por cobrar y por pagar, así como del consumo de materiales de producción, ventas y activos de una empresa.
- ☒ **De solvencia y apalancamiento.** Muestran el porcentaje de activos financiados por recursos propios y externos a la empresa.
- ☒ **De productividad y/o eficiencia.** Revelan la eficiencia del proceso productivo, los costos y la capacidad de las instalaciones de una empresa.

El cálculo e interpretación de las principales razones financieras, se detalla en la tabla 4.1

⁷⁵ Morales Castro, Arturo. Op. Cit. P. 31.

⁷⁶ Método vertical, horizontal e histórico por ejemplo.

⁷⁷ Una razón es un valor que expresa la relación o proporción entre dos variables en tanto por ciento o en tanto por uno.

⁷⁸ **Estáticas.** Cuando el antecedente y el consecuente es decir el numerador y el denominador proceden de estados financieros estáticos como el balance general.

⁷⁹ **Dinámicas.** Cuando el antecedente y el consecuente emanan de un estado financiero dinámico como el estado de resultados.

⁸⁰ **Estático-dinámicas.** Cuando el antecedente corresponde a conceptos de un estado financiero estático y el consecuente emana de cifras de un estado financiero dinámico.

⁸¹ **Dinámico-estáticas.** Cuando el antecedente corresponde a conceptos de un estado financiero dinámico y el consecuente emana de cifras de un estado financiero estático. Morales, Castro Arturo. Op. Cit. P.35.

Tabla 4.1. FORMULARIO DE LAS PRINCIPALES RAZONES FINANCIERAS

RAZONES	FORMULA	UNIDAD	INTERPRETACIÓN
LIQUIDEZ			
ÍNDICE DE LIQUIDEZ	AC/PC	PESOS	De cuanto dispone la empresa para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.
PRUEBA DEL ÁCIDO	$AC-I/PC$	PESOS	Igual que el anterior, pero el dato es más preciso porque se disminuye el renglón de inventarios, una de las cuentas menos líquidas del activo circulante.
CAPITAL DE TRABAJO	$AC-PC$	MDP	Cantidad para cubrir las actividades de operación, después de cumplir con pasivos circulantes.
APALANCAMIENTO			
POR RECURSOS PROPIOS Y/O DE ACCIONISTAS	CC/IAT	%	Porcentaje de recursos propios o de los accionistas en los activos de la empresa.
POR RECURSOS AJENOS	PT/IAT	%	Proporción de recursos ajenos que están financiando los activos de la empresa.
EN MONEDA EXTRANJERA	PME/PT	%	Porcentaje que representan los pasivos en moneda extranjera.
COBERTURA DE PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA	VEX/PME	VECES	Número de veces que los pasivos en moneda extranjera están cubiertos por las ventas en el exterior.
INTERESES PAGADOS A RESULTADO DE OPERACIÓN	$INP/RO \times 100$	%	Porcentaje que representan los intereses con respecto al resultado de operación, indica si el costo de financiamiento es alto o bajo.
RENTABILIDAD			
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	$UN/VN \times 100$	%	Muestra la relación entre las utilidades netas y los ingresos por ventas, es decir cuanto se obtiene de utilidad por cada peso que se vende.
RENTABILIDAD SOBRE EL ACTIVO	$UN/IAT \times 100$	%	Mide las ganancias que se obtienen en función de la cantidad de activos que posee la empresa
RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL	$UNMA/CCMA \times 100$	%	Muestra las ganancias que obtienen los inversionistas por cada peso que tienen invertido en la empresa.
EFICIENCIA Y OPERACIÓN			
ROTACIÓN DEL ACTIVO TOTAL	VN/IAT	VECES	Expresa la eficiencia con que se utilizan los activos de la empresa para generar ventas.
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	$\frac{360}{(CTV/I)}$	DÍAS	Indica el número de días que el inventario permanece en la empresa.
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR	$\left(\frac{CL}{I.10}\right) \times 90 \times NT$ VN	DÍAS	Señala el número de días que tarda la empresa en recuperar los ingresos por ventas realizadas a crédito.

AC= Activo Circulante. Activos que son fácilmente convertibles a dinero en efectivo.

AT= Activo Total. Los recursos (maquinaria, inventarios y efectivo) con los que cuenta la empresa para operar.

CC= Capital Contable. Recursos de la empresa aportados por accionistas y/o propietarios.

CCMA= Capital contable mayoritario

CL= Clientes. Crédito que ase otorga a clientes.

CTV= Costo de Ventas. Gastos en que se incurre para la elaboración del producto o servicio.

I= Inventarios. Materias primas o bienes que sirven para la elaboración de un producto y productos terminados en almacén.

INP= Intereses pagados. **NT=** Número de trimestre.

FUENTE: Elaboración propia.

PC= Pasivo Circulante. Deudas que debe cubrir la empresa en un periodo no mayor a un año.

PME= Pasivo en moneda extranjera. Deuda de la empresa en moneda extranjera. Cifra que emana de la balanza de divisas.

PT= Pasivo Total. Obligaciones y deudas que la empresa utiliza para operar pero que debe liquidar.

RO= Resultado de operación.

UN= Utilidad Neta. Se obtiene al restar a la utilidad de operación los gastos financieros.

UTMA= Utilidad Neta mayoritaria

VN= Ventas Netas. Ingresos obtenidos por las ventas realizadas por la actividad principal.

VEX= Ventas extranjeras.

Es amplio el número de razones que existen para cada una de las clasificaciones señaladas, sin embargo las empresas solo eligen las que tienen un significado práctico, aquellas que ayudan a identificar de forma rápida aspectos relevantes del futuro de la empresa

4.1.3. ESTUDIO BURSÁTIL

El análisis bursátil se realiza exclusivamente para las empresas que cotizan en bolsa, y se lleva a cabo mediante el cálculo de una serie de múltiplos llamados bursátiles cuya principal finalidad es determinar si la empresa se encuentra sobrevaluada o subvaluada en términos relativos y con respecto al mercado. Dichos múltiplos representan un valor cuantitativo, sin embargo como ocurre con las razones financieras el resultado es irrelevante si no se compara con otros años o bien con otros sectores. Existen varios múltiplos bursátiles sin embargo cada asesor financiero emplea los de su preferencia, los que se utilizan frecuentemente, los aplico en el estudio del caso práctico de Editorial Diana mismos que describo a continuación.

Múltiplos bursátiles.

- ✎ **Valor contable.** Es importante conocer el valor contable de una empresa para contar con un precio de referencia a partir del cual se valora y se analiza su situación en el mercado bursátil. Es ideal que ninguna empresa cotice en el mercado de valores por debajo de su valor contable, pues de lo contrario se interpreta como una elevada expectativa de que la empresa incurra en pérdidas. Las emisoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores consideran al capital contable mayoritario como su valor contable, para efectos del cálculo para determinar el valor en libros por acción y otros datos por acción.
- ✎ **Valor de mercado.** Es conocido también como capitalización bursátil o de mercado, se interpreta como el valor de una empresa en bolsa es decir el precio real con el cual cotiza la empresa en el mercado de valores, a mayor valor se interpreta como un mayor tamaño de la empresa. Se obtiene de multiplicar el número de acciones en circulación por su precio de mercado.
- ✎ **Valor en libros por acción.** Se obtiene al dividir el valor contable entre el número de acciones en circulación, representa el valor que tiene cada acción sustentado en el capital de la empresa.
- ✎ **Precio de mercado de la acción.** Es el valor al que se cotiza la acción de la empresa dentro del mercado bursátil y representa la cantidad en dinero que paga el inversionista por cada acción que adquiere de alguna emisora.
- ✎ **Utilidad por acción (UPA).** Representa las utilidades que recibirán los accionistas comunes, debido a que los accionistas sólo reciben el pago de dividendos, por lo tanto es un múltiplo de interés solo para los inversionistas que buscan participar en las utilidades de la empresa.

- ✎ **Precio a Valor en libros.** Indica el número de veces que el mercado está dispuesto a pagar el valor de la empresa, desde el punto de vista del inversionista a menor resultado del múltiplo, mejor.
- ✎ **Price earnings ratio (PER).** El resultado se expresa en veces y se interpreta que el valor de la empresa supone "dichas veces" su utilidad, algunos analistas lo interpretan como el tiempo que se tardará en recuperar la inversión realizada, sin embargo puede resultar no real dicha interpretación ya que las utilidades no siempre son distribuidas; es decir la empresa puede reinvertirlas. Un PER menor representa a una empresa barata. En México el PER es conocido como el múltiplo precio a utilidad.
- ✎ **Precio a utilidad por acción.** Muestra las condiciones de inversión en la empresa, a menor cifra del múltiplo son mejores las condiciones de inversión siempre y cuando la empresa se encuentre sana económica y financieramente, ya que al igual que el múltiplo anterior suele interpretarse como el tiempo en que se recuperará la inversión realizada al adquirir una acción en el mercado, también se calcula este múltiplo con relación a la utilidad operativa, la utilidad neta, y la utilidad neta eliminando partidas extraordinarias.
- ✎ **Precio a utilidad neta.** Este múltiplo resulta útil para el público no inversionista que desea conocer el valor de la empresa, ya que para muchos éste depende del incremento en las utilidades netas y no de las utilidades por acción. Se busca el menor resultado posible.
- ✎ **Precio de mercado a ventas.** Muestra cuantas veces cotiza una empresa sus ventas anuales, es especialmente útil para las empresas que tienen flujos anormales de utilidades o de efectivo sobre todo en empresas de Internet, sin embargo tiene la desventaja de que no considera la estructura financiera de la empresa.

Además de los múltiplos bursátiles existen otros datos específicos que se generan en el mercado bursátil conocidos como fundamentales de la acción, estos complementan el estudio bursátil de la empresa; son representativos de su situación financiera y resultan de gran utilidad para tomar decisiones rápidas respecto a la compra-venta de acciones. Estos datos se publican en diarios y en sitios de internet especializados en finanzas, describo los principales a continuación:

Fundamentales de la acción.

- ✎ **Precio actual de cierre de la acción.** Dato informativo sobre cuanto debe pagar el inversionista por adquirir el título.
- ✎ **Precio máximo en las últimas 52 semanas.** Es el precio más alto al que se ha comprado la acción en los últimos doce meses.
- ✎ **Precio mínimo en las últimas 52 semanas.** Es el precio más bajo al que se ha cotizado la acción en los últimos doce meses.

- ✎ **Precio máximo del día.** Precio más alto al que se vendió y/o compro la acción en el día.
- ✎ **Precio mínimo en el día.** Precio más bajo al que se cotizó la acción en el día.
- ✎ **Volumen promedio de transacciones diarias.** Muestra el número de acciones que se cotizan durante el día.
- ✎ **Bursatilidad.** Representa la cantidad de los movimientos de compra y venta de las acciones de una empresa.
- ✎ **Dividendo por acción.** Muestra las utilidades por cada acción que posee el inversionista.
- ✎ **Dividendo por acción expresado en porcentaje.** Utilidades en porcentaje que se distribuyen a quienes poseen acciones.

Para realizar un análisis efectivo, los fundamentales de la acción de una empresa deben compararse con los de otra emisora del mismo sector o de una actividad relacionada.

4.2. ANÁLISIS DE RIESGO AMBIENTAL

El riesgo ambiental, también llamado externo, se genera dentro del entorno en el cual la empresa se encuentra establecida así como en el lugar donde realiza una parte importante de sus actividades y comercialización, en este tipo de riesgo la compañía no tiene inferencia alguna ya que depende de las condiciones económicas, políticas y sociales que prevalecen en dicho entorno. Conocer el entorno de la empresa permite identificar sus riesgos externos, esta labor se lleva a cabo mediante la elaboración de tres estudios:

- ✎ Análisis de riesgo país.
- ✎ Estudio sectorial.
- ✎ Análisis tendencial.

La definición y características propias de cada estudio se desarrollan en los siguientes tres puntos.

4.2.1. ESTUDIO SECTORIAL

El análisis sectorial se realiza con la intención de conocer a detalle el comportamiento de una actividad económica específica, pero también con el fin de evaluar a la empresa en relación con su competencia y conocer su posición en el mercado. Dicho estudio implica conocer factores cualitativos y cuantitativos del sector al que pertenece la empresa que se analiza.

Para realizar un estudio sectorial es importante considerar los siguientes puntos:

a) Características generales.

El primer paso de este análisis consiste en identificar al sector, esto implica conocer los productos y diferentes líneas que se fabrican y/o comercializan en él, así como analizar estadísticas de producción y hechos relevantes que muestran la evolución de dicho sector.

b) Aspectos Económicos.

Consiste en resaltar aspectos de vital importancia para el avance del sector como son las materias primas, proveedores y costos, la maquinaria y/o equipo que prevalece en el Sector, procesos productivos así como la disponibilidad y grado de especialización de los recursos humanos, y posibles conflictos laborales si fuera el caso.

c) Aspectos del mercado.

Implica analizar el comportamiento del sector en el mercado mundial, así como su desempeño en el mercado nacional, se debe observar a variables como la demanda, oferta y precios, productos sustitutos, rivalidad entre competidores, además de los canales de distribución.

d) Aspectos financieros.

Es ideal contar con índices financieros elaborados a través de una muestra representativa de empresas del mismo sector económico, que sirvan de parámetros para comparar la situación financiera de la empresa que se analiza con respecto a su sector. Los índices deberán reflejar información de solvencia, liquidez, rotación de inventarios apalancamiento y cobertura de intereses principalmente.

Otra opción válida es realizar un comparativo de la situación financiera, entre la empresa que se analiza con una o dos más compañías del mismo sector. Además de la situación financiera es importante analizar el posicionamiento del mercado que guardan dichas compañías, así como conocer los aspectos económicos que se mencionan en el inciso b de este punto.

e) Fortalezas y debilidades.

Es importante identificar y resaltar los aspectos que hacen fuerte al sector dentro de la economía; aspectos como el tipo de bien, si es de primera necesidad, el grado de desarrollo tecnológico o el grado de especialización de los recursos humanos que alberga el sector, la facilidad o el costo para obtener materia prima y cualquier otro factor que represente una ventaja para dicho sector.

No deben dejarse de lado los factores que influyen negativamente en el desarrollo del sector como puede ser el nivel de ingreso de la población, precios de insumos, costos de distribución, regulaciones, problemas con los recursos humanos, políticas preferenciales y de los competidores por ejemplo.

f) Perspectivas del sector.

Como parte final del estudio sectorial, es de vital importancia conocer las expectativas del sector en el corto y mediano plazo. Es importante sustentar dichas perspectivas y puntualizar si se espera un avance favorable o negativo del sector.

Conocer por anticipado lo que se espera suceda en el futuro es de gran valor para las empresas, pues con esta información y bajo los supuestos de diferentes escenarios pueden proyectar su demanda y sus ventas; resulta útil para planear su producción y también para anticipar futuros flujos de efectivo, estos se convierten de gran utilidad para identificar y cuantificar los riesgos de la empresa.

g) Posición en el sector de la empresa de análisis.

Finalmente, con las características del sector que se han analizado en los incisos anteriores, es posible situar la posición de la empresa dentro del sector, así como su posicionamiento del mercado, también es importante conocer si el desarrollo de la empresa está en la dirección del sector o si es necesario darle una nueva dirección. Este es un punto de referencia que nos permitirá conocer si la empresa es fuerte respecto al sector al que pertenece.

4.2.2. ANÁLISIS DE RIESGO PAÍS

El riesgo país se define como la posibilidad de que un rendimiento esperado en un país determinado no se realice, dicha posibilidad es determinada por las condiciones económicas, políticas y sociales que prevalecen dentro de ese país en un momento específico. Representa la capacidad de pago de un país y se enuncia como un índice que se expresa en puntos básicos es decir 100 unidades equivalen a una tasa de 1% de rentabilidad,⁹³ para efectos de análisis sólo adquiere relevancia cuando se compara con respecto al índice de otro país o bien si se analiza su evolución en el tiempo.

El riesgo país está integrado por tres tipos de riesgo:

☞ **Riesgo económico.** Posibilidad de incurrir en pérdidas por la disminución total parcial de la capacidad de pago de un país. De acuerdo al origen de las variables que tienen inferencia en este, se divide en:

a) Externo. Lo definen las variables relacionadas con las transacciones en el exterior, como son tipo de cambio, reservas internacionales, inversión extranjera, balanza comercial, política económica de países con mayor intercambio comercial.

⁹³ Por ejemplo, si el riesgo país de México se ubicara en 212 puntos básicos, significaría que en promedio el rendimiento para el inversionista que adquiere hoy títulos mexicanos, debe ser 2.12 puntos porcentuales más alto que el rendimiento de los títulos de Estados Unidos. Si un portafolio de títulos estadounidenses tiene un rendimiento de 5 % anual, un portafolio similar de títulos mexicanos debería ofrecer de rendimiento 7.12 %.

- b) **Real.** Integrado por variables económicas fundamentales relacionadas con la producción del país en análisis, como son producción industrial, inversión fija bruta y desempleo.
 - c) **Financiero.** Lo define el comportamiento de las variables de este sector, entre las que destacan inflación, índice del mercado accionario, agregados monetarios, captación bancaria, y el balance de las finanzas públicas⁹⁴
- ✎ **Riesgo político.** La posibilidad de que cambien las condiciones generales económicas que guarda el país, derivado de sucesos políticos. El cambio de administración del poder ejecutivo es un factor importante a considerar en este riesgo.
- ✎ **Riesgo social.** Es la posibilidad de no obtener los resultados esperados (rendimientos y/o ganancias) debido a las condiciones sociales de un país, en las cuales destaca el descontento o satisfacción social por las condiciones económicas que prevalecen entre los habitantes del país de estudio, a mejores condiciones menor es la probabilidad de insurrecciones, guerrillas o conflictos laborales por despidos y salarios básicos, por ejemplo.

Medición del Riesgo País.

Existen diferentes enfoques para realizar el cálculo del Riesgo País, principalmente se utiliza el método financiero que consiste en estimarlo a partir de la diferencia (el spread) entre el rendimiento de un instrumento libre de riesgo y su equivalente en el país de análisis. Los bonos del Tesoro americano se conciben como instrumentos libres de riesgo y su equivalente en México son los Certificados de la Tesorería (CETES) que emite nuestro gobierno. Sin embargo a pesar de que existe más de una metodología para calcular el Riesgo País, todas tienen los mismos fundamentos básicos; regresiones econométricas basadas en elementos cuantitativos que no dejan de lado la información de sucesos importantes que aunque es de carácter cualitativo tiene cierta influencia en la medición del riesgo país.⁹⁵

Las agencias especializadas como Standar and Poor's, Fitch Ratings, y Moody's, miden el riesgo soberano de países emergentes; suele llamarse riesgo país pero en realidad hay una diferencia entre dichos términos⁹⁶. Las agencias calificadoras aplican su propia metodología y terminología, sin embargo las calificaciones que otorgan generalmente son similares y representan una referencia confiable para los inversionistas que con frecuencia prefieren observar la clasificación de riesgo que otorgan estas agencias

⁹⁴ Siller Pagaza, Ma. Gabriela. **MEDICIÓN DEL RIESGO PAÍS PARA MÉXICO.** Problemas del desarrollo. Vol. 32 Núm. 127. México; IIEC –UNAM, OCTUBRE-DICIEMBRE 2001.

⁹⁵ El Banco Nacional de México (Banamex), mide el riesgo país de México y de otros países latinoamericanos, como Argentina y Brasil. Diariamente expresa el resultado en puntos básicos el cual se puede consultar en: http://www.banamex.com/esp/finanzas/historicos/economia_int/ei_riesgo_pais.jsp

⁹⁶ El riesgo soberano es el asumido en una inversión donde el deudor es el gobierno soberano de la nación; el riesgo país considera como deudor al gobierno, pero también a las empresas privadas.

especializadas más que el spread de los bonos soberanos, dado que éste último cambia todos los días.

Los resultados de dichas agencias generalmente están dados por letras que van desde la "A" hasta la "E" o bien por puntos, en donde 100 puntos representan el 1% de riesgo por encima de la tasa referencial, que como se mencionó anteriormente, es la tasa que pagan los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

Conocer el riesgo país del entorno en donde se ubica la empresa, así como del mercado en el que pretende ingresar, si fuera el caso, sirve para tomar decisiones importantes a la compañía, la cual debe considerar que un mayor nivel de riesgo país expresado en puntos base o una menor calificación (expresada en letras), significa una mayor posibilidad de no obtener los resultados esperados. El empresario también debe considerar que algunos sectores económicos están expuestos en mayor medida que otros al riesgo país.

Índice Global de Riesgo.

Es una forma de evaluar el riesgo país mediante la percepción del analista de aspectos cualitativos de carácter económico, político, social que son asociados a valores numéricos para hacerlos cuantificables, los aspectos mencionados son las variables que determinan a los cuatro subíndices o indicadores que integran al índice de riesgo global, cada indicador tiene asignado un porcentaje de riesgo específico de acuerdo a la influencia que ejerce en la determinación del índice de riesgo global, dichos indicadores con su respectivo porcentaje se enlistan a continuación:

✎ Indicador político	40%
✎ Indicador económico	25%
✎ Indicador de solvencia	20%
✎ Indicador de liquidez.	15%

La formula para obtener el Índice Global de Riesgo (IGR) es:

$$\text{IGR} = \frac{(\text{IP} \times 40) + (\text{IE} \times 25) + (\text{IS} \times 20) + (\text{IL} \times 15)}{100}$$

Para obtener el valor del indicador, cada variable se pondera de acuerdo al nivel de influencia que tiene en el indicador al que pertenece, dicha escala va de tres a uno; de menor a mayor influencia. Después de ponderar a la variable, se le asigna una valoración de 0 a 100 correspondiente a la escala de riesgo que va de muy bajo a muy alto, según el nivel de riesgo que representa para la economía. Para determinar el valor del indicador, se multiplica la ponderación por la valoración en escala de riesgo de cada variable que compone al indicador, se suma el resultado de la multiplicación de cada una de las variables del indicador y dicho resultado se divide entre la suma de las ponderaciones de las variables. La tabla 4.2 ilustra un ejemplo del cálculo descrito.

Tabla 4.2. EJEMPLO DEL CÁLCULO DE INDICADORES

Ponderación	Valoración	Multiplicación
Variable de Riesgo Político mucha influencia (3)	Mediano (50)	150
Variable de Riesgo Político mediana influencia (2)	Alto (20)	40
Variable de Riesgo Político poca influencia (1)	Muy bajo (100)	100
SUMA = 6	-	290
Indicador Político = 48.33	-	(150/6)

Fuente: Elaboración propia.

La escala para asignar la ponderación y valoración de las variables de cada indicador se especifica en la Tabla 4.3.

Tabla 4.3. ESCALA PARA LA PONDERACIÓN Y VALORACIÓN

Ponderación	
Variable: Mucha influencia	(3)
Variable: Mediana influencia	(2)
Variable: Poca influencia	(1)

Valoración: Escala de Riesgo	
Muy Bajo (MB)	100
Bajo (B)	80
Mediano: (M)	50
Alto: (A)	20
Muy Alto (MA)	0

Fuente: Elaboración propia.

Para interpretar el resultado de los indicadores político, económico de solvencia y liquidez así como para el resultado del índice global de riesgo país, se utiliza la tabla 4.4, así, un índice cercano a 100 indica que el país de análisis es muy solvente, ya que su nivel de riesgo es muy bajo, y tiene más posibilidades de cumplir con sus obligaciones, así como de consumir las inversiones que en el se realizan.

Tabla 4.4. ESCALA DE CALIFICACIÓN PARA LOS INDICADORES Y EL ÍNDICE GLOBAL DE RIESGO

Nivel	Valor	Interpretación
A	100 – 80	Muy Bajo
B	80 – 60	Bajo
C	60 – 40	Moderada
D	40 – 20	Alto
E	20 – 0	Muy Alto

Fuente: Elaboración propia.

Los aspectos cualitativos de carácter económico, político, social que sirven para evaluar el índice de global riesgo se resumen en un cuadro de datos fundamentales de la economía que contiene el comportamiento de las principales variables que marcan el rumbo de la economía, así como en un formato de percepción de riesgo país con la descripción de hechos y/o noticias relevantes de carácter económico, político y social, en el ámbito, internacional, nacional, sectorial y empresarial, dichos formatos pueden anexarse como parte del estudio de riesgo país o bien al final del análisis de riesgos financieros de la empresa.

4.2.3. ANÁLISIS TENDENCIAL.

El estudio tendencial, también conocido como de prospectiva, tiene por objeto determinar las perspectivas de la empresa en el corto y mediano plazo en base a la información histórica así como a la derivada de los análisis financiero, bursátil, sectorial y de riesgo país, lo anterior permitirá tomar las acciones y medidas pertinentes para minimizar sus riesgos y así evitar situaciones indeseables, por otro lado, en la medida en que la compañía mire hacia el futuro estará siendo más competitiva.

Para anticipar el futuro de la entidad, se pueden emplear diversas técnicas de pronóstico, de forma general existen dos clases de modelos; causales y de series de tiempo. En el primer caso se trata de encontrar una relación de causalidad o dependencia entre diferentes variables, volúmenes de venta o de producción por ejemplo, de tal manera que conociendo o prediciendo alguna de ellas se puede encontrar el valor de otra. Para el segundo caso no es substancial encontrar dichas relaciones ya que sólo se requiere encontrar el valor probable que asumirá alguna de las variables. También es posible pronosticar cifras de los estados financieros de una compañía lo que permitirá elaborar los estados financieros proyectados o "proforma".

Cualquier técnica de pronóstico que se aplique requiere hacer uso de la información histórica, sin embargo es importante tener presente que no existe ningún método de pronóstico infalible, los valores que se obtienen de ellos están sujetos a errores que no solo derivan del modelo sino también del comportamiento humano, por ejemplo las decisiones de los individuos a quienes está dirigido un producto o servicio.

Las predicciones estimadas se presentan como posibles escenarios, que son como una fotografía de lo que será la compañía bajo diferentes eventos que pudieran ocurrir en el futuro, ello facilitará a sus directivos tomar las decisiones pertinentes para hacer frente a lo que viene.

ESCENARIOS

Se deben diseñar por lo menos tres escenarios:

- ✎ Escenario real. También se conoce como escenario base y es la estimación más cercana a la realidad "ceteris paribus", que surge de considerar el curso actual de la empresa y su entorno.
- ✎ Escenario positivo. Refleja el estado de la empresa ante la posibilidad de un comportamiento extraordinariamente favorable de las variables proyectadas.
- ✎ Escenario negativo. Se crea contemplando la posibilidad de que ocurra un evento inesperado el cual provocaría un movimiento contrario al valor esperado en las variables.

Una vez identificados los riesgos, es preciso cuantificarlos, existen diversas metodologías para el cálculo del riesgo, mismas que se describen en el capítulo dos y finalmente para concluir con el análisis de riesgos financieros de la empresa, se debe enunciar la estrategia propuesta para controlar los riesgos financieros.

4.3. ESTRATEGIA PARA ADMINISTRAR LOS RIESGOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.

Es la parte final del análisis de riesgos financieros, en este punto el analista con base a la información recabada propone la estrategia a seguir para reducir dichos riesgos y sus efectos en la empresa.

Estrategia es un grupo de acciones a seguir, que apuntan al cumplimiento de un objetivo, en el capítulo 3, refiero de forma detallada las opciones y/o estrategias a seguir para administrar los riesgos financieros de una empresa, que son básicamente;

- ☒ Proyectos de inversión
- ☒ Reestructuración financiera y,
- ☒ Cobertura con instrumentos derivados.
- ☒ Alianzas estratégicas.

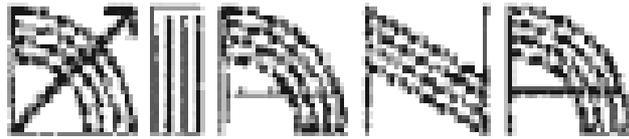
INTRODUCCIÓN AL CASO PRÁCTICO

El objetivo principal del capítulo cuatro es aplicar la metodología del análisis de riesgos financieros a un caso práctico con información de una empresa real, Cabe mencionar que la intención era aplicarla a una empresa común de tamaño pequeño o mediano, sin embargo una característica que destaca entre las empresas de menor tamaño, es que sus sistemas de contabilidad y administración son sencillos e incluso empíricos en muchos casos. Lo anterior aunado a la dificultad del acceso a la información financiera de las empresas en general, fueron factores determinantes en la decisión de analizar una empresa que cotiza en bolsa debido a que la información financiera de estas empresas es periódica, de carácter público para los inversionistas, está organizada bajo los estándares y normas que exigen las instituciones que regulan al mercado financiero, que se encuentra en el portal www.bmv.com.mx o bien en el centro de información de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

No obstante que la empresa a analizar cotizó en la BMV hasta el tercer trimestre de 2006, se consideraba por dicho mercado como una empresa mediana, sus relaciones comerciales con el exterior fueron poco significativas para sus resultados financieros y formó parte de la muestra del índice sectorial de la industria de la transformación.

Aunado a lo anterior y de acuerdo a la clasificación de empresas en México que señalo en el punto 3.1.1 del capítulo tres, se consideran empresas medianas del sector industrial a todas aquellas que cuentan con entre 51 y 250 empleados. Editorial Diana tiene 178 empleados por lo que reafirma su carácter de empresa mediana.

Cabe destacar que la administración de riesgos financieros puede ser utilizada por una empresa que no cotiza en el Mercado de Valores, en dicho caso sólo se excluye el análisis bursátil, y se realizan el resto de los estudios que integran al análisis de riesgos financieros.



ANÁLISIS DE RIESGOS FINANCIEROS

EDITORIAL DIANA S.A. DE C.V.

Se constituyó como empresa en 1946; su principal objetivo es difundir la cultura en territorio nacional y participar en el mercado librero latinoamericano a través de sus filiales. Su política editorial comprende todos los temas y sectores de la población lectora y estudiosa, su participación actual en el mercado nacional es del 20%.⁹⁷

⁹⁷ Tomado del sitio www.bmv.com.mx

Contenido:

1. IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS

A) Análisis de Riesgo Inherente

- I. Estudio Estratégico
 - Ficha técnica
 - Matriz FODA
- II. Estudio Financiero
 - Estados financieros
 - Razones financieras
 - Análisis de situación financiera
- III. Estudio Bursátil
 - Múltiplos Bursátiles
 - Análisis Bursátil

B) Análisis de Riesgo Ambiental

- IV. Estudio Sectorial
 - Características generales
 - Aspectos económicos
 - Aspectos de Mercado
 - Aspectos financieros
 - Fortalezas y debilidades
 - Perspectivas
- V. Estudio de Riesgo País
 - Índice de Riesgo País
 - Calificación soberana
 - Índice de Global Riesgo
- VI. Análisis Tendencial
 - Escenarios
- VII. Listado de Riesgos Financieros

2. MEDICIÓN DE RIESGOS

- VIII. Riesgos Financieros en cifras

3. CONTROL DE RIESGOS FINANCIEROS

- IX. Estrategias para Administrar los riesgos

1. IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS

a) Análisis de Riesgo Inherente

I. Estudio Estratégico

a) FICHA TÉCNICA

>>> ANTECEDENTES E INFORMACIÓN GENERAL

Razón social. Editorial Diana S.A. de C.V.

Fecha de constitución. 15 de Febrero de 1946.

Domicilio fiscal. Arenal 24 Edificio Norte. Piso 1. Colonia Ex-hacienda de Guadalupe Chimalistac. México, D.F.

Sector. Industria de la transformación.

Rama económica. Imprenta Editorial.

Actividad económica. Edición manufactura y comercialización de libros. Adquisición y cesión de derechos de autor, traducción y edición sobre obras científicas, literarias o artísticas. Representación de casas editoriales y comerciales en los ramos que constituyen el objeto de la sociedad.

Misión. Difundir la cultura en el territorio nacional, norte y sur de América así como parte de Europa a través de la venta de libros de divulgación e interés general.

Filosofía. "Nuestra empresa es la cultura".

Fecha de inscripción a la BMV. 22 de agosto de 1967

Antecedentes generales.

La historia de Editorial Diana, S.A. de C.V. nace con su constitución el 15 de febrero de 1946 por su fundador el Sr. José Luis Ramírez Cerda. Es una compañía mexicana establecida como sociedad operadora y tenedora de acciones, sus empresas subsidiarias constituyen un grupo dedicado a la edición y comercialización de libros de divulgación e interés general. Su desarrollo se describe de forma general en los siguientes párrafos:

- ✎ 1967. Se logra la inscripción a la Bolsa Mexicana de Valores, colocando el 30% del Capital Social de la Empresa, representado por 600,000 Acciones Serie "A".
- ✎ 1979. Se constituyó el fondo de la subsidiaria Edivisión Compañía Editorial, S.A. de C.V. para la publicación de Best-Sellers y del Fondo Origen conjuntamente con editorial Planeta para crear una línea de libros infantiles, juveniles, clásicos y de bienestar físico.
- ✎ 1980. Se adquieren Acciones de Librerías de Cristal, S.A. de C.V., participando actualmente del 19.9% de su capital.

→ **Continúa Antecedentes generales.**

- ✎ 1982. Comienza su internacionalización con el arranque de Editorial Diana Colombiana, LTDA.
- ✎ 1990. Editora Universo traspasa su fondo a editorial Diana y editora Origen traspasa su fondo a Edivisión, en ese mismo año, Editorial Diana Chilena, Ltda. Inicia sus operaciones.
- ✎ 1991. Inicia operaciones Editorial Diana Argentina S.A. y Edidiana España, S.L.
- ✎ 1995. Inicia sus operaciones Venediana Editorial, C.A.
- ✎ 2002. Cambio de domicilio a nuevas oficinas.

Principales filiales.

<u>Subsidiarias</u>	<u>Núm. Acciones</u>	<u>% Participación</u>
Edivisión Cia. Editorial, S.A. de C.V.	320.000	49.34
Editora y Encuadernadora Logos, S.A. de C.V.*	4,153	99.40
Servicios Corporativos Diana, S. de R.L. de C.V.	3,000	99.99
Servicios Operativos Diana, S. de R.L. de C.V.	3,000	99.99
Servicios Operativos Logos, S. de R.L. de C.V.	3,000	99.99
Editorial Diana Chilena, Ltda.		100
Editorial Diana Colombiana, Ltda.	168,260	100
Editorial Edidiana España, S.L.	499	100
Venediana Editorial , C.A.	30,000	100
<u>Asociadas</u>		
Librerías de Cristal , S.A. de C.V.	5,111	19.90
Editorial Artemisa, S.A. de C.V.	7	2.00

>>> **ADMINISTRACIÓN**

Consejo de Administración.

PRESIDENTE:

Don José Luis Ramírez Cota

SECRETARIO :

Lic. Adrián Fernández Margain

CONSEJEROS PROPIETARIOS

Lic. José Aramoni Calderón

Don Manuel Arce Rincón

M.B.A. Raúl López Martínez

C.P. y L.A.E. Salvador Meljem Martínez

Don José Luis Ramírez Magnani.

C.P. José Antonio Fernández Arenas

Lic. Luis Pazos de la Torre

COMISARIO PROPIETARIO

C.P.C. José Miguel Arrieta Méndez

SUPLENTES:

Lic. Diana Ramírez Magnani.

Lic. Fabián Toriz

Don José Aramoni Ramírez

Lic. Rodrigo Arce de la Paz.

C.P. Carlos González Pacheco.

Lic. Ricardo Meljem Enríquez de Rivera

Lic. Fernando Ramírez Cota

C. Ximena Miro Minelli

Lic. Alberto Pazos Paredes.

C.P.C. Luis R. Martínez del Barrio

Es importante mencionar que la mayoría de los miembros que integran este Consejo de Administración son de nacionalidad mexicana.

Estructuras Organizativas por unidades de negocios (organigrama)

NOTA: No hay acceso al organigrama de la empresa, sólo se cuenta con información de los principales funcionarios y las principales unidades administrativas que se describen a continuación:

Estructura Administrativa-operativa Principales Funcionarios:

<u>Nombre</u>	<u>Cargo</u>
Sr. José Luis Ramírez Cota Comité Editorial	Presidente Ejecutivo Editorial Diana, S.A. de C.V.
Diana Ramírez Magnani	Editor
Dorinda Bravo Veiga	Editor
Fausto Rosales Ortiz	Editor
Manuel Fernández Hernández	Editor
Sr. Fernando Ramírez Cota	Gerente de Almacén de Editorial Diana
C.P. Moisés Rodríguez Vargas	Dir. Admón. y Finanzas de Editorial Diana
Lic. Rocío Galicia Morales	Contador General Editorial Diana

Política fiscal.

Impuesto Sobre la Renta e Impuesto al Activo:

La Política Fiscal que grava al Sector Editorial incluye: la aplicación de Tasa "0" del IVA a la venta de libros, y la eliminación gradual de la reducción del 20% del ISR, que a partir de 2002 ha ido decreciendo en 10 puntos porcentuales anuales hasta su eliminación total que sucederá en el año 2006.

Editora y Encuadernadora Logos determina su Impuesto Sobre la Renta aplicando a sus ingresos gravables la Tasa del 33% en virtud de que no se dedica a la edición de libros ya que su actividad preponderante es la encuadernación y retractilado.

Como resultado de las modificaciones a la Ley del ISR aprobadas el 13 de noviembre de 2004, la tasa del ISR será del 30%, 29% y 28% en 2005, 2006 y 2007, respectivamente.

Política laboral.

En el análisis de las obras con posibilidades de contratación y/o en proceso editorial, la empresa solicita la colaboración de dictaminadores especializados por temas, traductores de distintos idiomas, correctores de estilo y galera, así como fotógrafos y diseñadores de portadas, todos ellos profesionales en su campo.

La política laboral de Diana contempla la capacitación del personal directivo y puestos clave para que puedan ser desempeñados en caso de ausencia.

Dentro de las obligaciones laborales a las que debe hacer frente Editorial Diana, S.A. de C.V., se encuentra el pasivo por concepto de compensaciones al personal por retiro, las cuales se reconocen con base a cálculos actuariales determinados por Actuario independiente bajo el método de crédito unitario proyectado. Los pagos por compensaciones al retiro se cargan a la reserva. La compañía tiene obligaciones laborales por concepto de jubilaciones y primas de antigüedad de acuerdo a lo que establece la ley federal del trabajo y de lo estipulado en los contratos de trabajo.

La agrupación que rige al personal sindicalizado, es el Sindicato Nacional de Obreros, Obreras y Empleados de Productos Alimenticios, Almacenes y Casas Comerciales de la República Mexicana (Registro Federal 4153). Afiliada a la Confederación de Trabajadores de México C.T.M. Las relaciones con los sindicatos son cordiales, se han desarrollado en perfecta cooperación y entendimiento a lo largo de los años sin presentar problemas de huelgas o imposiciones.

Editorial Diana, S.A. de C.V. y sus subsidiarias cuentan con el siguiente personal:

Ubicación	Personal		Total
	<u>Confianza</u>	<u>Sindicalizado</u>	
Territorio Nacional	86	67	153
En el extranjero	25		25
Total emisora	111	67	178

Planeación estratégica

Las principales estrategias que emplea la empresa se enlistan a continuación:

- ✎ **Reestructuración de productos en el fondo editorial.** Abocándose a los títulos de mayor aceptación por el mercado editorial, los que generan un mayor margen de utilidad; la producción de novedades, cuidando oportunidad, calidad y cantidad adecuadas; así mismo, la coedición de nuevas líneas de libros que sean comercialmente interesantes; para lo cual, "Editorial Diana", participa en ferias internacionales.
- ✎ **Puntos de venta.** Identifica tanto los productos como las cantidades adecuadas en las ventas que realiza a cada uno de ellos.
- ✎ **Sistemas de información.** Implementa tecnología actualizada que genera información operativa requerida en la toma de decisiones oportunas.
- ✎ **Equipo de distribución.** Se actualiza para fomentar la atención oportuna, en la entrega de mercancía, requerida por los clientes de esta Empresa.
- ✎ **Fuerza de ventas.** Incremento en las comisiones variables para incentivar mejores ventas, reducir devoluciones y agilizar la recuperación de cartera.

✎ **Estructura financiera.** Como parte de la planeación estratégica y para dar cumplimiento a sus obligaciones crediticias, Editorial Diana se ha planteado cumplir con determinadas condiciones en sus estructura financiera entre las que destacan:

- a) Apalancamiento. Menor o igual de 1.0 a 1.0.
- b) Liquidez. De 1.5 a 1.
- c) Pago de dividendos. Con autorización de bancos.

>>> PRODUCCIÓN

Instalaciones.

Las plantas, centros comerciales, de distribución y/o servicio son:

Tabla 4.5. INSTALACIONES DE EDITORIAL DIANA.

PLANTA O CENTRO	ACTIVIDAD	CAPACIDAD INSTALADA	% DE UTILIZACIÓN
Librería en oficina principal	Venta de libros	40	100
Bodega C.d. de México	Almacén	1.750	100
Librería paseo por los libros	Librería	40	100
Logos	Encuadernación/almacén	1,190	100

FUENTE: Información Financiera trimestral. BMV. 04/05/2006.

Principales líneas de productos.

Editorial Diana cuenta con dos principales líneas de productos que son:

- ✎ Técnico y,
- ✎ Divulgación.

Procesos y mano de obra.

La producción de Diana se elabora a través de maquiladores, entre los cuales esta la encuadernación rústica que realiza LOGOS.

Cuenta también con varios proveedores entre los que se encuentran: tipógrafos, negativeros, impresores, encuadernadores y laminadores.

Materias primas o substitutos.

Las principales materias primas que emplea son: Imprentas, papeles, tinta, fotografía.

Editorial Diana, S.A. de C.V. cuenta con el abastecimiento de papel por parte de distribuidores en México, así como por parte de la empresa que tiene la principal planta productora en México. En la tabla 4.6 se mencionan sus principales proveedores.

Tabla 4.6. PROVEEDORES DE EDITORIAL DIANA.

NACIONALES	PRINCIPALES PROVEEDORES	IMPORTACIÓN	% COSTO DE PRODUCCIÓN TOTAL
Papel Bond y Couche	UNISORCE DEL CENTRO	–	42.00
Papel Bond	KIMBERLY CLARK DE MÉXICO	–	8.0

FUENTE: Información Financiera trimestral. BMV. 04/05/2006.

Como se observa el cuadro anterior, Editorial Diana. S.A. de C.V. no importa materias primas ni substitutos, situación que representa una fortaleza para la casa editora.

En cuanto al pago a proveedores, la Compañía tiene créditos con proveedores entre 45 y 180 días.

Tecnología.

Utiliza sistemas actualizados de información y logística operativa del almacén de libros que dio inicio en 2005.

Patentes.

Contrata obras nacionales y extranjeras con la exclusividad de edición y venta en el territorio nacional y el extranjero según especifique cada contrato, pagándose regalías, por derechos de autor sobre precio de venta al público. La vigencia promedio de estos contratos es de cuatro años renovables con base a acuerdo de las partes. De manera regular se han renovado los contratos más relevantes para la operación de la empresa.

>>> MERCADO

Principales marcas.

Las marcas propiedad de Editorial Diana, S.A. de C.V., a través de algunas de sus subsidiarias, se encuentran debidamente registradas ante el Instituto Mexicano de Propiedad de Marcas así como ante las autoridades correspondientes de los países en los cuales se comercializan sus productos.

Sus principales marcas son:

- ☒ Diana Técnico.
- ☒ Diana Origen

Mercado y segmentos en los que participa.

Editorial Diana tiene una amplia participación en el mercado de edición y venta de libros de interés general en México y tiene presencia internacional en mercados de habla hispana como son:

- ☒ Estados Unidos de Norteamérica
- ☒ Centroamérica
- ☒ Republica de Chile

- ✘ Argentina
- ✘ Colombia
- ✘ España
- ✘ Venezuela

Su población objetivo es amplia, comprende a los sectores de la población lectora y estudiosa por medio de su fondo editorial que incluye títulos de superación personal, infantiles, pedagógicos, prácticos y profesional, de relaciones humanas, novelas, etc.

Del total de las ventas, el 57.8% se realizan en Distrito Federal y Área metropolitana, en el interior de la República 33.6% y el 8.6% restante en el extranjero.

Principales Clientes.

México. Sanborns, Librerías de Cristal, Grupo Comercial Mexicana, Gigante, Librería Porrúa Hermanos, Wal-Mart, Casa del Libro, Librería Gandhi.

Latinoamérica y Europa. Se contactan mediante las subsidiarias en Colombia, Chile, Venezuela y España. También cuenta con distribuidores en Costa Rica, Puerto Rico, El Salvador, Guatemala, Nicaragua y Panamá.

Estados Unidos. Diferentes distribuidores ubicados en Nueva York, Chicago, Miami, Los Ángeles, Houston, San Francisco, Washington y Arizona.

Es importante mencionar que las ventas de Editorial Diana a sus clientes de Latinoamérica, Europa y Estados Unidos no son significativas en los resultados de la empresa.

Política de crédito a clientes:

- ✘ Los plazos de crédito otorgados a los clientes son entre 60 y 180 días.
- ✘ De los principales Clientes la Compañía recibe pagos de adeudos en períodos menores a 90 días.

Canales de distribución.

La comercialización de los libros se efectúa a través de Librerías, Tiendas de Autoservicios y Departamentales, Ferias, Gobierno, y en el extranjero a través de las Subsidiarias que contemplan las mismas políticas de comercialización y distribución que en México.

La distribución se lleva a cabo por tres medios principalmente:

- ✘ **Por cuenta propia.** Su alcance es la zona metropolitana de la ciudad de México y zona conurbada, para lo cual cuenta con equipo de reparto.
- ✘ **Por cuenta de terceros.** Se cuenta con el apoyo de compañías de transporte externas, por medio de las cuales se atiende al resto del mercado nacional.

- ✎ **Exportación.** Se dirigen hacia las subsidiarias y clientes en el extranjero. A través de líneas Aéreas especializadas y transporte marítimo o terrestre. La frecuencia de envío es de aproximadamente una vez por mes para las Subsidiarias y a los demás clientes, en función a sus requerimientos y, de acuerdo a las políticas de la empresa para dar a conocer los títulos de las novedades.

Mercadotecnia.

El apoyo publicitario se realiza por medio de anuncios en diversos medios de información, principalmente impresos, también se emplea publicidad en medios masivos de comunicación, como son televisión y radio.

Como parte de las estrategias de mercadotecnia, Editorial Diana realiza otras actividades de promoción y relaciones por ejemplo presentaciones de autores así como artículos promocionales repartidos en los puntos de venta.

Políticas de Gestión Ambiental.

Diana no realiza operaciones industriales de ningún tipo por lo que no afecta el medio ambiente. Sin embargo sus operaciones tienen relación indirecta con el medio ambiente (utilización de papel).

>>> **PLANES Y PROYECTOS**

Tabla 4.7. PLANES Y PROYECTOS DE EDITORIAL DIANA 2000-2006

<u>Proyecto</u>	<u>Últimos 5 años*</u>	<u>Próximos 5 años*</u>
Reestructuración.	2002. Venta de activos fijos no estratégicos para reducir crédito con JP Morgan Chase Bank y renovarlo con vencimiento a marzo de 2006. 2004. Diana vendió parte de su equipo industrial, de la empresa encuadernadora de libros como parte de su programa de reestructuración operativa.	Renovación de crédito con JP Morgan Chase Bank hasta octubre de 2006.
Modernización.	2004. Inversiones en Hardware y software para instalar un nuevo sistema de información financiera y operativa 2004. Adquisición de flotilla de unidades de transporte. Diseño e implantación de logística operativa en el almacén 2005. Adquisición de unidades de transporte y de retratillado de libros.	Durante el año 2006 se va a continuar con inversiones para la adquisición de unidades de transporte tanto para las fuerzas de ventas, y de ediciones así como para la distribución de productos y equipo para el retratillado de los mismos.
Integración.	2002. Reestructura corporativa de empresas subsidiarias. La Compañía cambió de domicilio, tanto de oficinas administrativas, como de almacén de libros. 2004. Cancelación de operaciones de unidades de negocio no rentables.	No disponible
Diversificación.	2002. Contrato para edición y venta de 12 títulos otorgado por la SEP.	No disponible
Expansión.	2002. Mayor impulso a ventas de libros de Novedades de importación. 2003. La Compañía incrementó su inversión en la empresa subsidiaria Venediana Editorial, C.A. 2004. Impulso a la venta de libros coeditados en el exterior. Venta de maquinaria y equipo de encuadernación.	No disponible
Consolidación.	2002. Renovación de derechos de edición e impresión para México, de la obra editorial de Gabriel García Márquez "Vivir para Contarla", colocándose 135,000 ejemplares aproximadamente en dos meses y medio. 2004. Edición y publicación del nuevo libro de Gabriel García Márquez: coeditado con Random House Mondadori. 2005. Renovación de los derechos de Gabriel García Márquez por otros cuatro años.	No disponible

Fuente: **BMV Informe Anual 2004-2005.**

* NOTA: No se cuenta con información respecto a planes y proyectos del 2000 al 2001 y posterior a 2006.

b) MATRIZ FODA⁹⁸

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Diversidad en los temas y áreas que integran el fondo editorial. ✓ Derechos de edición e impresión de obras de Gabriel García Márquez. ✓ Constante renovación y reestructuración de derechos de edición y venta del fondo editorial. ✓ Coedición de libros comercialmente interesantes. ✓ Adquisición de materias primas en México. ✓ No dependencia del personal clave y de dirección. ✓ Actualización de equipo de distribución. ✓ Utilización de sistemas de información financiera y operativa actualizada. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Programas del gobierno para el fomento a la lectura. ✓ Participación en el mercado de Estados Unidos, Latinoamérica y España. ✓ Asistencia a ferias internacionales. ✓ Impulso de novedades en países con mayor nivel de ingreso per cápita. ✓ Fomento a ediciones en subsidiarias de países con mayor nivel de hábito de lectura.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> ✗ Ventas de exportación no significativas en sus resultados. ✗ Acumulación de inventarios con problemas de venta. ✗ Perdidas por comercialización de libros discontinuados y/o de baja aceptación a precios rebajados. ✗ Grado de importancia de clientes de autoservicio en los resultados de la empresa. ✗ Costos de publicidad. ✗ Costos de financiamiento. ✗ Dependencia de las novedades de un autor principal. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Cambios en la legislación de la Ley del IVA y del ISR. ✗ Disminución en el ingreso disponible de la población. ✗ Variaciones en las tasas de interés y tipo de cambio. ✗ Falta de hábito de lectura. ✗ Fusiones de grandes grupos editoriales extranjeros. ✗ Conflictos con compañías de transporte externas a la empresa. ✗ Posibles cambios en los precios de la principal materia prima derivados del endurecimiento de normas ambientales e incendios forestales.

⁹⁸ **Fortalezas:** Son los rubros de la empresa que se generan los mejores resultados.

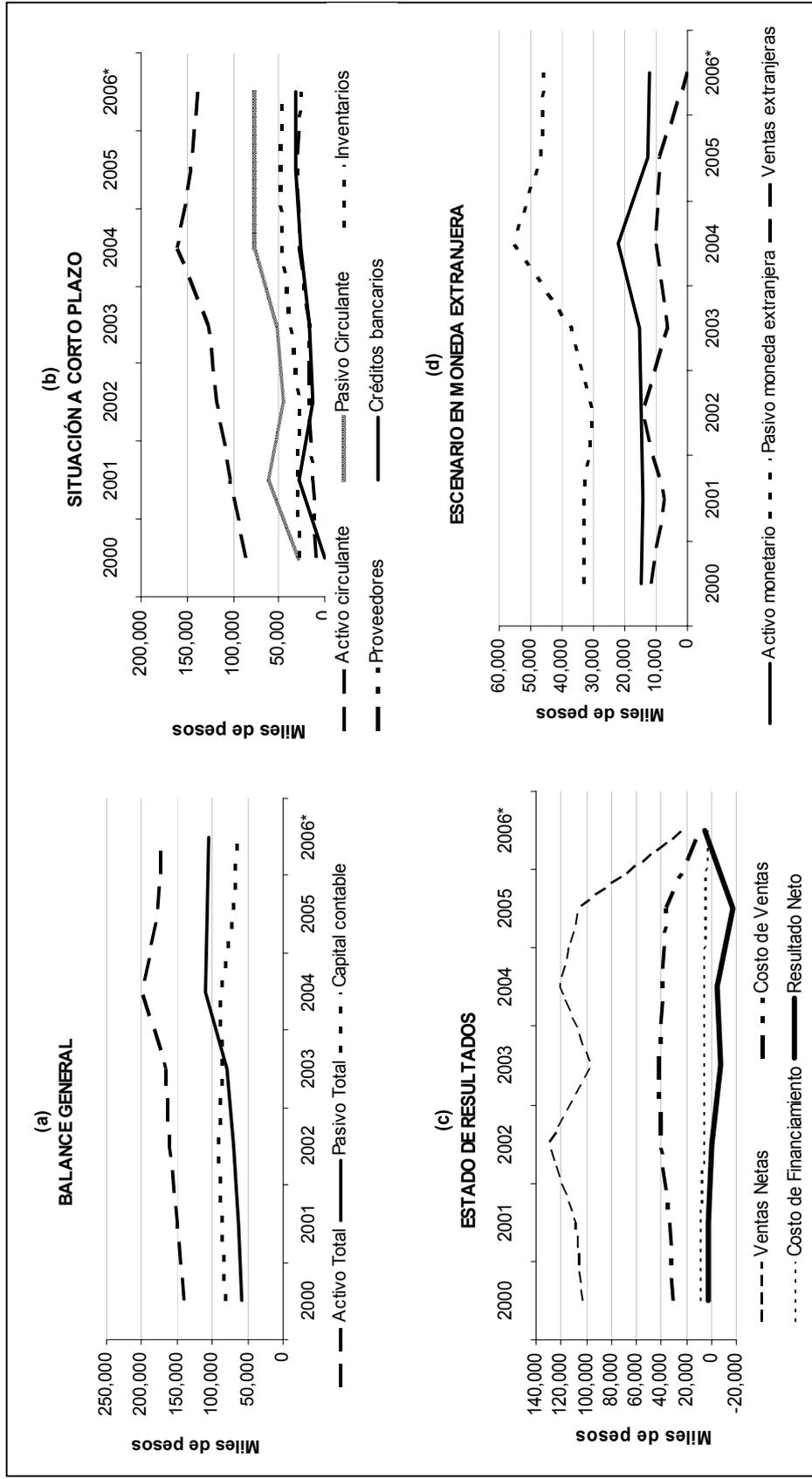
Debilidades: Son los rubros de la empresa que requieren mayor solidez para mejorar su eficiencia y productividad.

Oportunidades: Son el conjunto de opciones existentes en el contexto externo de la empresa susceptible de aprovecharse.

Amenazas. Son el conjunto de riesgos que se tienen en el entorno externo y cuya ocurrencia afectaría negativamente la operatividad de la empresa. Morales Castro, Arturo. Op. Cit. P. 31.

II. Estudio Financiero

Figura 4.1. PRINCIPALES CUENTAS EN GRÁFICOS EDITORIAL DIANA S. A., DE C. V.



Fuente: BMV Informe financiero trimestral.

a) ESTADOS FINANCIEROS

>>> Balance General

Cuadro 4.1. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA EDITORIAL DIANA S.A. DE C.V.

Al 31 de Diciembre del año correspondiente
(Miles de pesos)

CONCEPTOS / AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
ACTIVO TOTAL	141,136	149,735	162,265	166,146	199,244	178,653	174,884
ACTIVO CIRCULANTE	86,306	102,266	117,054	127,958	159,842	145,727	131,419
EFFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES	6,743	5,341	6,386	5,738	12,365	2,537	1,672
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR A CLIENTES (NETO)	43,856	57,779	67,556	72,095	82,673	70,546	63,082
OTRAS CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR (NETO)	5,154	5,836	11,510	8,366	13,797	16,491	15,289
INVENTARIOS	28,279	30,440	28,718	37,961	45,881	47,913	46,176
OTROS ACTIVOS CIRCULANTES	2,274	2,870	2,884	3,798	5,126	8,240	6,200
ACTIVO A LARGO PLAZO	22,560	16,923	13,261	8,131	16,249	15,889	15,623
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR (NETO)	267	0	0	0	6,585	6,267	5,914
INVERSIONES EN ACCIONES DE SUBSIDIARIAS NO CONSOLIDADAS Y ASOCIADAS	22,293	16,923	13,261	8,131	9,664	9,622	9,709
OTRAS INVERSIONES	0	0	0	0	0	0	0
INMUEBLES, PLANTA Y EQUIPO (NETO)	26,964	24,116	12,285	13,327	7,032	6,447	9,174
INMUEBLES	19,092	26,739	0	0	0	0	0
MAQUINARIA Y EQUIPO INDUSTRIAL	10,327	14,871	11,164	11,682	1,004	1,002	839
OTROS EQUIPOS	17,098	3,803	17,041	19,503	20,288	13,865	9,174
DEPRECIACIÓN ACUMULADA	19,553	21,297	15,920	17,858	14,360	8,420	6,234
CONSTRUCCIONES EN PROCESO	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVOS INTANGIBLES Y CARGOS DIFERIDOS (NETO)	5,306	6,299	0	6,590	6,299	0	3,692
OTROS ACTIVOS	0	131	19,665	10,140	9,822	10,590	20,371

Fuente: BMV Información financiera trimestral.

→ Continúa Balance General

Cuadro 4.1. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA EDITORIAL DIANA S.A. DE C.V.

Al 31 de Diciembre del año correspondiente

(Miles de pesos)

CONCEPTOS / AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
PASIVO TOTAL	58,834	62,408	70,454	78,945	110,440	108,050	119,717
PASIVO CIRCULANTE	28,669	61,901	45,647	52,310	76,033	77,452	91,153
PROVEEDORES	8,764	12,236	16,388	16,664	28,942	29,888	16,179
CRÉDITOS BANCARIOS	253	27,679	12,557	16,500	26,037	30,911	4,000
CRÉDITOS BURSÁTILES	0	0	0	0	0	0	0
IMPUESTOS POR PAGAR	1,806	2,086	2,062	2,609	3,031	2,287	948
OTROS PASIVOS CIRCULANTES	17,846	19,900	14,640	16,537	18,023	14,366	70,026
PASIVO A LARGO PLAZO	29,200	0	23,400	24,925	25,926	7,000	4,000
CRÉDITOS BANCARIOS	29,100	0	23,400	24,925	25,926	7,000	4,000
CRÉDITOS BURSÁTILES	0	0	0	0	0	0	0
OTROS CRÉDITOS	100	0	0	0	0	0	0
CRÉDITOS DIFERIDOS	453	0	949	1,177	2,907	0	0
OTROS PASIVOS A LARGO PLAZO	512	507	458	533	5,574	23,598	24,564
CAPITAL CONTABLE	82,302	87,327	91,811	87,201	88,804	70,603	55,167
CAPITAL CONTABLE MINORITARIO	8,326	9,333	8,993	9,304	9,120	8,396	7,596
CAPITAL CONTABLE MAYORITARIO	73,976	77,994	82,818	77,897	79,684	62,207	48,174
CAPITAL CONTRIBUIDO	308,864	322,454	340,834	354,365	385,170	385,169	392,372
CAPITAL SOCIAL PAGADO	301,822	315,412	333,792	347,323	385,170	385,169	39,372
PRIMA EN VENTA DE ACCIONES	0	0	0	0	0	0	0
APORTACIONES PARA FUTUROS AUMENTOS DE CAPITAL	0	0	0	0	0	0	0
CAPITAL GANADO (PERDIDO)	(234,888)	(244,460)	(258,016)	(276,468)	(305,486)	(322,962)	(344,198)
RESULTADOS ACUMULADOS Y RESERVA DE CAPITAL	98,856	106,221	114,233	120,000	118,657	100,877	87,799
OTRO RESULTADO INTEGRAL ACUMULADO	(334,931)	(352,534)	(373,433)	(389,101)	(424,143)	(423,839)	(431,977)
RECOMPRA DE ACCIONES	0	0	0	0	0	0	0

* Al 30 de septiembre de 2006

Fuente: BMV Información financiera trimestral.
>>> **Estado de Resultados**

Cuadro 4.2. ESTADO DE RESULTADOS EDITORIAL DIANA S.A. DE C.V.

Del 01 de Enero al 31 de Diciembre del año correspondiente
(Miles de Pesos)

CONCEPTOS / AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
VENTAS NETAS	102,137	108,045	129,424	95,489	119,746	104,445	71,650
NACIONALES	90,727	100,430	115,248	88,980	109,542	95,424	N.D
EXTRANJERAS	11,410	7,615	14,176	6,509	10,204	9,021	N.D
COSTO DE VENTAS	29,847	32,766	40,932	42,306	38,543	36,112	27,284
RESULTADO BRUTO	72,290	75,279	88,492	53,183	81,203	68,333	44,366
GASTOS DE OPERACIÓN	54,903	55,112	67,554	51,007	70,496	64,000	47,680
RESULTADO DE OPERACIÓN	17,387	20,167	20,938	2,176	10,707	4,333	(3,314)
COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	7,430	8,236	5,940	5,047	5,520	3,666	4,485
RESULTADO DESPUÉS DE COSTOS INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	9,957	11,931	14,998	(2,871)	5,187	667	(7,799)
OTROS GASTOS Y PRODUCTOS (NETO)	420	2,107	333	1,158	0	2,389	3,373
PARTIDAS ESPECIALES	0	0	0	0	0	284	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTO Y P.T.U.	9,537	9,824	14,665	(4,029)	4,142	(2,006)	(11,172)
PROVISIÓN PARA IMPUESTOS Y P.T.U.	2,483	3,871	3,588	986	3,279	4,128	1,485
RESULTADO NETO DESPUÉS DE IMPUESTOS Y P.T.U.	7,054	5,953	11,077	(5,015)	863	(6,134)	(12,657)
PARTICIPACIÓN EN LOS RESULTADOS DE SUBSIDIARIAS Y ASOCIADAS NO CONSOLIDADAS	(3,507)	(2,878)	(5,696)	(1291)	354	777	(249)
RESULTADO NETO POR OPERACIONES CONTINUAS	3,547	3,075	5,381	(6,306)	1,217	(5,357)	(12,906)
RESULTADO POR OPERACIONES DISCONTINUADAS (NETO)	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO NETO ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	3,547	3,075	5,381	(6,306)	1,217	(5,357)	(12,906)
PARTIDAS EXTRAORDINARIAS EGRESO (INGRESO) NETO	1,405	470	5,069	1,107	5,738	0	3562
EFFECTO AL INICIO DEL EJERCICIO POR CAMBIOS EN PRINCIPIOS DE CONTABILIDAD (NETO)	0	0	0	0	0	11,644	0
RESULTADO NETO	2,142	2,605	312	(7,413)	(4,521)	(17,001)	(16,468)
RESULTADO NETO MINORITARIO	955	752	(872)	(46)	(780)	(645)	(1,480)
RESULTADO NETO MAYORITARIO	1,187	1,853	1,184	(7,367)	(3,741)	(16,356)	(14,988)

* Del 01 de enero al 30 de septiembre de 2006.
N.D. No disponible.

Fuente: BMV Información financiera trimestral.

>>> **Posición en moneda extranjera (Balanza de divisas)**

Cuadro 4.3. POSICIÓN MONETARIA EN MONEDA EXTRANJERA EDITORIAL DIANA S.A. DE C.V.
(Miles de Pesos)

CONCEPTO	POSICIÓN EN DÓLARES													
	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006*	
	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP
ACTIVO MONETARIO	1,534	14,876	1,567	14,404	1,435	14,924	1,368	15,164	1,978	22,057	1,212	12,880	1,110	12,202
PASIVO	3,434	33,317	3,626	33,333	2,868	29,827	3,296	36,515	4,946	55,153	4,388	46,632	776	8,533
CORTO PLAZO	434	4,217	3,626	33,333	618	6,427	1,046	11,587	2,696	30,063	4,388	46,632	776	8,533
LARGO PLAZO	3,000	29,100	0	0	2,250	23,400	2,250	24,928	2,250	25,090	0	0	0	0
SALDO NETO	(1,900)	(18,441)	(2,059)	(18,929)	(1,433)	(14,903)	(1,928)	(21,351)	(2,968)	(33,096)	(3,176)	(33,752)	(3,110)	(33,900)
CONCEPTO														
POSICIÓN EN OTRAS MONEDAS														
	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006*	
	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP	MDD	MDP
ACTIVO MONETARIO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PASIVO	0	0	0	0	0	0	34	496	0	0	0	0	0	0
CORTO PLAZO	0	0	0	0	0	0	34	496	0	0	0	0	0	0
LARGO PLAZO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SALDO NETO	0	0	0	0	0	0	(34)	(496)	0	0	0	0	0	0

* Tercer Trimestre de 2006.

MDD= Miles de dólares.

MDP= Miles de pesos.

Cifras a pesos mexicanos de acuerdo a la siguiente cotización del tipo de cambio:

2000= 9.6975

2001= 9.1921

2002= 10.40

2003= 11.0848

2004= 11.1510

2005= 10.6271

2006= 10.9927

Fuente: BMV Información financiera trimestral.

b) RAZONES FINANCIERAS

Cuadro 4.4. RAZONES FINANCIERAS EDITORIAL DIANA S.A. DE C.V.

RAZONES	Unidad	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	
LIQUIDEZ									
ÍNDICE DE LIQUIDEZ	AC/PC	pesos	3.01	1.65	2.56	2.45	2.10	1.88	1.44
PRUEBA DEL ÁCIDO	AC-I/PC	pesos	2.02	1.16	1.94	1.72	1.50	1.26	0.95
CAPITAL DE TRABAJO	AC-PC	Mdp	57,637.00	40,365.00	71,407.00	75,648.00	83,809.00	68,275.00	40,266.00
APALANCAMIENTO									
POR RECURSOS PROPIOS Y/O DE ACCIONISTAS	CC/AT	%	58.31	58.32	56.58	52.48	44.57	39.52	31.54
POR RECURSOS AJENOS EN MONEDA EXTRANJERA	PT/AT	%	41.69	41.68	43.42	47.52	55.43	60.48	68.46
COBERTURA DE PASIVO EN MONEDA EXTRANJERA	PME/PT	%	56.63	53.41	42.34	46.88	49.94	43.16	7.13
INTERESES PAGADOS A RESULTADO DE OPERACIÓN	VEX/PME	veces	0.34	0.23	0.48	0.18	0.19	0.19	N.D
	INP/RO x 100	%	42.73	40.84	28.37	231.94	51.56	84.61	-135.33
RENTABILIDAD									
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	UN/VN x 100	%	2.10	2.41	0.24	-7.76	-3.78	-16.28	-22.28
RENTABILIDAD SOBRE EL ACTIVO	UN/AT x 100	%	1.52	1.74	0.19	-4.46	-2.27	-9.52	-9.42
RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL	UNMA/CCMA x 100	%	1.60	2.38	1.43	-9.46	-4.69	-0.03	-31.11
EFICIENCIA Y OPERACIÓN									
ROTACIÓN DEL ACTIVO TOTAL	VN/AT	veces	0.72	0.72	0.80	0.57	0.60	0.58	0.41
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	$\frac{360}{(CTV/I)}$	días	341	334	253	323	429	478	596
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR	$\left(\frac{(CL/1.10)}{VN} \right) \times 90$ x NT	días	141	175	171	247	226	221	216

* Tercer Trimestre de 2006.

AC= Activo Circulante. Activos que son fácilmente convertibles a dinero en efectivo.

AT= Activo Total. Los recursos (maquinaria, inventarios y efectivo) con los que cuenta la empresa para operar.

CC= Capital Contable. Recursos de la empresa aportados por accionistas y/o propietarios.

CCMA= Capital contable mayoritario

CL= Clientes. Crédito que ase otorga a clientes.

CTV= Costo de Ventas. Gastos en que se incurre para la elaboración del producto o servicio.

I= Inventarios. Materias primas o bienes que sirven para la elaboración de un producto y productos terminados en almacén.

INP= Intereses pagados. **NT= Número de trimestre.**

PC= Pasivo Circulante. Deudas que debe cubrir la empresa en un periodo no mayor a un año.

PME= Pasivo en moneda extranjera. Deuda de la empresa en moneda extranjera. Cifra que emana de la balanza de divisas.

PT= Pasivo Total. Obligaciones y deudas que la empresa utiliza para operar pero que debe liquidar.

RO= Resultado de operación.

UN= Utilidad Neta. Se obtiene al restar a la utilidad de operación los gastos financieros.

UTMA= Utilidad Neta mayoritaria.

VEX= Ventas extranjeras.

VN= Ventas Netas. Ingresos obtenidos por las ventas realizadas por la actividad principal.

Fuente: Elaboración propia.

c) ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

Liquidez:

La capacidad de solvencia de Editorial Diana disminuyó en 40% durante los últimos seis años. En el año 2000 contaba con 3.01 pesos para cubrir cada peso que debía, al cerrar el año 2005 la empresa sólo disponía de 1.88 pesos para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. Se estrecha aun más la liquidez de la compañía al deducir los inventarios del activo circulante, lo que se llama la prueba del ácido; al tercer trimestre de 2006 sólo poseía 0.95 pesos por cada peso que debía liquidar en el corto plazo, incumpliendo así con su política sobre su estructura financiera que establece mantener un nivel de liquidez entre 1.5 y 1.0.⁹⁹

La disponibilidad de capital de trabajo reafirma la tendencia anterior, al tercer trimestre disminuyó 0.08% respecto al cierre de 2005. La pérdida de liquidez se debe por el lado de los activos a un incremento en sus inventarios y cuentas por cobrar, y por otro lado mayores montos en pasivos principalmente con proveedores.

Apalancamiento

Hasta el año 2003 la empresa financiaba poco más del 50% de sus activos con recursos propios o de los accionistas, mientras que al tercer semestre de 2006 solo costeo el 31.54% y el resto del capital se obtuvo a través de proveedores y créditos bancarios.

Durante los años 2000 y 2001 el apalancamiento en moneda extranjera representó el 56.63% y 53.41% respectivamente. A partir del siguiente año dicha tendencia cambió; para el 2005 constituyó el 43.16% y al tercer trimestre de 2006 solo fue de 7.13%, derivado del vencimiento de aproximadamente el 80% del total de sus créditos bancarios.

La razón de cobertura de pasivos en moneda extranjera¹⁰⁰ nos muestra que la editorial no tiene la capacidad para generar una cobertura natural para sus adeudos en moneda extranjera a través de las ventas que realiza fuera del país, ya que en los últimos cuatro años dichas ventas representaron apenas el 20% del total de sus pasivos en moneda distinta al peso.

El resultado de la proporción intereses sobre resultado de operación indica que la empresa paga un elevado costo de financiamiento; a partir del 2004 éste representó más del 50% del resultado de operación. Durante el tercer trimestre de 2006 los costos

⁹⁹ Editorial Diana S.A de C.V. Reporte anual al 31 de diciembre de 2004. Bolsa Mexicana de Valores. P.7.

¹⁰⁰ El riesgo de tipo de cambio que lleva implícito el endeudamiento en moneda extranjera tiene como cobertura natural las exportaciones que realiza la empresa, si estas no son suficientes para cubrir las obligaciones en otra divisa, es necesario realizar otro tipo de cobertura, en ese sentido es importante conocer el resultado de la razón cobertura de pasivo en moneda extranjera, ya que nos permite conocer el número de veces que se encuentran cubiertos los pasivos en moneda extranjera por las ventas de exportación.

de ventas y gastos de operación superaron a las ventas netas por lo tanto la razón intereses pagados a resultados de operación fue negativa es decir con los ingresos obtenidos por resultado de operación la empresa no alcanzó a cubrir sus pagos de intereses, ya que estos superan a los primeros en 135.33%.

Rentabilidad

Durante los últimos seis años la rentabilidad de Editorial Diana sufrió fuertes cambios del año 2000 al año 2001, la empresa generó utilidades positivas, de cada peso que vendía en el 2000 obtenía 2.10% de ganancias, en el año 2001 dicha utilidad incrementó a 2.41% tendencia que disminuyó para el siguiente año al generar sólo 0.24% de ganancias por cada peso vendido.

A partir del año 2003 y hasta el tercer trimestre de 2006 la rentabilidad fue negativa derivada principalmente de una caída en la partida de ventas netas misma que fue afectada por la disminución en el volumen de libros de línea vendidos así como una baja en el precio promedio de venta en libros infantiles pues aunque la comercialización de esta línea incrementó su precio promedio de venta es menor que el de libros de gran formato; otro factor importante fue la comercialización de libros de baja aceptación en el mercado a precios rebajados y un último punto es que la empresa dejó de facturar a algunos clientes de tiendas de autoservicios.¹⁰¹ En 2005 por cada peso que vendió perdió 16.28 % y para el tercer trimestre del año corriente este porcentaje se incrementó a 22.98%.

La razón de rentabilidad del activo muestra la misma tendencia que la razón anterior; rentabilidad positiva del año 2000 al año 2002 con un máximo en 2001 equivalente a una ganancia de 1.74% por cada peso que invirtió, de 2003 a 2006 los porcentajes de rentabilidad fueron negativos, el año 2005 presentó el porcentaje con mayor pérdida de todo el periodo equivalente a 9.52%. La rentabilidad sobre el capital se comportó de forma semejante a las dos anteriores. En el año 2001 los socios de la empresa obtuvieron 2.38% de rendimiento por cada peso que invirtieron en la empresa, fue el mayor porcentaje de rentabilidad obtenido durante el periodo de estudio. Sin embargo en los últimos tres años y durante el tercer trimestre de 2006 los socios de la empresa no obtuvieron rendimientos sobre su capital invertido. El año 2003 arrojó la mayor pérdida para su capital equivalente a 9.46% es decir resultó menos rentable invertir en esta empresa. Las pérdidas en los últimos años proceden principalmente de los resultados de operación como consecuencia de la disminución en las ventas netas.

Eficiencia y Operación

El resultado de la razón de rotación de inventarios revela que Editorial Diana en los años 2004, 2005 y hasta el tercer trimestre de 2006 ha incrementado su ciclo operativo,¹⁰² es decir los días de rotación de inventario han incrementado y por lo tanto

¹⁰¹ Editorial Diana S. A. de C.V. Información Financiera Trimestral correspondiente al cuarto trimestre de 2004-2005. Bolsa Mexicana de Valores. P. 14-15.

¹⁰² Se llama ciclo operativo al periodo que comprende desde el momento en que la empresa adquiere materia prima, su transformación y venta posterior, hasta la transformación en efectivo de las ventas a crédito.

el tiempo de su transformación en efectivo a 429, 478 y 544 días respectivamente, lo anterior principalmente se debe al incremento de sus inventarios por menores ventas en dichos años. Durante el año 2002 su rotación de inventarios fue de 253 días lo cual permitió a la empresa optimizar sus recursos. Es importante mencionar que la lenta rotación de los inventarios depende mucho del sector al que pertenece la empresa.

En cuanto al tiempo que la empresa tarda en recuperar sus cuentas y documentos por cobrar los días se han incrementado, mientras que en el año 2000 tardaba 141 días en promedio para recuperar sus ingresos por ventas a crédito, en el año 2003 dicho periodo se incrementó a 247 días, en los años posteriores se logró disminuir a 226, 221 y 216 días para los años 2004, 2005 y 2006 respectivamente. Cabe recordar que en su política de crédito a clientes Editorial Diana establece plazos ente 60 y 180 días,¹⁰³ periodo que ha sido superado en los últimos 3 años de acuerdo a los resultados de la razón financiera "rotación de cuentas por cobrar".

La rotación de activos del año 2000 al año 2002, se mantuvo en niveles de eficiencia que permitían generar ventas mayores a 0.7 pesos por cada peso invertido, en el ejercicio del 2002 influyó la edición y venta del libro de Gabriel García Márquez "Vivir para contarla" que colocó aproximadamente 135, 000 ejemplares en 2 meses y medio, otro factor favorable en el comportamiento de la razón de rentabilidad sobre ventas para ese año fue la venta y edición de 12 títulos vinculados al programa de la Secretaría de Educación Pública "Una biblioteca para cada aula". En el año 2003 pese a la importante demanda del libro "Vivir para contarla" la rotación del activo bajó a 0.57 pesos, para el año 2004 mostró una ligera recuperación al ser de 0.60 pesos. En el año 2005, por cada peso invertido, la empresa generó 0.58 pesos por concepto de ventas y al tercer trimestre de 2006, solo 0.41 pesos, derivado de la caída en el nivel de ventas de Diana.

¹⁰³ Punto 4.1.10. Estudio Estratégico, en la sección "Mercado" de la ficha técnica de la empresa.

Múltiplos Bursátiles:

Cuadro 4.5. MÚLTIPLOS BURSÁTILES EDITORIAL DIANA S.A. DE C.V.

(Al 31 de diciembre del año correspondiente)

MÚLTIPLOS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
VALOR CONTABLE	73,976,000	77,994,000	82,818,000	77,897,000	79,684,000	62,207,000	48,174,000
VALOR DE MERCADO	n.d	70,420,650	97,180,497	85,913,193	56,336,520	55,632,314	56,026,669
VALORES EN LIBROS POR ACCIÓN	$\frac{CC}{\# \text{ Acciones}}$	1.05	1.11	1.18	1.11	1.13	0.88
PRECIO DE MERCADO DE LA ACCIÓN	P	n.d	1.38	1.38	1.22	0.80	0.79
UTILIDAD POR ACCIÓN (UPA)	$\frac{RNM}{\# \text{ Acciones}}$	0.0169	0.0263	0.0168	-0.1046	-0.0531	-0.0002
PRECIO A VALOR EN LIBROS	$\frac{P}{V/L}$	n.d	0.90	1.17	1.10	0.71	1.17
PER	$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Utilidad neta}}$	n.d	27.03	311.48	-11.59	-12.46	-3.40
PRECIO A UTILIDAD POR ACCIÓN	$\frac{P}{UPA}$	n.d	38.00	82.08	-11.66	-15.06	-3401.34
PRECIO A UTILIDAD NETA	$\frac{P}{UN}$	n.d	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PRECIO DE MERCADO A VENTAS	$\frac{P}{VN}$	n.d	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

* Al tercer trimestre de 2006.

Acciones Número de acciones en circulación; 70, 420,650.

CC= Capital contable mayoritario.

P= Precio de mercado.

PER= Price Earning Ratio.

RNM= Resultado Neto Mayoritario.

UN= Utilidad Neta.

VN= Ventas Netas.

Fuente: **elaboración propia.**

Análisis Bursátil:

Editorial Diana obtuvo su mayor cotización en el mercado en el año 2002 con un valor de 97, 180, 497 pesos; 17.34% más que su capital contable, en el siguiente año su valor de mercado disminuyó a 85,913, 193 pesos, no obstante, aún se mantuvo con 10.29% por arriba de su capital contable. La situación fue diferente para los años 2001, 2004 y 2005 ya que el valor de mercado de la emisora fue menor a su valor contable; en el año 2004 la diferencia entre estos dos rubros fue mayor ya que Editorial Diana se valoró 29.30% menos que su capital contable, dicha situación obedeció a una importante disminución del precio de mercado de sus acciones que reflejó las expectativas de pérdidas para ese año de operación, es importante mencionar que tanto para ese año como para el año 2005 se cumplieron dichas expectativas ya que la empresa generó un resultado neto negativo. Durante los tres primeros meses del año 2006 el valor de mercado de la emisora se ubicó en 56, 026,669 pesos, 16.30 % por arriba de su valor contable, no obstante que reportó 16, 468 miles de pesos en pérdidas para ese mismo periodo.

El valor en libros de las acciones de Editorial Diana alcanzó su nivel máximo en el año 2002 con un valor de 1.18 pesos por acción derivado de un monto mayor en la cuenta del capital contable de la emisora. Para el año 2005 cada acción se valoró en 0.88 pesos; durante el tercer trimestre del año 2006 el múltiplo valor en libros por acción obtuvo el valor más bajo del periodo de estudio ya que cada acción se valoró en 0.68 pesos situación que obedeció a la disminución de su capital contable.

El máximo precio de mercado de la acción en los últimos cinco años fue de 1.38 pesos en el año 2002 y el mínimo precio al que cotizó fue de 0.79 pesos en 2005, sólo un centavo menos del precio que obtuvo al cierre del año 2004. Durante el tercer trimestre del año corriente el precio de mercado de los valores emitidos por Editorial Diana sin cambios al cotizarse en 0.79 pesos por acción.

Durante los años 2000, 2001 y 2002, Editorial Diana generó utilidades positivas para sus accionistas quienes obtuvieron el máximo nivel de utilidad en el año 2002 equivalente a 0.0263 pesos por acción. Del año 2003 y hasta el tercer trimestre de 2006 no ha generado utilidades, ya que su resultado neto mayoritario ha sido negativo, principalmente por la disminución en sus ventas, costos de financiamiento y partidas extraordinarias.

En el año 2002 el precio de mercado de la acción pagó 1.17 veces su precio de valor en libros y representó el máximo nivel durante el periodo de estudio, el mínimo nivel que alcanzó a cubrir el precio de mercado al valor en libros de la acción se registro en 2005 con un valor de 0.71 veces, situación que favoreció a los inversionistas que poseen dichas acciones. Durante el tercer trimestre de 2006, el precio de mercado nuevamente se ubicó por arriba del valor en libros lo que significó que el mercado estuvo dispuesto a pagar 1.17 veces el valor de la empresa.

De acuerdo al resultado del múltiplo PER, desde el año 2003 y hasta el primer trimestre del año corriente, Editorial Diana es una empresa barata como respuesta a sus utilidades negativas. La misma tendencia presentó el múltiplo precio a utilidad por acción que significó también una empresa de mayor riesgo para los inversionistas.

El resultado de los múltiplos precio a utilidad neta y precio de mercado a ventas durante los seis años de estudio y el tercer trimestre del presente fue de cero veces situación que se explica por las utilidades negativas y disminución en sus ventas.

Para conocer con más detalle la situación de Editorial Diana dentro del mercado bursátil, en el cuadro 4.6 presento una comparación de los resultados de los múltiplos bursátiles de dicha emisora con los del Grupo Qumma S.A. de C.V.¹⁰⁴ correspondientes al cuarto trimestre de 2004 y 2005 así como para el tercer trimestre del año 2006. Grupo Qumma pertenece al mismo sector y ramo que Editorial Diana de acuerdo a la clasificación de la Bolsa Mexicana de Valores.

Cuadro 4.6. MÚLTIPLOS BURSÁTILES INDUSTRIA DE LA TRANSFORMACIÓN: IMPRENTA Y EDITORIAL

(Al 31 de diciembre del año correspondiente)

MULTIPLICOS	2004		2005		2006*	
	DIANA	QUMMA	DIANA	QUMMA	DIANA	QUMMA
VALOR CONTABLE	79,684,000	510,402,000	62,207,000	506,688,000	48,174,000	518971000
VALOR DE MERCADO	56,336,520	51,026,896	55,632,314	50,768,074	56,026,669	51,902,556
VALORES EN LIBROS POR ACCIÓN	1.13	1.80	0.88	1.79	0.68	1.83
PRECIO DE MERCADO DE LA ACCIÓN	0.80	0.18	0.79	0.18	0.79	0.18
UTILIDAD POR ACCIÓN (UPA)	-0.0531	0.0076	-0.0002	0.0081	-0.0002	0.0108
PRECIO DE MERCADO A VALOR EN LIBROS	0.7070	0.10	0.89	0.10	1.17	0.10

* Al tercer trimestre de 2006.

Fuente: BMV Información financiera trimestral

Editorial Diana posee un valor contable menor que Grupo Qumma, debido a que este integra el capital de varias subsidiarias, sin embargo el valor de mercado de Editorial Diana es mayor ya que el precio de mercado de sus acciones es mayor que las del Grupo Qumma. La pérdida de capital contable durante los últimos tres años ha provocado que el valor en libros de las acciones de Diana sea menor al de los títulos del Grupo Qumma.

Existe una importante diferencia entre el precio de mercado de los títulos de ambas emisoras, al tercer trimestre del 2006 las acciones de Grupo Qumma se vendieron en

¹⁰⁴ Grupo Qumma S.A. de C. V., es una sociedad controladora de acciones que no realiza actividad comercial o administrativa alguna por sí sola sino a través de sus subsidiarias entre las que se encuentran Grupo Fernández Editores S.A. de C.V. cuya actividad principal es la edición y comercialización de libros de texto, complementos escolares y diccionarios. Imprentor otra subsidiaria operativa de grupo Qumma y su actividad principal es la impresión y empastado de libros de diversa calidad. Inmobiliaria Juan Cromberger S.A. de C.V es la tercera subsidiaria en importancia, es la propietaria de todos los inmuebles del Grupo, su función principal consiste en mantener en condiciones óptimas a los edificios e instalaciones así como cobrar las rentas por el uso de dichos inmuebles a las empresas del Grupo. Qumma consolida a otras subsidiarias de poca relevancia en su operación, valor o capital; las cuales son: Prosmag, Prome Beat, Sima, Tareasya, Dinamikom.

0.18 pesos, al mismo periodo los títulos de Diana se colocaron en 0.79 pesos por acción. No obstante, los inversionistas que adquirieron títulos del Grupo Qumma obtuvieron utilidades de 0.010 pesos por acción mientras que quienes invirtieron en Editorial Diana registraron pérdidas, cabe señalar que en los últimos cuatro años las acciones de Diana no han generado rendimientos.

El precio al que cotizan las acciones de Qumma representa solo el 10% de su valor en libros por acción, por el contrario, el precio de mercado de los títulos de Diana al tercer trimestre de 2006 fue 1.17 veces mayor a su valor en libros, esto coloca a Diana un destino de inversión poco atractivo y la posiciona en el segundo lugar de preferencia dentro del ramo Imprenta editorial.

Para complementar el análisis bursátil, en el cuadro 4.7 se enlistan los fundamentales de la acción de Editorial Diana y de Grupo Qumma al cierre del 22 de septiembre de 2006 y para tener un panorama más amplio de su situación dentro del mercado financiero, también se anexan los fundamentales de Grupo Dixon y Kimberly Clark de México, se debe considerar que estas últimas son emisoras de mayor tamaño pero también forman parte del índice sectorial correspondiente a la industria de la transformación.

Cuadro 4.7. COMPARATIVO FUNDAMENTALES DE LA ACCIÓN

DATO	DIANA B	QUMMA B	DIXON	KIMBER A
Precio actual (último hecho)	0.80	0.18	7.16	41.01
Precio máximo en las últimas 52 semanas	0.80	0	7.70	44.00
Precio mínimo en las últimas 52 semanas	0.28	0	6.74	33.50
Precio máximo del día	0	0	7.16	42.28
Precio mínimo del día	0	0	7.16	40.40
Volumen promedio de transacciones diarias**	0	0	0.1	775.6
Bursatilidad	Mínima	Baja	Mínima	Alta
Capitalización*	56,336,520	51,902,556	n.d	n.d
Utilidad por acción en los últimos 12 meses	-0.4286	0.007	0.7979	2.7868

* Precio de cierre X número de acciones

** Volumen en miles

FUENTE: El Financiero 22 de septiembre de 2006 P. 15-A.

Los fundamentales del cuadro anterior muestran que el ramo imprenta y editorial resulta poco atractivo para el público inversionista, el nivel de precios por acción no alcanza la unidad en pesos, generan mínimos rendimientos por lo que su bursatilidad es baja, a ello se debe que el precio máximo y mínimo del día así como el volumen promedio de transacciones diarias aparece en ceros.

Los datos fundamentales de Dixon, muestran que a pesar de que es una emisora que genera utilidades positivas y más atractivas que Qumma, mantiene un nivel de bursatilidad bajo, y el precio de mercado de sus acciones es 6.10 pesos mayor al de Editorial Diana. Sucede lo contrario con la emisora Kimberly Clark que representa una de las de mayor valor de mercado dentro de la Bolsa Mexicana de Valores, el precio de mercado al 22 de septiembre de 2006 fue de 41.01 pesos por acción, esto significó 40.21 pesos más que el precio al que cotizo Diana, Kimberly Clark es una emisora de alta bursatilidad, en promedio se realizaron transacciones equivalentes a 775 mil operaciones en la fecha de cierre mencionada, además las utilidades por acción que genera alcanzan 2.78 pesos. Por su puesto una comparación de Editorial Diana con Kimberly Clark arrojaría resultados dramáticos debido a que sus características son totalmente diferentes pero conocer los fundamentales de Kimberly y Dixon nos da una visión del resto del mercado accionario mexicano.

En términos generales Editorial Diana resulta atractiva para los inversionistas que siguen la regla de oro "compra barato y vende caro" sin embargo de continuar generando un resultado neto negativo como en los últimos tres años y lo que va del presente, puede perder credibilidad y atracción dentro del mercado, situación que la colocaría en desventaja respecto a Grupo Qumma y otras emisoras, agravando con ello su situación financiera; el nivel que registra de mínima bursatilidad representa una señal que requiere atención. Desde el punto de vista de un inversionista poco arriesgado, resulta más atractivo comprar acciones de Grupo Qumma, Dixon y por supuesto de Kimberly Clark ya que ofrecen utilidades positivas a sus accionistas. Invertir en Editorial Diana sin la existencia de proyectos que anticipen incrementar las utilidades, resulta muy arriesgado.

a) Análisis de Riesgo Ambiental

IV. Estudio Sectorial

Sector: INDUSTRIA EDITORIAL

Rama: EDICIÓN DE LIBROS

a) CARACTERÍSTICAS GENERALES.

Identificación del sector:

La de edición de libros en la actividad económica de nuestro país y de acuerdo al Instituto Nacional de Geografía e Informática (INEGI) forma parte de la división IV de la industria manufacturera, dicha división contabiliza la producción de papel, productos de papel, imprentas y editoriales. Cabe aclarar que es interés del presente estudio la edición de libros por lo que quedan fuera de este análisis otros productos parte de la actividad editorial como son publicaciones periódicas, álbumes, y las demás que son consideradas en la división mencionada. Es importante señalar también, que el desarrollo de este estudio se concentra en la actividad editorial del sector privado; pues aunque la participación del Estado Mexicano en dicha actividad es importante, ésta solo se menciona brevemente.

En la industria editorial mexicana participan empresas de todos los estratos, comparten el mercado de los libros desde las filiales de grandes casas editoriales hasta la más pequeña empresa formada por el Autor y el editor que trabajan solo por proyectos. Existen 216 editores de libros en México, cada uno de ellos participa en una o más de las cinco grandes divisiones que integran la producción de libros, dichas divisiones son:

- ✎ Texto
- ✎ Interés General
- ✎ Ciencia y Técnica
- ✎ Religiosos
- ✎ Enciclopedias

La tabla 4.8 muestra el número de editores que participan en las diferentes divisiones de acuerdo al estrato de la empresa.

Tabla 4.8. NÚMERO DE EDITORIALES POR DIVISIÓN Y ESTRATO DE EMPRESA

Estrato/División	Texto	Interés General	Ciencia y Técnica	Religiosos	Enciclopedias
Macro	4	1	3	-	1
Grande	8	6	1	-	1
Mediana	3	7	9	1	22
Pequeña	6	19	9	6	45
Micro	12	32	21	7	87
Autor / Editor	6	26	16	6	41
Total	39	91	59	20	197

FUENTE: CANIEM.

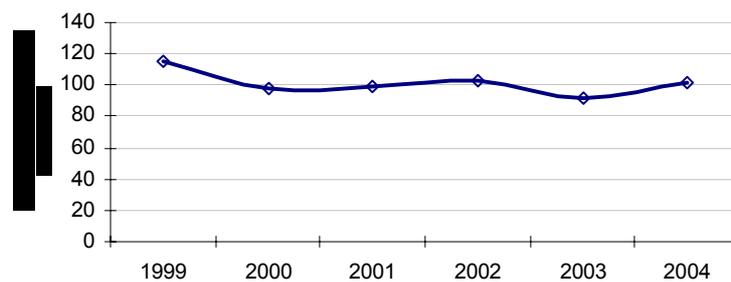
El universo de la producción que generan las editoriales es amplio, abarca infinidad de temas y población objetivo; una forma de identificar sus productos es mediante la clasificación temática que realiza la Cámara Nacional de la Industria Editorial Mexicana (CANIEM)¹⁰⁵ que es la siguiente:

- ✎ Infantiles
- ✎ Juveniles
- ✎ Literatura
- ✎ Lenguas
- ✎ Religión
- ✎ Filosofía y Psicología
- ✎ Arte, Cultura y Deportes
- ✎ Ciencias Puras
- ✎ Tecnologías y Ciencias Aplicadas
- ✎ Ciencias Sociales
- ✎ Educación Básica
- ✎ Geografía e Historia
- ✎ Generalidades
- ✎ Otros

Producción:

De acuerdo a la CANIEM la producción de ejemplares de edición propia en el año 2004 alcanzó los 101,401, 323 ejemplares, mientras que sus ventas fueron de 152, 113,379 unidades, lo que representó un valor de venta de 6, 898, 837,772 pesos. Del año 1999 a 2004 (gráfico 4.1) la industria disminuyó su producción en 12%; el año de menor producción fue 2003 con 91, 136,608 ejemplares que significó 11% menos respecto al año anterior.

Gráfico 4.1. PRODUCCIÓN DE LIBROS 1999-2004

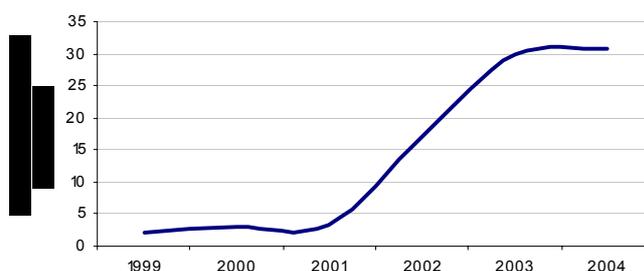


FUENTE: CANIEM

¹⁰⁵ Aglutina a editores de libros y publicaciones periódicas para la defensa de sus intereses. Contribuye a la formación profesional del personal que labora en el medio editorial y promueve las ediciones nacionales en México y el extranjero.

La edición de libros destinados a la Educación Básica representó el 50% de la producción total seguido por los libros infantiles con 7.6% en promedio durante el periodo 1999-2004; los libros de geografía e historia y los de temas de ciencias puras ocuparon el menor porcentaje de edición de 0.87% y 0.97% respectivamente en promedio para el mismo periodo. Es importante resaltar que en los años recientes la producción de coediciones ha incrementado ya que generan menores costos para las empresas (gráfico 4.2). La tasa de crecimiento en la producción de coediciones durante periodo 1999 a 2004 fue de 1431.7%.

Gráfico 4.2. PRODUCCIÓN DE COEDICIONES



FUENTE: CANIEM

Participación del Estado:

En la actividad de la industria editorial mexicana participa el Estado, éste es el principal competidor para los editores mexicanos. Según estimaciones de la CANIEM más del 60% del total de lo que se publica en México es publicado por Instituciones Públicas, esto significa aproximadamente 160 millones de ejemplares, de dicha cifra, unos 150 millones de ejemplares son producidos por la Comisión Nacional de Libros de Texto Gratuito (CONALITEG) y los 10 millones restantes por distintas dependencias, entre las que destacan el Consejo Nacional para la Cultura y las Artes (CONACULTA), el Fondo de Cultura Económica (FCE), la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), y también universidades y los gobiernos estatales.

La tabla 4.9. Muestra la producción de CONALITEG de acuerdo a los programas que son destinados los libros, la cifra incluye a los libros que produce en sus talleres y los que encarga a otros talleres.

Tabla. 4.9. Producción de CONALITEG

Programa	Títulos	Ejemplares (millones)
Preescolar- Primaria	42	121
Historia y Geografía de los Estados	32	3
Tele secundaria	43	11
Educación indígena	260	2
Otras ediciones	392	14
Total	769	151

FUENTE: CANIEM

b) ASPECTOS ECONÓMICOS

En el proceso de edición tradicional se realizan las siguientes etapas:

- ✎ Selección de títulos
- ✎ Corrección de estilo
- ✎ Diagramación y tapas
- ✎ Pre-prensa
- ✎ Impresión
- ✎ Distribución

El principal insumo de la industria editorial es el papel, como se observa en el cuadro 4.8 la mayor cantidad de dicho insumo procede de proveedores nacionales, y en menor porcentaje del extranjero. Los editores de libros de texto congruentes con su producción, son los mayores consumidores de papel; la menor demanda del insumo es por parte de editores de libros religiosos.

Cuadro 4.8. CONSUMO DE PAPEL 2000-2004 (Toneladas)

División Editorial	2000		2001		2002		2003		2004	
	Nacional	Importado	Nacional	Importado	Nacional	Importado	Nacional	Importado	Nacional	Importado
Texto	20,775	1,052	21307	1,385	26,178	2,089	21,247	3,914	30,997	4,187
Interés General	6,338	5,886	3,764	5,069	5,388	5,057	11,836	5,917	11,303	5,336
Ciencia y Técnica	12,740	676	11,757	221	8,876	1,056	13,987	1,032	18,612	1,172
Religiosos	1,586	30	1,071	411	1,906	10	8,649	111	1,823	10
Total	41,439	7,644	37,899	7,086	42,348	8,212	55,719	10,974	62,735	10,705

FUENTE: CANIEM

En cuanto a los costos del papel (cuadro 4.9), del año 2002 al 2004 se aprecia un incremento en el costo total del papel importado de 15% promedio en los tres años. Llama la atención la relación inversa precio-demanda para el año 2003, ya que la demanda del insumo de ambas procedencias incrementó respecto al año anterior, mientras que el costo total y el promedio por tonelada disminuyeron para el mismo periodo. El caso fue distinto para 2004; el precio se comportó en función de la demanda, ésta incrementó 12.5% en papel nacional, mientras que su costo total lo hizo en 17%.

Cuadro 4.9. COSTO DEL PAPEL 2002-2004 (Pesos mexicanos)

Costo	2002	2003	2004
Total			
Nacional	414,186,556	356,661,566	416,022,454
Importado	76,394,695	86,691,702	100,914,010
Promedio x Tonelada			
Nacional	9,781.0	6,518.1	6,631.3
Importado	9,303.0	7,899.7	9,426.8

FUENTE: CANIEM

En cuanto al personal que emplea la industria editorial el cuadro 4.10 describe su situación en número y características. A la fecha existe una buena la relación entre los trabajadores de la industria y las editoriales, por lo tanto en el aspecto laboral no existen factores que pongan en riesgo el desarrollo de dicha industria.

Cuadro 4.10. NÚMERO DE EMPLEADOS DEL SECTOR

Tipo de Contrato	2000	2001	2002	2003	2004
Personal de Base	6521	6743	7133	6865	6903
Empleados Eventuales	932	916	945	1189	1502
Free Lance	3315	2847	3409	3487	4416
Total empleados	10768	10506	11487	11541	12821

FUENTE: CANIEM

Pago de impuestos:

La tasa de IVA para los libros es cero. Eliminación gradual del beneficio fiscal del 10% del ISR, que a partir de 2002 ha ido decreciendo en 10 puntos porcentuales anuales hasta su eliminación total que sucederá en el año 2006.

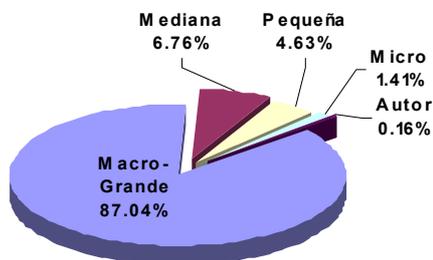
c) ASPECTOS DEL MERCADO

Participación por estrato:

De acuerdo a las estadísticas de ventas (gráfico 4.3), la participación en el mercado nacional de la Industria Editorial está en función del tamaño de la empresa.

Las editoriales consideradas de tamaño macro y grande dominan más del 80% del negocio de los libros en México, los editores medianos se ocupan del 6.7% del mercado, por lo que representan la segunda fuerza del sector. El resto del mercado lo conquistan las editoriales pequeñas y micro que en conjunto participan con 6.03% del mercado, así como los proyectos autor-editor que alcanzan menos del 1%.

Gráfico 4.3. VENTAS TOTALES POR ESTRATOS



FUENTE: CANIEM

Participación extranjera en el sector nacional

El sector ha sufrido una importante transformación en los últimos veinte años impulsada por la apertura comercial, actualmente compiten en el mercado nacional filiales y/o subsidiarias de editoriales extranjeras, muchas de ellas tienen oficinas en México que se dedican exclusivamente a labores de importación y comercialización, por lo que las cifras de importaciones han incrementado considerablemente.

Estados Unidos es el principal exportador de impresos en el mundo y México es el quinto país destino de su exportación, el segundo lugar como proveedor de libros para nuestro país es España.

En los últimos años la balanza comercial del sector editorial fue deficitaria, el cuadro 4.11 señala el intercambio comercial de nuestro país con el exterior, se aprecia un incremento del déficit en 2003 y 2004 de 5% y 94% respectivamente, incremento que agrava el escenario de las editoriales mexicanas.

Cuadro 4.11. BALANZA COMERCIAL (Número de ejemplares)

Concepto	2002	2003	2004
Exportaciones	10,925,203	10,910,007	8,523,896
Importaciones	19,558,478	20,021,599	26,201,661
Déficit / Superávit	-8,633,275	-9,111,592	-17,677,765

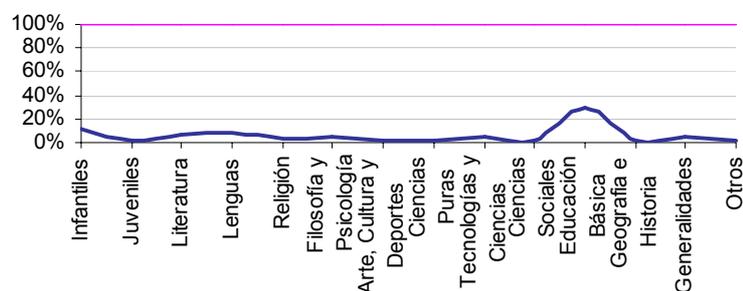
FUENTE: CANIEM

Demanda:

La población de México al año 2005 de acuerdo a cifras del INEGI, es de 103 263 388 habitantes, el 31% de la población tiene menos de 15 años, y el 57% tiene menos de 30 años. De acuerdo al tamaño de la población, el mercado para la industria editorial podría ser amplio, sin embargo, desafortunadamente en nuestro país existe un bajo hábito de lectura, según cifras de la UNESCO el índice de lectura en México es de 1.2 libros al año por persona; nuestro país ocupa el penúltimo lugar de lectura en un estudio de 108 países, mientras que hay algunos países europeos que se acercan a 10 libros al año, (el organismo recomienda la lectura de cuatro textos para un sano desarrollo de la sociedad). Otro factor que influye negativamente es el analfabetismo, principalmente en las comunidades indígenas, lo anterior le resta demanda a la industria editorial.

En cuanto a la demanda por tema, las preferencias de los consumidores muestran que los libros de educación básica son prioridad para el consumidor; representan el 43% de las ventas en la industria (gráfico 4.4), seguido por los libros de temas infantiles con 12% y en tercer lugar se ubican los textos de idiomas cuyas ventas constituyen el 8% en la misma escala. Los libros de arte y cultura y deportes, ciencias puras y de temas de geografía e historia son los de menor demanda, las ventas por cada tema apenas alcanzan en 1% del total de las ventas de libros en México.

Gráfico 4.4. VENTAS POR TEMA



FUENTE: CANIEM

Canales de distribución:

Son diversos los canales de distribución que utiliza la industria (cuadro 4.12), el principal medio para llegar al cliente es la venta a través de librerías, éstas representan aproximadamente el 40% de las ventas de los editores. En el periodo 2000-2004 el promedio de las ventas al gobierno constituyeron el 26% seguidas en importancia por las ventas al exterior de 7.7%, mientras que las ventas a tiendas de autoservicio alcanzaron el 7% en promedio durante le mismo periodo. Las Ventas a bibliotecas y centros de documentación, Asociaciones de Padres de Familia, en puestos de periódico, por correo directo y vía Internet representan menos del 1% del total de sus ventas.

Cuadro 4.12. CANALES DE DISTRIBUCIÓN

(Número de ejemplares)

Medio de distribución	2000	2001	2002	2003	2004
Ventas a Gobierno	12,133,642	21,478,650	43,096,621	47,562,875	56,644,573
Librerías	44,738,076	44,853,143	36,722,740	36,861,625	73,951,916
Tiendas de autoservicios y departamentales	8,099,416	9,777,967	11,580,357	1,064,342	12,157,015
Exportaciones	6,256,207	11,163,159	11,299,340	10,267,898	10,925,203
Ventas a escuelas	4,366,987	5,297,514	9,671,693	10,226,872	10,063,044
Ventas a empresas privadas	3,606,709	4,430,059	6,303,902	3,014,309	5,909,563
Otros canales	4,631,449	3,140,720	4,325,103	7,292,831	5,186,411
Ventas directas a crédito	3,264,077	2,239,680	3,303,793	4,851,540	5,087,525
Expendios propios	5,366,719	1,234,356	2,883,869	3,843,430	2,738,864
Otros Eventos	402,343	1,538,273	1,642,178	1,392,315	2,456,274
Ferias de Libros	1,803,601	167,244	1,131,184	1,677,966	1,940,291
Correo directo	5,997,980	968,355	1,031,514	1,185,938	901,197
Puestos de periódico	886,709	867,894	645,764	702,878	7,818
Ventas a bibliotecas y centros de documentación	453,933	448,760	442,520	238,583	36,958
Internet	250,586	61,747	75,869	37,632	18,626
Ventas a Asociaciones de Padres de Familia	260,647	10,831	33,156	45,179	18,102
TOTAL	102,519,081	107,678,352	134,189,603	130,266,213	188,043,380

FUENTE: CANIEM

De acuerdo a la información del cuadro anterior el punto de venta más efectivo para la distribución de ejemplares de interés general es a través de librerías, seguido por las ventas en tiendas de autoservicios y departamentales.

Cabe señalar que las ventas están concentradas en zonas urbanas; en el distrito federal se concentran 37.5% de un total de 1, 452 puntos de venta, en el Estado de México 6.7%, en Jalisco 5% y en Nuevo León 4.5%, o anterior de acuerdo a un censo de los puntos de venta de libros en las diferentes entidades de la República Mexicana, realizado por la CANIEM, la Asociación Mexicana de Libreros y CONACULTA.

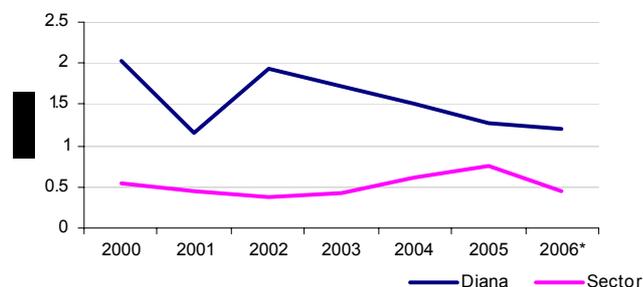
d) ASPECTOS FINANCIEROS

Debido a la dificultad de acceso a la información financiera de empresas no emisoras para la elaboración de un índice financiero del sector, para efectos de este análisis Grupo Qumma representará al sector de la industria editorial mexicana (SIEM). Grupo Qumma es una sociedad tenedora de acciones; Grupo Fernández Editores, S. A. de C.V. es su principal subsidiaria y su actividad es la edición y comercialización de libros de texto, complementos escolares y diccionarios.

Liquidez:

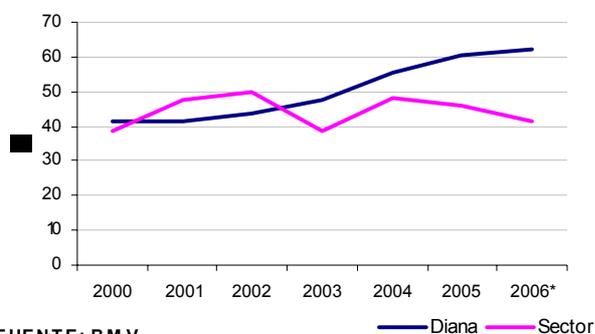
La liquidez de Editorial Diana hasta 2005 siguió una tendencia inversa al sector (Gráfico 4.5), sin embargo la capacidad de pago de la Industria editorial fue menor aproximadamente en 0.50 puntos a la registrada por Diana. La actividad editorial mexicana tiene problemas de solvencia inmediata principalmente por la dificultad para desplazar de forma rápida sus inventarios y la disminución de sus ventas por el escaso hábito de lectura y también por el ritmo de crecimiento de la actividad económica de nuestro país.

Gráfico 4.5. LIQUIDEZ



FUENTE: BMV
* Al tercer trimestre

Gráfico 4.6. APALANCAMIENTO



FUENTE: BMV
* Al tercer trimestre

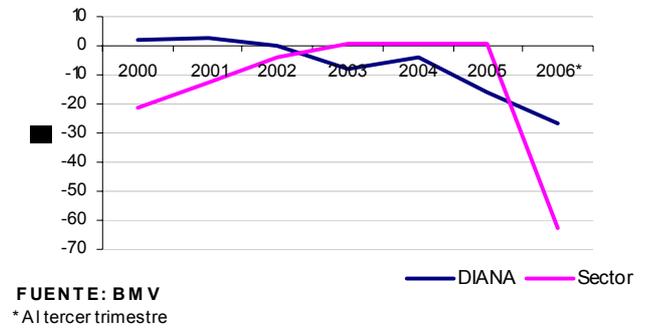
Apalancamiento:

En el gráfico 4.6 se aprecia que menos del 50% del financiamiento del sector editorial es por medio de recursos ajenos, mientras que los acreedores de editorial Diana le proporcionan mas del 60% que requiere para llevar a cabos sus actividades, por lo que mantiene un nivel de endeudamiento superior al promedio del sector y su tendencia es ascendente.

Rentabilidad:

La rentabilidad del sector editorial (gráfico 4.7) fue negativa durante el periodo 2000-2002, mostró una ligera recuperación de los años 2003 a 2005, en los que se ubicó a niveles entre 0.79 y 0.81% respecto a las ventas. La tendencia fue contraria para Editorial Diana; durante los años 2000-2002 obtuvo tasas de rentabilidad positiva de 2.105, 2.41% y 0.24% respectivamente, pero a partir del año 2003 sus rendimientos son negativos. En general el sector ofrece bajos rendimientos que además son mermados por factores como la piratería y fotocopiado ilegal.

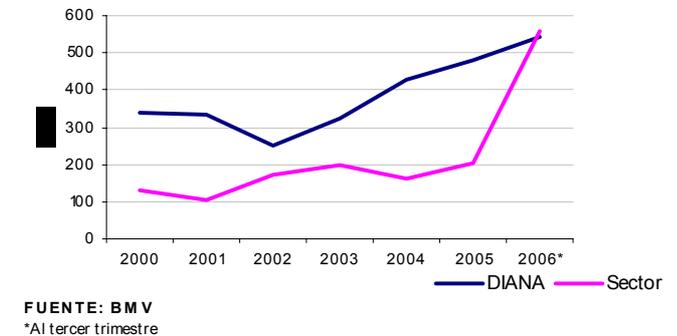
Gráfico 4.7. RENTABILIDAD SOBRE VENTAS



Eficiencia:

En general la industria editorial tiene un ciclo largo de rotación de inventarios, además en ocasiones influyen factores estacionales como el inicio de clases, no obstante el sector mostró un mejor dinamismo con 200 días en promedio contra más 500 días para editorial Diana (gráfico 4.8). Sucede lo mismo con las cuentas por cobrar, al sector le lleva en promedio 90 días recuperar las ventas que realiza a crédito, y a Diana le lleva poco más de 200 días. Editorial Diana ha disminuido su nivel de eficiencia a partir del 2002 y al cierre del tercer trimestre continuo su tendencia descendente.

Gráfico 4.8. ROTACIÓN DE INVENTARIOS



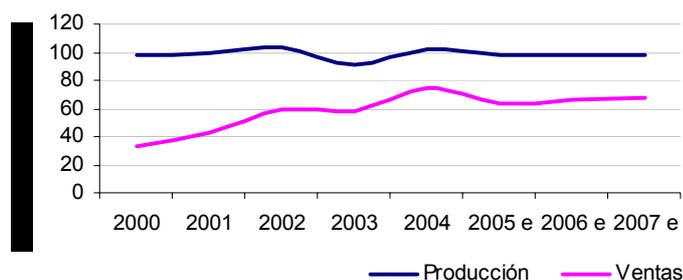
e) FORTALEZAS Y DEBILIDADES

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Tamaño de la población juvenil e infantil¹⁰⁶. ✓ Mayor número de escuelas privadas de educación básica ✓ Apertura de nuevos centros comerciales, tiendas departamentales y de autoservicio ✓ Principales insumos se proveen en México ✓ Posible aprobación de la Ley de fomento para el libro y la lectura ✓ Uso de nuevas tecnologías ✓ Temáticas enfocadas a la juventud. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Bajo índice de lectura en México ✗ Demanda en relación directa con el desarrollo económico ✗ Disminución del poder adquisitivo ✗ Incremento de importaciones ✗ Mayor presencia de filiales extranjeras en México (fusiones y adquisiciones). ✗ Elevados niveles de reprografía y piratería¹⁰⁷ ✗ Falta de normas que sancionen seriamente la producción de apócrifos y fotocopiado ✗ Edición de libros de texto en manos del Estado

f) PERSPECTIVAS DEL SECTOR

Un estimado de la producción de edición propia y ventas totales de ejemplares por estrato empresarial (gráfico 4.9), sugiere que al cierre del 2005 la manufactura fue de 98, 385,297 ejemplares, 2.7% menos respecto al año anterior, congruente con el desempeño de la actividad en el 2006 se estima que la producción alcance los 98, 501,204 ejemplares, cifra mayor en 0.12% que el 2005. El desempeño de la industria en el 2007 sin duda será contagiado por la desaceleración económica de EU. y en consecuencia de nuestro país, se advierte una desaceleración de la producción editorial de 0.06%.

Gráfico 4.9. Edición y ventas de libros 2000-2007



FUENTE: Caniem y Estimación propia.

¹⁰⁶ De acuerdo a la pirámide poblacional publicada por el INEGI para 2005, el 35% de la población de México se ubica en el rango de 15 a 34 años es decir es joven y joven-adulta, mientras que la infantil (de 0 a 14 años) representa 31.5% del total de la población mexicana.

¹⁰⁷ De acuerdo a estimaciones del Centro de Protección y Fomento a los Derechos de Autor (CEMPRO), cada año se piratean alrededor de 10 millones de libros y se fotocopian entre 20 y 28 millones de libros de 250 páginas.

En cuanto a las ventas, se observa un importante movimiento a la baja el año 2005, pues se estima que se vendieron 63,830, 807 libros; 15% menos respecto a 2004, mientras que para el año 2006 se espera la comercialización de 65, 519,928, ejemplares, cifra que significaría una recuperación del 2.6% respecto al año anterior, asimismo, la tendencia para 2007 supone que las ventas serán mayores en 3.9% respecto a 2006, aunque con ciertas reservas por posibles efectos de la desaceleración económica ya mencionada, un factor que podría contribuir para alcanzar las expectativas de ventas, sería la aprobación de la Ley de fomento para el libro y lectura.

Problemática latente:

Los principales problemas y el porcentaje de incidencia que podrían afectar negativamente el desempeño del sector, según la encuesta que realiza el Centro Regional para el fomento del Libro en América Latina y el Caribe (CERLAC),¹⁰⁸ se enlistan a continuación:

- ✗ Reprografía ilegal 4.5%
- ✗ Baja demanda 4.4%
- ✗ Cambios en las disposiciones normativas del gobierno 4.4%
- ✗ Devoluciones 3.9%
- ✗ Piratería 3.8%
- ✗ Cambios en las variables macroeconómicas del país 2.7%

Reitero que la actividad editorial en especial de libros es vulnerable a las condiciones económicas y culturales del país, económicas porque para adquirir un libro influye el ingreso del consumidor y culturales porque es el hábito de la lectura lo que estimula al consumidor a realizar una nueva adquisición, por lo anterior, las perspectivas serán alcanzables en incluso superables en la medida de que mejore el poder adquisitivo per cápita y se siga trabajando a favor del fomento a la lectura, la compra de libros originales y una legislación efectiva en contra de la piratería y reprografía ilegal.

g) PARTICIPACIÓN DE EDITORIAL DIANA EN EL SECTOR

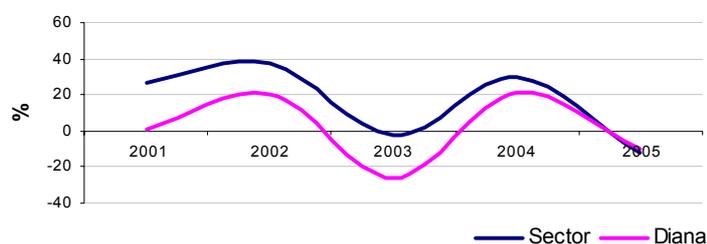
La participación en el mercado nacional de editorial Diana actualmente es del 20%, de acuerdo a su propia estimación, está presente en las principales cadenas de tiendas departamentales y de autoservicio establecidas en México, en librerías de prestigio del Distrito Federal y zona metropolitana, así como en librerías pequeñas y medianas en todo el territorio nacional, por lo que tiene buena presencia en el mercado, no obstante su temática principal es de interés general y no edita libros de texto para la enseñanza básica, dicha situación la pone en desventaja con otras editoriales que sí lo hacen y por

¹⁰⁸ La encuesta corresponde al período noviembre 2005-marzo 2006 y está integrada por 85 encuestas dirigidas a 17 países distribuidas de la siguiente manera: Colombia (11), México (11), Brasil (9), Chile (7), Argentina (7), Guatemala (6), Venezuela (6), Costa Rica (4), Ecuador (4), Perú (4), Uruguay (3), Bolivia (3), El Salvador (2), Paraguay (2), República Dominicana (2), Honduras, (1), Puerto Rico (1). Adicionalmente, dos editoriales respondieron una encuesta para todas sus filiales de América Latina.

ende ganan mayor posición en el mercado¹⁰⁹. Editorial Diana también participa en el mercado internacional; por medio de sus subsidiarias realiza ventas de exportación en países de Latinoamérica y en España, sin embargo dichas operaciones no son significativas en los resultados de la empresa.

Las ventas de la editorial muestran una tendencia paralela con brecha decreciente al nivel de ventas del sector en conjunto (Gráfico 4.10), dicha situación refleja que el desarrollo de la compañía es acorde a la dirección del sector, por lo que los factores externos influyen de forma importante en su situación actual y perspectivas.

Gráfico 4.10. VARIACIÓN DE VENTAS SECTOR VS EDITORIAL DIANA



FUENTE: CANIEM, BMV, y Pronostico propio.

El Interés de Editorial Diana por participar en coediciones le favorece, porque éstas implican menores costos de operación sin embargo la vuelven dependiente a las casas con quien tiene convenio para realizar dichas producciones. En cuanto a las materias primas, Diana se abastece de papel por parte de distribuidores en México y por parte de la empresa que tiene la principal planta productora en México (Kimberly Clark), por lo que puede competir en costos, además de que sus ediciones se caracterizan por su presentación económica misma que se refleja en sus precios y la favorece en el mercado.

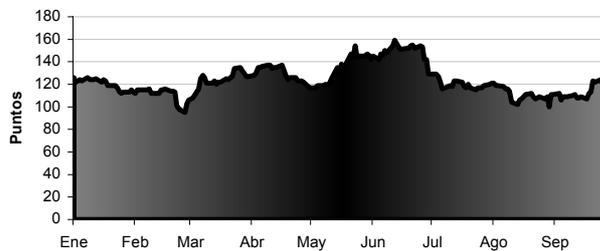
¹⁰⁹ Editorial Diana edita y comercializa libros de interés general, su catálogo contiene temas desde salud, ingeniería, mercadotecnia, literatura, ciencias aplicadas y sociales hasta diccionarios y libros idiomas y lenguaje, sin embargo tiene gran dependencia a la edición y comercialización de libros del Autor Gabriel García Márquez y también a los relacionados con la Editorial Libsa y sólo un bajo porcentaje de sus libros son dirigidos a la población infantil; de los 19 temas generales que integran su catálogo solo uno es destinado para niños el cual incluye colecciones de cuentos y fábulas y la llamada “mi primera biblioteca”, la mayor parte de sus ediciones está dirigidos a la población de entre 18 y 50 años.

V. Análisis de Riesgo País.

a) ÍNDICE DE RIESGO PAÍS.

De acuerdo a información que emite el Banco Nacional de México (Banamex), el índice de riesgo país de México en el periodo enero a septiembre del año 2006 (gráfico 4.11) alcanzó su nivel más alto la primera quincena de junio a 158 puntos y su nivel más bajo a 95 puntos para la segunda quincena de febrero, en el primer caso influyó el clima político preelectoral así como la expectativa de desaceleración en la economía estadounidense para el segundo semestre del año y en el segundo caso favoreció el anuncio del avance positivo en la economía mexicana que registró un menor nivel de inflación que el esperado durante el mes de febrero.¹¹⁰

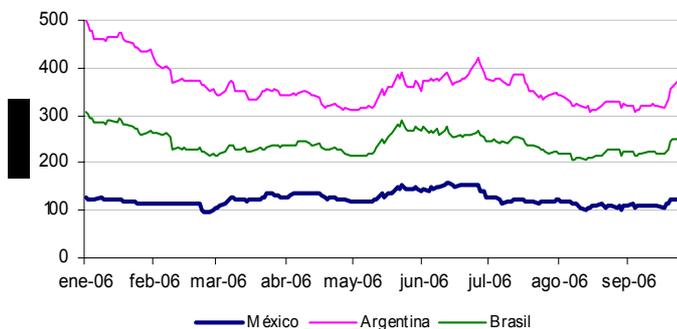
Gráfico 4.11 RIESGO PAÍS MEXIO ENE-SEP 2006



FUENTE: BANAMEX

En un comparativo entre el índice de riesgo país registrado por México, Brasil y Argentina (gráfico 4.12), se aprecia que nuestro país obtuvo un mayor grado de confianza que Brasil y Argentina, a pesar de que el comportamiento del índice a partir del mes de marzo y hasta la primera quincena de septiembre fue semejante para las tres naciones, México figura como el mejor destino para los inversionistas que prefieren asumir riesgos bajos mientras que Argentina lo es para inversionistas dispuestos a apostar mayores ganancias versus menor seguridad en sus inversiones.

Gráfico 4.12. ÍNDICE DE RIESGO PAÍS ENE-SEP 2006



Fuente: Banamex

¹¹⁰ De acuerdo a la encuesta de expectativas económicas que realiza el Banco de México (BANXICO) entre los analistas del sector privado, se esperaba que el índice general de precios al consumidor alcanzaría 0.32%, sin embargo éste se ubicó en 0.15%, según cifras de BANXICO.

b) CALIFICACIÓN SOBERANA

La calificación de Riesgo Soberano que otorgan las agencias calificadoras internacionales a México, Argentina y Brasil (tabla 4.10), confirman la percepción del índice de riesgo país señalada en el inciso anterior. Se incluyen también las calificaciones de Chile, Colombia y Venezuela debido a que Editorial Diana participa en el mercado de dichos países, pues si bien el riesgo soberano solo incluye la posibilidad de incumplimiento del gobierno del país, resulta un buen termómetro entre los inversionistas, pues se cree que las agencias reflejan en sus calificaciones la información fundamental económica, social y política que poseen de cada país.

Tabla 4.10. CALIFICACIONES SOBERANAS A SEPTIEMBRE DE 2006

Agencia/País	Argentina	Brasil	México	Chile	Colombia	Venezuela
Fitch Ratings	RD	BB	BBB	A	BB	BB-
Standard and Poor's	BB	BBB	BBB	AA-1	BBB	n.d.
Moody's*	Ca	Ba2	Baa1	A2	Ba2	b2

* Deuda en moneda extranjera a largo plazo

FUENTE: Página Web de las calificadoras en mención.

El mejor nivel de calificación es para Chile, seguido por México, Brasil y Colombia, en el penúltimo lugar se encuentra Venezuela, mientras que Argentina fue calificada como el país que representa mayor riesgo para las inversiones de la muestra de naciones latinoamericanas que se incluyen en la tabla anterior, no obstante, las perspectivas para dichas naciones es estable según Moody's.

c) ÍNDICE GLOBAL DE RIESGO

La solvencia de nuestro país en el corto plazo se percibe de alta a moderada (tabla 4.11), de acuerdo a la ponderación del índice global de riesgo país, los grupos políticos de presión y la presencia de movimientos subversivos e independentistas son los factores que destacan por su escala de riesgo mediano y alto, derivado del desconocimiento del resultado de las elecciones del pasado 2 de julio por parte del Partido de la Revolución Democrática así como del línea que está tomando el conflicto en Oaxaca. En el índice económico destaca una escala de riesgo de mediano a alto en las variables Producto interno Bruto y producción industrial a causa de la esperada desaceleración económica estadounidense, que sin duda afectará negativamente en nuestro país. (Consultar las ponderaciones realizadas para calcular el índice global de riesgo en el anexo II, el cálculo corresponde al escenario e información del mes de septiembre).

Tabla 4.11. Índice Global de Riesgo México septiembre 2006

Indicadores	Ponderación	Valoración	Multiplicación
Indicador Político	40	57.81	2312.50
Indicador Económico	25	64.12	1602.94
Indicador de Solvencia	20	59	1180.00
Indicador de Liquidez	15	71.6	1074.00
Indicador Global de Riesgo	100	-	61.69

FUENTE: Elaboración propia

VI. Análisis Tendencial

a) ESCENARIO BASE

INFORMACIÓN FINANCIERA (Miles de pesos)			
	2006	2007	2008
ACTIVO TOTAL	171,454	175,054	173,254
PASIVO TOTAL	113,708	110,879	112,294
CAPITAL CONTABLE	57,746	64,175	60,960
VENTAS NETAS	112,096	108,270	110,183
RESULTADO DE OPERACIÓN	-5,185	-2,842	-3,994
RESULTADO NETO	-23,572	-22,611	-24,112

RAZONES FINANCIERAS PROYECTADAS			
	2006	2007	2008
LIQUIDEZ			
ÍNDICE DE LIQUIDEZ	1.58	1.72	1.65
PRUEBA DEL ÁCIDO	1.05	1.15	1.10
APALANCAMIENTO			
POR RECURSOS PROPIOS Y/O DE ACCIONISTAS	0.34	0.37	0.35
POR RECURSOS AJENOS	0.66	0.63	0.65
EN MONEDA EXTRANJERA	0.45	0.44	0.44
RENTABILIDAD			
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	-21.03	-20.88	-21.88
RENTABILIDAD SOBRE EL ACTIVO	-13.75	-12.92	-13.92
EFICIENCIA Y OPERACIÓN			
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	382	407	394
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR	184	202	193

BALANZA DE DIVISAS (Miles de pesos)			
	2006	2007	2008
ACTIVO MONETARIO	17,468	15,174	16,321
PASIVO	50,892	48,762	49,827
Pesos por dólar	10.96	11.23	11.48

MÚLTIPLOS BURSÁTILES			
	2006	2007	2008
VALOR DE MERCADO	56,006	56,016	56,011
VALOR EN LIBROS POR ACCIÓN	0.7134	0.7928	0.7531
PRECIO DE MERCADO DE LA ACCIÓN	0.7953	0.7955	0.7954
UPA	-0.0003	-0.0003	-0.0003

FUENTE: Elaboración propia.

En el corto y mediano plazo el rumbo de la editorial resulta poco alentador, se agravará su situación financiera principalmente por sus compromisos a corto plazo, así como de sus elevados costos de operación y de financiamiento. Disminuye la brecha entre sus activos y pasivos amenazando su capacidad de solvencia; solo dispondrá de entre cinco y 15 centavos más por cada peso que adeuda en el corto plazo. Durante el 2007 y 2008 el 44% de sus pasivos son en moneda extranjera.

Acorde con la tendencia sectorial, Diana espera una caída de 3.4% en sus ventas para el 2007 y pese a una posible recuperación en el siguiente año, seguirá registrando pérdidas por poco más de 20,000 miles de pesos (mdp) en cada año durante el periodo 2006-2008, sumando así 6 años consecutivos con resultados netos negativos. Se anticipa un aumento en su periodo de rotación de inventarios y en el tiempo de recuperación de las ventas a crédito, lo cual significa pérdida de eficiencia operativa para la casa editora.

En el aspecto bursátil, se espera que las acciones de Diana coticen en promedio en 0.80 pesos durante el periodo 2006-2008. La falta de proyectos en el corto y mediano plazo impide mejorar su bursatilidad. Sus riesgos son:

Riesgo	Grado
✓ De mercado por tasa de interés y tipo de cambio.	Alto
✓ De Crédito.	Medio
✓ De liquidez.	Alto

b) ESCENARIO POSITIVO

INFORMACIÓN FINANCIERA (Miles de pesos)			
	2006	2007	2008
ACTIVO TOTAL	178,209	181,180	179,318
PASIVO TOTAL	105,669	103,273	104,579
CAPITAL CONTABLE	72,540	77,908	74,739
VENTAS NETAS	120,306	111,965	112,129
RESULTADO DE OPERACIÓN	1,706	3,243	2,166
RESULTADO NETO	-17,272	-16,623	-17,729

RAZONES FINANCIERAS PROYECTADAS			
	2006	2007	2008
LIQUIDEZ			
ÍNDICE DE LIQUIDEZ	1.77	1.92	1.83
PRUEBA DEL ÁCIDO	1.17	1.28	1.22
APALANCAMIENTO			
POR RECURSOS PROPIOS Y/O DE ACCIONISTAS	0.41	0.43	0.42
POR RECURSOS AJENOS	0.59	0.57	0.58
EN MONEDA EXTRANJERA	0.44	0.45	0.47
RENTABILIDAD			
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	-14.36	-14.85	-15.81
RENTABILIDAD SOBRE EL ACTIVO	-8.67	-8.82	-9.39
EFICIENCIA Y OPERACIÓN			
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	405	426	417
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR	220	221	222

BALANZA DE DIVISAS (Miles de pesos)			
	2006	2007	2008
ACTIVO MONETARIO	23,691	17,167	17,555
PASIVO	46,243	46,721	48,739
Pesos por dólar	10.70	11.00	11.15

MÚLTIPLOS BURSÁTILES			
	2006	2007	2008
VALOR DE MERCADO	56,381	56,027	56,016
VALOR EN LIBROS POR ACCIÓN	0.9168	0.9846	0.9446
PRECIO DE MERCADO DE LA ACCIÓN	0.8006	0.7956	0.7954
UPA	-0.0002	-0.0002	-0.0002

FUENTE: Elaboración propia.

En el caso de que la economía mexicana mostrara un desempeño superior al esperado con un mayor crecimiento de la actividad económica, y menores tasas de interés, y de inflación, así como un ambiente internacional con tipos de interés bajos (situación poco probable), las finanzas de editorial Diana mostrarían una ligera recuperación de sus activos y capital, así como la disminución de sus pasivos, lo cual proveería liquidez en el corto plazo a la empresa. Sin embargo el grado de financiamiento tasado en moneda extranjera alcanzará entre el 45 y 47% del total de sus pasivos que significa un adeudo de superior a los 4,000 miles de dólares (mdd) para cada año.

No obstante la recuperación de sus niveles de ventas, se espera continúe la tendencia negativa en su resultado neto durante el periodo 2006-2008 por más de 16,500 mdp. La editorial seguirá registrando rentabilidad negativa, y niveles ineficientes de operación.

En el aspecto bursátil, aun bajo un ambiente económico positivo, Diana mantendrá el precio de mercado de 0.80 pesos por acción en promedio, aproximadamente 10 centavos por debajo del precio en valor en libros, situación que advierte al público inversionista la posibilidad de incurrir en pérdidas.

Sus riesgos financieros y su grado de exposición son:

Riesgo	Grado
✓ De mercado por tasa de interés y tipo de cambio.	Medio
✓ De Crédito.	Bajo

c) ESCENARIO NEGATIVO

INFORMACIÓN FINANCIERA (Miles de pesos)			
	2006	2007	2008
ACTIVO TOTAL	164,699	168,927	167,190
PASIVO TOTAL	121,747	118,485	120,008
CAPITAL CONTABLE	42,952	50,441	47,182
VENTAS NETAS	103,885	104,576	108,236
RESULTADO DE OPERACIÓN	-9,087	-6,502	-7,849
RESULTADO NETO	-26,699	-26,149	-28,186

RAZONES FINANCIERAS PROYECTADAS			
	2006	2007	2008
LIQUIDEZ			
ÍNDICE DE LIQUIDEZ	1.42	1.56	1.49
PRUEBA DEL ÁCIDO	0.94	1.04	0.99
APALANCAMIENTO			
POR RECURSOS PROPIOS Y/O DE ACCIONISTAS	0.26	0.30	0.28
POR RECURSOS AJENOS	0.74	0.70	0.72
EN MONEDA EXTRANJERA	0.46	0.43	0.44
RENTABILIDAD			
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	-25.70	-25.01	-26.04
RENTABILIDAD SOBRE EL ACTIVO	-14.95	-14.61	-15.33
EFICIENCIA Y OPERACIÓN			
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	388	403	393
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR	228	224	224

BALANZA DE DIVISAS (Miles de pesos)			
	2006	2007	2008
ACTIVO MONETARIO	11,245	13,181	15,087
PASIVO	55,542	50,803	50,916
Pesos por dólar	11.05	11.30	11.60

MÚLTIPLOS BURSÁTILES			
	2006	2007	2008
VALOR DE MERCADO	55,630	56,006	56,006
VALOR EN LIBROS POR ACCIÓN	0.5428	0.6375	0.5963
PRECIO DE MERCADO DE LA ACCIÓN	0.7900	0.7953	0.7953
UPA	-0.0003	-0.0003	-0.0004

FUENTE: Elaboración propia.

Cabe la posibilidad de que se presente un escenario adverso derivado de una mayor recesión de la economía estadounidense que ajustaría al alza los tipos de interés y al resto de las variables económicas, lo anterior impactaría negativamente al desempeño de la actividad económica de nuestro país. Ante dicho escenario, se anticipa un debilitamiento en la estructura financiera de editorial Diana; el incremento de sus pasivos y disminución de sus activos forzaría la liquidez de la empresa. Sus adeudos en dólares incrementarán por ajustes en la paridad cambiaria en respuesta al alza de los tipos de cambio. Se anticipan mayores costos de ventas, gastos de operación y de financiamiento. La desaceleración de la economía provocará una caída en sus niveles de ventas, y se agravarán los resultados netos que se esperan registren pérdidas mayores a 26,000 mdp al cierre de cada ejercicio.

Al disminuir su capital contable, disminuirá el precio a valor en libros de sus acciones, se espera que su precio de mercado sea entre .7900 y .7950 centavos por acción, e incluso podrían alcanzar un nivel más bajo, derivado de las altas expectativas de pérdidas y la falta de proyectos que generen confianza para invertir en la editorial. Sus riesgos son:

Riesgo	Grado
✓ De mercado por tasa de interés y tipo de cambio.	Alto
✓ De Crédito.	Alto
✓ De liquidez.	Alto
✓ De operación.	Bajo

VII. Listado de Riesgos Financieros

En base a los análisis de riesgo inherente y ambiental, se presenta el siguiente inventario de los riesgos financieros que afectan a Editorial Diana S.A. de C.V

RIESGO	FUENTE DE RIESGO	GRADO DE EXPOSICIÓN	MONTO EN RIESGO	EFFECTOS
Mercado	De acuerdo al escenario base, los adeudos contratados en moneda extranjera representan el 44 % del total de los pasivos para 2007 y 2008, por lo que las principales fuentes de riesgo es el tipo de cambio y los tipos de interés externos, aunque las expectativas de los tipos de interés son favorables.	Alto	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 48,762 mdp en 2007 ✓ 49,827 mdd en 2008 ✓ Se desconoce el tipo de interés pactado con sus acreedores. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ En caso de que el peso se deprecie, incrementará el monto de la deuda. ✓ Si los tipos de interés aumentan, aumentarán los pagos de intereses y el monto de la deuda. ✓ El incremento del monto de la deuda afecta al capital de la empresa y disminuye los rendimientos esperados.
Crédito	Incremento en el monto de las cuentas y documentos por cobrar a clientes. Las fuentes de riesgo son la tasa de interés y el índice de morosidad.	Medio	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 66,778 mdp en 2007 ✓ 64,894 mdp en 2008 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Si se presenta un ajuste al alza de las tasas de interés, la morosidad tiende a aumentar, y afecta su liquidez.
Liquidez	Un mayor periodo de rotación de inventarios y de cuentas por cobrar disminuye la capacidad de solvencia de la empresa principalmente en el corto plazo.	Alto	No cuantificable	<ul style="list-style-type: none"> ✓ La empresa corre el riesgo de ser inoperables, por falta de liquidez para cubrir sus gastos de ventas y de operación.
Legal	Posibles modificaciones en la legislación Mexicana respecto a los impuestos que gravan la actividad de la industria editorial. (ISR Principalmente)	Bajo	No cuantificable	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Mayores impuestos provocarían movimientos negativos en el resultado neto de la empresa.

2. MEDICIÓN DE RIESGOS

VIII. Riesgos Financieros en cifras

Editorial Diana debe liquidar 4,342 y 4,340 mdd en 2007 y 2008 respectivamente, de acuerdo a estimaciones del Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP), se espera que el tipo de cambio en promedio sea de 11.23 y 11.48 pesos por dólar para cada año, eso significa que la empresa debe contar con 48,762 y 49,827 mdp para cumplir con sus compromisos.

De acuerdo a una estimación propia, con base en la información registrada al 29 de septiembre del 2006 (tabla 4.12), se espera que a diciembre del 2006 el dólar se ubique en 11.16 pesos por dólar, de continuar dicha tendencia la editorial registraría un adeudo menor en pesos, no obstante las expectativas de desaceleración económica de

**Tabla 4.12 FUTURO DEL PESO
A 3 MESES DEL 29/09/06**

Ti MX =	7.19
Ti USA =	4.76
TC Spot AL 29/09/06 =	11.09
Periodo (días) =	90
Futuro del dólar a Dic. 2006 =	11.16

estados unidos que sin duda impactará en el déficit comercial de nuestro país, los ajustes en las tasas de interés, así como presiones inflacionarias derivadas de posibles ajustes en los precios de bienes y servicios a principios de año pueden modificar la tendencia de la moneda local e incluso superar el pronóstico para el cierre del año.

FUENTE: Elaboración propia.

Bajo un escenario pesimista, se espera que el dólar se cotice en 11.30 y 11.60 pesos por dólar en promedio durante el 2007 y 2008 respectivamente, ello significaría un incremento de alrededor de 2,041 y 1,088 miles de pesos en los pasivos de la editorial.

La posibilidad de que la editorial registre pérdidas derivadas de los movimientos diarios de la cotización del tipo de cambio, se aprecia en el cuadro 4.13.

Cuadro 4.13. MONTO Y VALOR EN RIESGO DIARIO

	BASE		POSITIVO		NEGATIVO	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Rendimiento promedio diario Tc FIX (media %)	0.0049	0.0049	0.0049	0.0049	0.0049	0.0049
Volatilidad anual Tc FIX (desviación estándar %)	0.4593	0.4593	0.4593	0.4593	0.4593	0.4593
Factor de Confianza 95%	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
Horizonte de tiempo en Días	1	1	1	1	1	1
Monto total en riesgo (miles de pesos)	48,762	49,827	46,721	48,739	50,803	50,916
Valor en riesgo (miles de pesos)	23.28	23.79	22.30	23.27	24.25	24.31
Monto total en riesgo (miles de dólares)	4,342	4,340	4,247	4,371	4,496	4,389
Valor en riesgo (miles de dólares)	2.07	2.07	2.03	2.09	2.15	2.10
Paridad cambiaria (pesos por dólar)	11.23	11.48	11.00	11.15	11.30	11.60

FUENTE: Elaboración propia con información del Tipo de cambio Fix del Banco de México.

En el 2007 y bajo el escenario base, significa que un día hábil del mes, Diana podría registrar pérdidas por 23.28 mdp o más, derivadas de la volatilidad del tipo de cambio, peso/dólar y así respectivamente para cada escenario señalado en el cuadro anterior.

3. CONTROL DE RIESGOS

IX. Estrategias para Administrar los riesgos

A corto plazo:

✓ Coberturas con instrumentos derivados

Contratar una cobertura para cubrir los 48,762 miles de pesos (mdp) que deberá liquidar la editorial en el 2007, equivalentes a 4,342 miles de dólares (mdd)¹¹¹. Se sugiere adoptar una posición larga por 434 contratos de futuros de dólar estadounidense de 10, 000 unidades cada uno.

La Dirección de Administración y Finanzas de Editorial Diana debe acudir con un intermediario del Mercado Mexicano de Valores (MEXDER) que se encargará de realizar la asesoría y transacción correspondiente. Existen diversas alternativas con quien acudir para contratar la cobertura, en el anexo I, de los Socios Operadores del MEXDER se encuentra información sobre los intermediarios.

A mediano plazo:

✓ Alianzas Estratégicas.

- a. Realizar una fusión por integración¹¹² con una casa editora en la que su principal actividad sea la edición de libros de texto (Fernández editores por ejemplo).
- b. Anclarse hacia un sector con perspectivas favorables (el sector de la construcción por ejemplo), a través de alianzas y/o acuerdos que impulsen el fomento a la lectura en la clase trabajadora y empresarial a través del propio centro de trabajo. Editorial Diana tiene que promover una forma de capacitación y de mejorar la calidad de vida del trabajador a través de la lectura para lo cual es necesario que Diana ofrezca títulos tanto de contenido técnico como de crecimiento personal, situación que producirá un beneficio a la empresa con la cual realice dicho acuerdo.

✓ Proyectos de Inversión.

Diversificar las áreas de edición y población objetivo. Editar, manuales, libros técnicos y de interés general, dirigidos a la clase trabajadora así como de interés para el estrato empresarial, esto permitirá disminuir la dependencia con escritores clave y por otro lado cumplir con la demanda que resultará de los acuerdos y alianzas estratégicas.

A largo plazo:

✓ Diversificación de mercados

Generar canales de distribución hacia nuevos estratos de la población. (Medianos y pequeños empresarios).

¹¹¹ Considerando una paridad cambiaria de 11.23 pesos por dólar que de acuerdo al Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP) será el precio promedio para el 2007.

¹¹² Surge Cuando dos o más sociedades se integran para formar una nueva sociedad.

CONCLUSIONES

El trabajo de investigación realizado me lleva a las siguientes conclusiones:

1. Básicamente el cumplimiento de objetivos y la comprobación de la hipótesis se realizan a través del caso práctico presentado en el último capítulo.

El objetivo general se cumple en 100%, porque mediante el caso práctico se demuestra que la aplicación de la Administración de Riesgos Financieros sí resulta un herramienta eficiente para disminuir los efectos adversos que genera la volatilidad del tipo de cambio, tasa de interés y precios, ya que mediante el análisis realizado, editorial Diana conoce sus riesgos financieros, su impacto, dimensión y posibilidad de ocurrencia, así como las diversas estrategias a seguir para minimizar los efectos de dichos riesgos.

Lo anterior de entrada le genera una ventaja a Diana, aunque claro, puede ocurrir que la empresa aún conociendo sus riesgos decida no hacer nada al respecto y no implementar las estrategias para su cobertura, ello implicaría absorber las posibles pérdidas con recursos propios y entonces de poco serviría la utilidad de la ARF, sin embargo esa parte de la decisión sobre aplicar o no las estrategias queda fuera del alcance de esta investigación ya que sería competencia de la empresa. Otro punto importante que mencionar es que el análisis de riesgos financieros aporta a la empresa más que solo la identificación, medición y estrategias de control de sus riesgos financieros, en realidad se convierte en una radiografía de la empresa pero también de su entorno.

Por ejemplo, del análisis también deriva que Editorial Diana es una empresa que logra la aceptación de sus productos principalmente entre la población joven adulta debido a las temáticas que ofrece, esto significa que hay un buen aprovechamiento de su nicho de mercado, sin embargo su estructura financiera, los problemas para recuperar su cartera y para movilizar sus inventarios así como un mal aprovechamiento de sus recursos son factores que agudizan sus riesgos financieros. Aunado a lo anterior, el fenómeno de la globalización ha facilitado la participación de corporativos internacionales dentro del mercado de los libros en México, dichas editoriales aprovechan la tecnología actual en sus procesos productivos y abarcan una gran variedad de temáticas dirigidas a varios rangos de la población, por lo que es importante para Diana redefinir sus estrategias de producción y de mercado para aprovecharlo al máximo.

En cuanto a los objetivos particulares el primero se cumple en un 95% pues a lo largo del capítulo IV y a través del caso práctico se describe el proceso de la ARF adaptado a las características de las PyMES. Considero que el 5% restante no se cumplió porque aunque editorial Diana de acuerdo a la clasificación de empresas señalada en el punto 3.1.1 se considera mediana, cuenta con una característica diferente a la mayoría de las PyMES, dicha característica es que cotizó en la Bolsa

Mexicana de Valores (BMV) en donde también fue considerada de tamaño mediana. Sin embargo hago la aclaración de que para las PyMES que no cotizan en la BMV, se sigue el mismo procedimiento, con excepción del estudio bursátil.

Por su parte el segundo objetivo particular también se cumple al 100% ya que nuevamente es mediante el caso práctico que se demuestra el impacto económico que tiene la utilización de un sistema de ARF en las PyMES, lo anterior, porque al medir el riesgo de Diana ésta sabe que existe la posibilidad (bajo un escenario base en 2007) de que registre pérdidas por 23.28 mdp o más y de no realizarse una cobertura el impacto económico significaría una descapitalización para la empresa.

Respecto a la hipótesis planteada al inicio de esta investigación, es también a través del caso práctico que se comprueba la hipótesis como afirmativa ya que después de realizado el análisis que aplica la ARF a Editorial Diana S.A. de C.V., ésta tiene la capacidad de identificar, medir y controlar sus riesgos y de hacer efectivas las estrategias de cobertura:

- ✎ Estaría generando una ventaja ante el resto de su competencia y tendría la capacidad de adecuarse en el contexto financiero altamente volátil que prevalece en la actualidad.
- ✎ Disminuiría sus riesgos y con ello la posibilidad de ocurrencia de pérdidas que pondrían en riesgo su capital e incluso llevarla a la quiebra.
- ✎ Tendría la posibilidad de incrementar su valor al aplicar las estrategias de mediano plazo, y al dar cumplimiento en tiempo a sus obligaciones con bancos y o proveedores.
- ✎ Finalmente, al ser más competitiva y recuperar la confianza ante bancos y proveedores podría implementar proyectos de inversión ya sea los sugeridos por las estrategias de cobertura y/o nuevos proyectos, abriría la posibilidad de generar nuevas fuentes de empleo y contribuiría en mayor proporción a la producción nacional.

2. Para cuantificar el riesgo de las PyMES es posible utilizar el esquema del Valor en Riesgo (VAR) en base la información financiera de la empresa y a la información histórica de las variables que afectan su valor esperado, esta última se puede adquirir en la página Web del Banco de México y trabajarla con técnicas estadísticas básicas como la media y la desviación estándar, cabe aclarar que el resultado no solo en este caso, sino que también en la medición del riesgo de portafolios, es solo una aproximación, y como tal implica cierto grado error.

Al momento de cuantificar el riesgo de las empresas es importante considerar que el riesgo significa la posibilidad de ocurrencia de un evento, en términos numéricos es la mayor o menor variabilidad que presenta un valor esperado que puede ser el valor de una inversión o el monto de una deuda, en consecuencia se requiere de un indicador que permita medir dicha variación, las diferentes

técnicas de medición consideran a la desviación estándar como un buen indicador. El resultado que se obtiene se interpreta en términos de probabilidad de que ocurra el evento, tal probabilidad representa el riesgo de la empresa en números.

3. La investigación realizada aporta los elementos básicos para aplicar un sistema de Administración de Riesgos Financieros en las empresas de menor tamaño, en donde lo que se busca controlar no es principalmente el riesgo de un portafolio, porque en su mayoría no lo tienen, sino que se busca conocer, medir y administrar la mayor o menor variabilidad (riesgo) que presente un valor esperado provocada por las fluctuaciones de variables financieras que determinan dicho valor; éste valor puede ser una inversión, un costo, un gasto, la utilidad neta, un adeudo, o el rendimiento de un activo.
4. Pese a que el análisis del caso práctico demuestra la utilidad de la ARF en las PyMES, considero que queda mucho por hacer para que este trascienda, la falta de información financiera periódica a simple vista representa un inconveniente al querer implementar un sistema de Administración de Riesgos Financieros dentro de las empresas pequeñas y medianas, sin embargo considero que la ausencia de un sistema de administración representa una oportunidad para implementarlo. Otro punto es que se requiere mucho trabajo de difusión y concientización para crear una cultura del riesgo entre los pequeños y medianos empresarios y también, considero, se requiere crear mecanismos dirigidos específicamente a este estrato empresarial para el control de sus riesgos.
5. Debido a que la ARF se creó por y para las empresas financieras, fuera de ellas, son escasos los profesionistas capacitados en esta materia, por lo que se requiere incentivar la capacitación en dicho tema, para contar con el capital humano que permita la creación de consultorías especializadas en administración de riesgos cuya población objetivo sea la pequeña y mediana empresa.
6. La Secretaría de Economía a través del Fondo para la Pequeña y Mediana Empresa considera entre sus objetivos procurar el acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas a las coberturas de riesgos cambiarios y de tasas de interés que operan en el mercado de derivados financieros, no obstante existe un total desconocimiento del tema. Actualmente los bancos comerciales ofrecen productos financieros para el control de los riesgos, sin embargo muchos lo promueven más como inversión que como instrumentos para administrar riesgos.
7. En cuanto a los costos para implementar un sistema de ARF en las PyMES, es importante aclarar que gracias a la importancia y el desarrollo de la ARF en el mundo, ahora es posible buscar asesoría con expertos en la materia. Por lo que si la empresa considera que su infraestructura no requiere crear plazas para contar con profesionales Administradores de Riesgo, puede buscar apoyo en consultorías especializadas, en México ya existen diversas firmas que ofrecen servicios muy completos.

8. La liberalización del comercio abre las puertas hacia otros mercados, empresas pequeñas y medianas pueden formar parte de cadenas productivas e incluso participar de forma independiente en un mercado externo, y aprovechar la demanda de otras economías, si saben como manejar su riesgo y cuentan con las herramientas para hacerlo, sin duda su expansión será exitosa. Esto no quiere decir que sin ARF no se puede ingresar a mercados internacionales, es claro que sí, pero considero que si se apoyan en un sistema de ARF, de entrada estarán generando una ventaja que se traducirá en competitividad que les dará mayores posibilidades de sobresalir en dichos mercados.
9. Si las PyMES administran sus riesgos con productos derivados, también tendrán la posibilidad de apalancarse con ellos, ya que para abrir un contrato, solo se requiere de una aportación mínima, así que mientras el contrato permanezca abierto, la empresa no requiere aportar todo el monto del contrato. Existen también otras alternativas para administrar los riesgos las cuales enlisté al final del capítulo tres, también se puede acudir a un banco y preguntar por las diversas alternativas que ofrecen si es que eso de participar en el mercado de futuros suena poco atractivo e incluso inalcanzable.
10. Las empresas pequeñas y medianas deben empezar no solo a ser conscientes de sus riesgos sino que también deben empezar a manejarlos, en los próximos meses nuestra economía resentirá los efectos de la desaceleración económica de Estados Unidos y por lo menos en el corto plazo es baja la posibilidad de que el peso se aprecie, por el contrario podría registrar ligeras depreciaciones, la disminución en la demanda principalmente de manufacturas afectará a la balanza comercial, la inflación aunque es moderada, es probable que cause algunas presiones en los primeros meses del 2007, se espera que las tasas de interés no sufran incrementos importantes, y el factor político ya no representa un foco rojo en las variables de la economía. Sin embargo siempre cabe la posibilidad de que los escenarios se comporten en dirección diferente a la esperada, tal vez no cambien drásticamente pero sí mediante ligeros ajustes; siempre se corre ese riesgo y sus efectos pronto llegan a las empresas, de ahí la importancia en que las PyMES comiencen a tomar un papel activo ante los riesgos.

PROPUESTAS:

Para incentivar el uso de la Administración de Riesgos Financieros entre la PyMES así como para disminuir las problemáticas que tienen las PyMES para implementar un sistema de ARF expongo las siguientes propuestas:

1. Promover una cultura de riesgos a través de las empresas que ofrecen créditos a pequeños y medianos empresarios conocidas como micro financieras, que por cierto han tenido mucho éxito en los últimos años, la propuesta es que capaciten a su personal para brindar asesoría en materia de ARF, y que también puedan ofrecer productos de cobertura a las PyMES, lo anterior no solo protegería los

riesgos de los pequeños empresarios, sino que también beneficiaría a las micro financieras debido a que su riesgo de crédito sería menor, pues reduciría la posibilidad de incumplimiento por parte de sus deudores, principalmente en situaciones de crisis.

2. Como opción para acceder con mayor facilidad al Mercado Mexicano de Derivados, sería la creación de sociedades entre pequeños y medianos empresarios con un interés común en cuanto a sus necesidades de cobertura, es decir, sociedades para adquirir contratos de cobertura en divisas y/o sociedades para adquirir contratos sobre de tasas de interés, algo así como una sociedad de inversión, pero la sociedad sería únicamente con la intención de reunir los requisitos de participación en el mercado y a través de un intermediario, es decir, la sociedad no sería socio liquidador ni operador en el mercado de derivados y no sería una figura financiera.
3. Considero que la creación de un mercado accionario y otro de derivados dirigidos exclusivamente a las pequeñas y medianas empresas sería una buena opción para ofrecer financiamiento y cobertura a dicho estrato empresarial. Contar con una Bolsa de PyMES, disminuiría la competencia por los flujos de capital en condiciones desiguales y promovería la cultura de la inversión entre empresas pequeñas y medianas con excedentes, además representaría otra forma real de obtener financiamiento entre las PyMES que lo requieren, ya que como señalo en el capítulo tres, de acuerdo a los resultados de las encuestas de evaluación coyuntural del mercado crediticio que realiza el Banco de México, la principal fuente de financiamiento para las PyMES son sus proveedores con una cobertura de 63.5% y solo el 16% obtiene financiamiento a través de la banca comercial.

Contar con un Mercado de Derivados exclusivo para PyMES, disminuiría el margen inicial mínimo requerido para adquirir un posición dentro de dicho mercado, ya que los contratos y/o productos tendrían que estandarizarse de acuerdo a las características de de las PyMES lo que implicaría sin duda contratos por menores montos de los que actualmente existen en el MEXDER. Por otro lado, un Mercado de derivados para PyMES fomentaría la formación de administradores de riesgo con visión hacia dicho estrato empresarial situación que facilitaría y reduciría costos de asesoría en dicha materia para los pequeños y medianos empresarios.

4. Promover la creación de consultorías especializadas en Administración de Riesgos Financieros exclusivas para PyMES a través del Fondo para la pequeña y mediana empresa de la Secretaría de Economía, así como apoyar a la formación de Administradores de Riesgo, bajo el acuerdo de que en el mediano plazo serán los encargados del desarrollo de dichas consultorías.

Me resta decir que la presente investigación significó una gran experiencia, me deja abierta la posibilidad de seguir indagando en el tema, ya que considero es extenso y poco discutido, pero sobre todo me deja la convicción de que con las modificaciones señaladas si es posible administrar los riesgos financieros de las PyMES; reitero, hay mucho quehacer para llevar la ARF a tan golpeado estrato empresarial, espero que este

trabajo contribuya en dicho proceso y deje sembrada una semilla para quienes quieran explorar este campo que en lo personal me parece de gran utilidad para las empresas pequeñas y medianas.

En realidad, el tema de la Administración de Riesgos Financieros es sumamente extenso, desde su clasificación hasta su control, constantemente surgen nuevos conceptos y complejas técnicas para medirlos, sin embargo la intención última es la misma; perder el menor capital posible.

Para concluir me permito reproducir un párrafo de una publicación del Mercado Mexicano de Derivados titulada "UN NUEVO MERCADO PARA ADMINISTRAR LOS RIESGOS FINANCIEROS":

"Es un mito que los derivados listados -en otras palabras, los contratos de futuros y de opciones- son herramientas altamente sofisticadas utilizadas únicamente por los más acaudalados. Cuando se usan adecuadamente para el propósito para el que fueron creadas, estas herramientas financieras protegen a los negocios de cualquier tamaño de pérdidas causadas por cambios adversos en los precios".

ANEXO I. SOCIOS OPERADORES DEL MEXDER

Socios Operadores



Acciones y Valores Banamex S.A. de C.V.	
www.accival.com.mx	
Dirección	Av. Paseo de la Reforma 398 Col. Juárez 06600
Contacto	Marco García Becerril
Puesto	Subdirector de Productos Derivados
Teléfono	12-26-38-51
E-Mail	m.garcia@accival.com.mx

Actinver Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
www.actinver.com.mx	
Dirección	Av. Paseo de las Palmas No. 320 Col. Lomas de Chapultepec 11000
Contacto	Ralph Edward Cope
Puesto	Gerente de Productos Derivados
Teléfono	5249-8500 ext. 8502
E-Mail	rcope@actinver.com.mx



Banorte Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
www.banorte.com	
Dirección	Av. Prolongación Reforma No. 1230 piso 4 Col. Cruz Manca Santa Fe 05300
Contacto	Ing. Luis Argüelles Rabell
Puesto	Subdirector de Capitales y Derivados
Teléfono	51-69-94-22
E-Mail	luis.arguelles@cbbanorte.com.mx

Banco Inbursa S.A.	
www.bancoinbursa.com	
Dirección	Av. Paseo de las Palmas No. 736 Col. Lomas de Chapultepec 11000
Contacto	C.P. Juan Alberto Carrizales Picón
Puesto	Director de Tesorería
Teléfono	56-25-49-28
E-Mail	jcarriza@inbursa.com.mx



Banco Nacional de Comercio Exterior S.N.C.	
www.bancomext.com	
Dirección	Periférico Sur No. 4333, piso 5 Ala Oriente Col. Jardines en la Montaña 12210
Contacto	Act. Javier Lozano Dubernard Director de Tesorería y Mesa de Dinero Internacional
Teléfono	54-49-91-43
E-Mail	jlozanod@bancomext.gob.mx

BBVA Bancomer Derivados	
www.bancomer.com.mx/mercado/mexder_esp/index.html	
Dirección	Av. Insurgentes Sur No. 1811 piso 1 Col. Guadalupe Inn 01020
Contacto	Act. Gloria Roa Béjar
Puesto	Directora de Fideicomiso Liquidador
Teléfono	56-21-92-29
E-Mail	g.roa@bbva.bancomer.com



Darka S.A. de C.V.	
www.darka.com.mx	
Dirección	Emilio Castelar No. 75, P.B. Col. Chapultepec Polanco 11560
Contacto	Enrique Monroy Pacheco
Puesto	Director de Mercados
Teléfono	56-25-15-00 ext.1815
E-Mail	emonroy@vepormas.com.mx



DerFin S.A. de C.V.	
www.derfin.com	
Dirección	Av. Insurgentes Sur No. 619 Col. Nápoles 03810
Contacto	Lic. Irving Cortés Morales
Puesto	Promoción Derivados
Teléfono	11-07-68-24
E-Mail	icortes@derfin.com



GAMAA Derivados S.A. de C.V.	
www.gamaa.com.mx	
Dirección	Montecito No. 38 piso 25 ofna. 16 y 17 Col Nápoles 03810
Contacto	Lic. Susana Morales Mendoza
Puesto	Promoción
Teléfono	54-88-32-66
E-Mail	smorales@gamaa.com.mx



GBM Grupo Bursátil Mexicano S.A. de C.V.	
www.gbm.com.mx	
Dirección	Av. Insurgentes No. 1605, piso 31 Col. San José Insurgentes 03900
Contacto	Lic. Carlos Lerma Vargas
Puesto	Director de Promoción
Teléfono	54-80-57-93
E-Mail	clerma@gbm.com.mx



GFD S.A. de C.V.	
www.gfd.com.mx	
Dirección	Varsovia No. 38, Int. 501 Col. Juárez 06600
Contacto	Eduardo Riveroll Nava
Puesto	Director de Promoción
Teléfono	55-25-30-01
E-Mail	eriveroll@gfd.com.mx



Merrill Lynch México S.A. de C.V.	
www.merrilllynch.com.mx	
Dirección	Paseo del las Palmas 405 piso 8 Col. Lomas de Chapultepec 11000
Contacto	Álvaro García Pimentel
Puesto	Director de Operación Bursátil
Teléfono	52-01-32-47
E-Mail	algarcia@exchange.ml.com



Monex Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
www.monex.com.mx	
Dirección	Varsovia #36, piso 3 Col. Juárez 06600
Contacto	C.P. Alfonso Infante Morales
Puesto	Promoción
Teléfono	5230-0216
E-Mail	ainfante@monex.com.mx



Multivalores Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
www.multivalores.com.mx/futuros/index_futuros.html	
Dirección	Cda. Tecamachalco No. 45, piso 2 Col. Reforma Social 11650
Contacto	Lic. Alejandro Mayo Prida
Puesto	Director Ejecutivo de Mercados
Teléfono	52-84-63-27
E-Mail	alejandro.mayo@multiva.com.mx



Operadora de Derivados Serfin, S.A. de C.V.	
http://www.santander-serfin.com/publishapp/servlet/GestionFront?comando=5&idsite=10159322174320&idcnt=11097173136890&n=4	
Dirección	Prolongación Paseo de la Reforma No. 500 Módulo 107 Col. Lomas de Santa Fe 01219
Contacto	Sergio Zermeño Romero
Puesto	Director de Productos Derivados
Teléfono	52-61-73-00
E-Mail	szermeno@santander.com.mx



Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V.	
www.scotiainverlat.com.mx	
Dirección	Bosque de Ciruelos No. 120, piso 10 Col. Bosques de las Lomas 11700
Contacto	Lic. Guillermo Camou Hernández
Puesto	Director de Derivados MexDer
Teléfono	53-25-36-15
E-Mail	gcamou@scotiainverlatcb.com



SERAFI Derivados S.A. de C.V.	
www.serafi.com.mx	
Dirección	Montecito No. 38, piso 15, Oficina 26 Col. Nápoles 03810
Contacto	Fortune Franco Chattaj
Puesto	Promoción
Teléfono	54-88-12-82
E-Mail	fchattaj@serafi.com.mx

Stock & Price S.A. de C.V.	
Dirección	Florencia No. 39-403 y 404 Col. Juárez 06600
Contacto	Lic. José Alfredo González Rivera
Puesto	Director General
Teléfono	55-11-41-40
E-Mail	agonzalez@stockandprice.com



Valores Mexicanos Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
www.valmex.com.mx	
Dirección	Moliere No. 222, P.B. Col. Los Morales - Palmas 11540
Contacto	Act. Carlos González Mayer
Puesto	Operador de Derivados
Teléfono	52-79-13-06
E-Mail	cgonzalezm@valmex.com.mx

Vector Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
www.vector.com.mx	
Dirección	Bld. Manuel Avila Camacho No. 24, piso 14 Col. Lomas de Chapultepec 11000
Contacto	Lic. Guillermo Vega Uribe
Puesto	Operación
Teléfono	52-62-37-29
E-Mail	gvega@vector.com.mx

Socios Liquidadores



Banamex	
www.banamex.com.mx	
Dirección	Actuario Roberto Medellín No. 800 piso 5, torre norte Col. Santa Fe 012010
Contacto	Lic. Vicente Aguirre Cerda
Puesto	
Teléfono	22-26-69-05

BBVA Bancomer	
www.bancomer.com.mx/mercado/mexder_esp/index.html	
Dirección	Av. Insurgentes Sur No. 1811 piso 1 Col. Guadalupe Inn 01020
Contacto	Act. Gloria Roa Béjar
Puesto	Directora de Fideicomiso Liquidador
Teléfono	56-21-92-29

E-Mail vaquirreecer@banamex.com

E-Mail g.roa@bbva.bancomer.com



Scotia Inverlat	
www.scotiainverlat.com.mx	
Dirección	Lorenzo Boturini No. 202, Piso 1 Col. Tránsito C.P. 06820
Contacto	Lic. Saúl Jaime Ledesma Rodarte Subdirector de Administración de Derivados
Puesto	
Teléfono	57-28-14-51
E-Mail	sledesmar@scotiabankinverlat.com



Santander Serfin	
http://www.santander-serfin.com/publishapp/servlet/GestionFront?comando=5&idsite=10159322174320&idcnt=11097173136890&n=4	
Dirección	Prolongación Paseo de la Reforma No. 500 Módulo 107 Col. Lomas de Santa Fe 01219
Contacto	Rebeca Kuri Delgado Directora Ejecutiva Middle Office y Socio Liquidador
Puesto	
Teléfono	52-61-50-59
E-Mail	rkuri@santander.com.mx

Formadores de Mercado

Banco del Centro, S.A. GF Banorte	
Contacto	Ing. Manuel González Graf
Puesto	Subdirector Mesa de Dinero
Teléfono	51-69-94-06
E-Mail	manuel.gonzalez.graf@banorte.com

Banco JP Morgan, S.A.	
Contacto	Lic. Alejandro Faesi Puente
Puesto	Director de Derivados
Teléfono	55-40-95-82
E-Mail	alejandro.e.faesi@jpmorgan.com

Banco Nacional de México S.A.	
Contacto	Jaime Robles Gil
Puesto	Director de Mercados
Teléfono	22-26-65-17
E-Mail	jroblesgilb@banamex.com

Banco Santander Serfin, S.A.	
Contacto	Lic. Sergio Islas Pérez
Puesto	Subdirector de Mercado de Dinero
Teléfono	52-69-22-94
E-Mail	sislas@santander.com.mx

Banorte Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
Contacto	Ing. Luis Argüelles Rabell
Puesto	Director de Capitales y Derivados
Teléfono	51-69-94-22
E-Mail	luis.arquelles@cbbanorte.com.mx

BBVA Bancomer, S.A.	
Contacto	Lic. Nicolás Pérez Pavón
Puesto	Subdirector de Mercado de Dinero
Teléfono	56-21-94-29
E-Mail	m8945@bbva.bancomer.com

Deutsche Bank México, S.A.	
Contacto	Lic. José Miguel Solana López
Puesto	Trader Derivados
Teléfono	52-01-81-53
E-Mail	jose-miguel.solana@db.com

Finamex Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
Contacto	Lic. José Vila Lorente
Puesto	Subdirector de Mercado de Dinero
Teléfono	52-09-20-00 ext. 4449
E-Mail	jvila@finamex.com.mx

GBM Grupo Bursátil Mexicano, S.A. de C.V.	
Contacto	Lic. Mauricio Trigueros Ramírez
Puesto	Director de Capitales
Teléfono	54-80-57-31
E-Mail	mtrigueros@gbm.com.mx

HSBC México, S.A.	
Contacto	Lic. Christopher Harrocks
Puesto	Subdirector de Productos Derivados
Teléfono	57-21-32-45
E-Mail	christopher.harrocks@hsbc.com.mx

ING Bank (México), S.A.	
Contacto	Lic. Gustavo Lozano Elías Calles
Puesto	Vicepresidente de Derivados
Teléfono	52-58-21-86
E-Mail	gustavo.lozano@americas.ing.com

Invex Casa de Bolsa, S.A. de C.V.	
Contacto	Romina Guadalajara Labiaga
Puesto	Subdirectora de Mercado de Dinero
Teléfono	53-50-33-78
E-Mail	rguadalajara@invex.com

IXE Banco S.A.	
Contacto	Lic. Alfonso Villarreal González
Puesto	Subdirector de Derivados
Teléfono	51-74-26-11
E-Mail	alvillarreal@ixe.com.mx

Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V.	
Contacto	Lic. Roberto Ortiz Santana
Puesto	Operador de Derivados
Teléfono	52-31-45-49
E-Mail	rortiz@monex.com.mx

Multivalores Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
Contacto	Lic. Alejandro Mayo Prida
Puesto	Subdirector de Mercado de Derivados
Teléfono	52-84-63-27
E-Mail	alejandro.mayo@multiva.com.mx

Nacional Financiera, S.N.C.	
Contacto	Lic. Igal Benabib Levy
Puesto	Operador de Derivados
Teléfono	53-25-64-12
E-Mail	ibenabib@nafin.gob.mx

Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V.	
Contacto	Lic. Gisela Flores Domínguez
Puesto	Operación de Derivados
Teléfono	53-25-31-50
E-Mail	gisela.flores@scotiacapital.com

Valores Mexicanos Casa de Bolsa, S.A. de C.V.	
Contacto	Carlos González Mayer
Puesto	Director de Operaciones
Teléfono	52-79-13-06
E-Mail	cgonzlezm@valmex.com.mx

ANEXO II. CÁLCULOS PARA PONDERACIÓN DE ÍNDICE GLOBAL DE RIESGO

1. Indicador Político

Variables	Ponderación	Valoración	Total
Crisis de Gobierno	3	50	150
Régimen Político	3	50	150
Grupos Políticos de Presión	3	30	90
Política exterior	3	90	270
Probabilidad de Conflictos Internacionales	3	100	300
Intervención de Terceros Países	2	100	200
Burocracia	3	50	150
Corrupción	2	20	40
Estructura Racial y Religiosa	2	80	160
Estructura Sociales	2	40	80
Movimientos Autonómicos e Independentistas	3	20	60
Pertenencias a Organizaciones Internacionales	1	80	80
Relaciones Laborales	1	60	60
Estructura Demográfica	1	60	60
Indicador Político	32	-	57.81

FUENTE: Elaboración propia

2. Indicador Económico

Variables	Ponderación	Valoración	Total
Política Económica	3	50	150
Tendencia Económica	3	60	180
Producto Interno Bruto	3	40	120
Producción Industrial	2	40	80
Infraestructura	2	50	100
Política Monetaria	2	80	160
Política Fiscal	2	70	140
Balanza en Cuenta Corriente	3	40	120
Balanza de Capitales	3	80	240
Nivel de la Deuda	3	60	180
Actitud Respecto a la Deuda	3	90	270
Empleo	2	70	140
Nacionalización	3	100	300
Indicador Económico	34	-	64.12

FUENTE: Elaboración propia

3. Indicador de Solvencia

Variables	Ponderación	Valoración	Total
Nivel de la Deuda Externa	3	60	180
Servicio de la Deuda Externa	3	80	240
Balanza en Cuenta Corriente	3	40	120
Devaluación o Depreciación de la Divisa	1	50	50
Indicador de Solvencia	10	-	59

FUENTE: Elaboración propia

4. Indicador de Liquidez

Variables	Ponderación	Valoración	Total
Reservas / Importaciones	3	80	240
Servicio de la Deuda Externa / Exportaciones	2	80	160
Utilización del Crédito del FMI	2	90	180
Balanza en Cuenta Corriente	3	40	120
Desequilibrio de Liquidez	1	80	80
Razón de los Intereses / Exportaciones	1	80	80
Indicador de Liquidez	12	-	71.67

FUENTE: Elaboración propia

5. Índice Global de Riesgo

Tabla 4.3. Índice Global de Riesgo Mexico septiembre 2006

Indicadores	Ponderación	Valoración	Multiplicación
Indicador Político	40	57.81	2312.50
Indicador Económico	25	64.12	1602.94
Indicador de Solvencia	20	59	1180.00
Indicador de Liquidez	15	71.6	1074.00
Indicador Global de Riesgo	100	-	61.69

FUENTE: Elaboración propia

Fórmula:

$$IGR = \frac{IP \times 40\% + IE \times 25\% + IS \times 20\% + IL \times 15\%}{100}$$

Dónde:

IGR= Índice Global de Riesgo

IP= Indicador Político

IE= Indicador Económico

IS= Indicador de Solvencia

IL= Indicador de Liquidez

ACCION: Título que representa una de las fracciones en que se divide el capital social de una empresa.

ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS (ARF): Proceso mediante el cual se identifican, se miden y se controlan los riesgos provocados por la volatilidad de las fuentes de riesgo financiero.

APALANCAMIENTO: Nivel de endeudamiento.

AVERSIÓN AL RIESGO: Nivel de tolerancia a inversiones de alto riesgo.

BANXICO: Banco de México, organismo que rige la política monetaria de nuestro país.

BURSATILIDAD: Facilidad de encontrar compradores y/o vendedores de un título.

CANIEM: Cámara Nacional de la Industria Editorial.

CAMARA DE COMPENSACIÓN: Tiene como finalidad compensar y liquidar contratos de futuros, así como de actuar como contraparte en cada operación que se celebra en el mercado, en el MEXDER se identifica con el nombre comercial "ASIGNA, compensación y liquidación."

COTIZACIÓN: Precio registrado por un valor dentro de en un mercado financiero cuando se realiza una negociación de valores.

DERIVADOS: Instrumentos financieros cuyo valor depende de otros títulos (subyacentes) y su rendimiento se deriva de los mismos.

DESVIACIÓN ESTÁNDAR: Medida de dispersión, en un portafolio, se define como la volatilidad de sus rendimientos.

EMISORA: Empresa que emite títulos de capital y/o deuda para su cotización a través de un mercado accionario.

ESPECULACIÓN: Inversión a corto plazo con alto riesgo cuyo objetivo es obtener ganancias rápidas y elevadas.

ESTADOS FINANCIEROS PRO FORMA: Estados Financieros proyectados a un periodo futuro.

FINANCIAMIENTO: Conjunto de recursos monetario tomados a préstamo para llevar a cabo una actividad económica y/o proyecto de inversión.

FUTURO: Contrato estandarizado, en plazo, monto, cantidad y calidad para comprar y/o vender un activo subyacente, a un cierto precio cuya liquidación se realizará en un fecha futura.

HORIZONTE DE INVERSIÓN: Tiempo de maduración de una inversión, puede ser a corto, mediano y largo plazo.

IPC: Índice de Precios y Cotizaciones, principal indicador del mercado accionario mexicano, esta compuesto por 35 emisoras de distintos sectores de la economía.

INVERSIONISTA AGRESIVO: Tiene mayor tolerancia al riesgo, por lo que prefiere incluir en su cartera de inversión un porcentaje elevado de títulos de renta variable.

INVERSIONISTA CONSERVADOR: Prácticamente canaliza el 100% de su cartera de inversión en instrumentos de deuda, dejando un porcentaje mínimo de liquidez para aprovechar las variaciones en las tasas de interés del mercado.

INVERSIÓN DE CARTERA: Conocida también como inversión de portafolio y/o indirecta. Se refiere a flujos de dinero que se invierten en mercados financieros con la intención de obtener rendimientos a través de los diferenciales entre las tasas de interés que ofrecen dichos mercados. Se caracterizan por ser inversiones altamente volátiles.

LIQUIDEZ: Facilidad, en tiempo, de un activo financiero para convertirse en efectivo.

MEDIA: Medida de tendencia central, en un portafolio de inversión, representa su rendimiento promedio.

MEXDER: Mercado Mexicano de Derivados, Sociedad que tiene por objeto proveer las instalaciones y demás servicios necesarios para que se coticen y negocien los contratos de futuros y opciones.

MIEMBRO: Socio de MEXDER autorizado para celebrar contratos de futuros y contratos de opciones ya sea en el carácter de Socio Liquidador o Socio Operador.

PORTAFOLIO: Inversión o conjunto de inversiones conformado por diversos instrumentos.

POSICIÓN CORTA: Posición sobre un contrato de futuro que mantiene un inversionista que se compromete a vender un bien subyacente.

POSICIÓN LARGA: Posición que mantiene el comprador en un contrato de futuro.

PRECIO FUTURO: Precio por unidad del activo subyacente acordado en un contrato de futuro en la fecha de celebración, mismo que se ajusta diariamente para registrar las pérdidas y ganancias.

RENDIMIENTO: Cambio de valor que registrar un activo en un periodo con respecto a su valor inicial.

RIESGO: Incertidumbre respecto al resultado futuro de una inversión. Mayor incertidumbre implica mayor riesgo.

SOCIO LIQUIDADOR: Fideicomiso, miembro del MEXDER, que participa en el patrimonio de la Cámara de compensación, tiene como finalidad celebrar y liquidar por

cuenta propia o de clientes, contratos de futuros y contratos de opciones, operados en Bolsa.

SOCIO OPERADOR: Miembro del MEXDER cuya función es actuar como comisionista de uno o más socios liquidadores en la celebración de contratos de futuros y contratos de opciones, operados en Bolsa.

SUBYACENTE: Bien o índice de referencia, objeto de un contrato de futuro o de un contrato de opción, operado en Bolsa.

VALOR EN RIEGO (VAR): Es una medida estadística de riesgo de mercado que estima la pérdida máxima que podría registrar un portafolios (inversión) en un intervalo de tiempo y con cierto nivel de probabilidad o confianza.

VOLATILIDAD: Grado de fluctuación que manifiesta el precio de un bien o subyacente a través del tiempo.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS:

- ✗ BARRAGAN Codina, José N. y PAGÁN, José A. **ADMINISTRACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS Retos y problemas ante la Nueva Economía Global.** México: TRILLAS, 2002.
- ✗ **BASES DE LA CONSULTA NACIONAL PARA LA ESTRATEGIA PyME 2001-2006.** México: SECONOMIA/ SUBSECRETARIA PARA LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA/ FUNDES, Marzo de 2001.
- ✗ BENDESKY B., León y GODINEZ Z., Víctor Manuel. **LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN CHILE, COREA Y ESPAÑA: EXPERIENCIAS ÚTILES PARA MÉXICO.** México: IMEF, 1991.
- ✗ CABELLO, Alejandra. **GLOBALIZACIÓN Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERAS Y LA BOLSA MEXICANA DE VALORES: DEL AUGE A LA CRISIS.** México; PLAZA y VALDES, 1996.
- ✗ CARO R, Efrain. Et al. **EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO.** México: ARIEL DIVULGACIÓN, 1994.
- ✗ CORREA, Eugenia. **GLOBALIDAD, CRISIS Y REFORMA MONETARIA.** México: PORRUA, 1999.
- ✗ CEBALLOS PIEDRA, Adalberto. **LA ECONOMÍA MEXICANA EN EL CONTEXTO DE LA GLOBALIZACIÓN.** México; Universidad Veracruzana, 1997. Citado por ZORRILLA Salgador, Juan Pablo.
- ✗ DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS, Juan. **INGENIERIA FINANCIERA.** México; MC GRAW HILL, 1998.
- ✗ GALITZ, Lawrence. **INGENIERIA FINANCIERA II. Cómo interpretar y valorar correctamente los nuevos desarrollos financieros.** Barcelona; FOLIO, 1994.
- ✗ GALLARDO CERVANTES, Juan. **EVALUACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA. Proyectos y portafolios de inversión bajo condiciones de riesgo.** México; UNAM, 2002.
- ✗ GIRÓN Alicia y CORREA Eugenia. **CRISIS FINANCIERA: Mercado sin fronteras.** México: EL CABALLITO, 1998.
- ✗ LARA HARO, Alfonso De. **MEDICIÓN Y CONTROL DE RIESGOS FINANCIEROS.** México; LIMUSA, 2005.
- ✗ HEYMAN, Thimoty. **INVERSIÓN EN LA GLOBALIZACIÓN.** México: BMV/ITAM, 1998.
- ✗ Huerta, G. Arturo. **LA GLOBALIZACIÓN CAUSA DE LA CRISIS ASIÁTICA Y MEXICANA.** México; DIANA, 1998.
- ✗ JORION, Philippe. **VALOR EN RIESGO EL NUEVO PARADIGMA PARA EL CONTROL DE RIESGOS CON DERIVADOS.** México: LIMUSA, 1999.
- ✗ MANSELL CARSTENS, Catherine. **LAS NUEVAS FINANZAS EN MÉXICO.** México; MILENIO, 1990.
- ✗ MAYA AMBIA, Carlos. **MEXICO EN AMERICA, GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y MERCADOS DE VALORES: PROBLEMAS Y PERSPECTIVAS PARA**

- AMÉRICA LATINA.** México; PLAZA y VALDES, 1998.
- ✘ MAZA Pereda, Antonio. **CAUSAS DE LA DESAPARICION DE LA MICRO Y PEQUEÑA EMPRESA.** México: IPE/ COPARMEX/ FUNDES, 1998.
 - ✘ MORALES CASTRO, Arturo y MORALES CASTRO José Antonio. **INGENIERÍA FINANCIERA.** México; GASCA-SICCO, 2005.
 - ✘ MORALES CASTRO, Arturo. **PyMES FINANCIAMIENTO, INVERSIÓN Y ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS.** México; GASCA-SICCO, 2004.
 - ✘ PERDOMO Moreno, Abraham. **ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS.** México: THOMSON, 2003.
 - ✘ RAMOS SOLER, José A. STAKING, Alfonso et. al. **GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS UN ENFOQUE PRÁCTICO PARA PAÍSES LATINOAMERICANOS.** México; BID/G. SANTANDER, 1999.
 - ✘ PINEDA, Octavio Luis. **TÉCNICAS DE PRONÓSTICOS PARA LA TOMA DE DECISIONES EMPRESARIALES.** México; ALFA-OMEGA, 2002.
 - ✘ RUBLIK, Federico. **MÉXICO HACIA LA GLOBALIZACIÓN.** México: DIANA, 1992.
 - ✘ RIVERA RÍOS, Miguel Ángel. **MÉXICO EN LA ECONOMÍA GLOBAL Tecnología, Espacio e Instituciones (en búsqueda de opciones al neoliberalismo).** México; UNAM-JUS, 2000.
 - ✘ RODRIGUEZ de Castro. **INTRODUCCIÓN AL ANÁLISIS DE PRODUCTOS FINANCIEROS, FUTUROS, OPCIONES, FORWARDS, SWAPS.** México: LIMUSA, 1997.
 - ✘ SÁNCHEZ CERÓN, Carlos. **VALOR EN RIESGO Y OTRAS APROXIMACIONES.** México: VAR S. C., 2001.
 - ✘ SCHNEIDER-MORETTO, Louise. **MANUAL PARA DESARROLLAR UNA POLÍTICA PARA LA ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO.** Women´s World Banking, 2005. Tomado del sitio <http://www.swwb.org/spanish>
 - ✘ SEBASTIÁN, Luis De. **NEOLIBERALISMO GLOBAL: APUNTES CRÍTICOS DE ECONOMÍA INTERNACIONAL.** Madrid; TROTTA, 1997.
 - ✘ SILLER PAGAZA, Ma. Gabriela. **MEDICIÓN DEL RIESGO PAÍS PARA MÉXICO. Problemas del desarrollo. Vol. 32 Núm. 127.** México; IIEC-UNAM, OCTUBRE-DICIEMBRE 2001.
 - ✘ SILVESTRE Méndez, José. **PROBLEMAS ECONÓMICOS DE MÉXICO.** México: MC GRAW HILL, 1995.
 - ✘ VILARIÑO Sanz, Ángel. **TURBULENCIAS FINANCIERAS Y RIESGOS DE MERCADO.** España: PRENTICE HALL, 2001.
 - ✘ TILLY, Richard and WELFENS, Paul. **ECONOMIC GLOBALIZATION INTERNATIONAL ORGANIZATIONS AND CRISIS MANAGEMENT.** Germany; SPRINGEN, 2000.
 - ✘ ZORRILLA Salgador, Juan Pablo. **LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS EN LAS PYMES DE EXPORTACIÓN. ESTUDIO DE CASO ZONA CONURBADA VERACRUZ-BOCA DEL RÍO.** Tesis Profesional. México; Xalapa-Enríquez, Ver. 2003.

PUBLICACIONES PERIÓDICAS:

- ✘ ANGUIANO ROCH, Eugenio. "MEXICO Y LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA". México; FORO INTERNACIONAL, Abril-Junio del 2000.
- ✘ "CENSOS ECONÓMICOS RESULTADOS GENERALES 1999 Y 2004". México; INEGI, 2000 y 2005.
- ✘ DE LA FUENTE, José. "¿QUÉ SON LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS?" México; CONTADURÍA PÚBLICA. Noviembre de 1999.
- ✘ Diario Oficial de la Federación 18 de febrero de 2005.
- ✘ Editorial Diana, S. A. de C. V. "INFORME FINANCIERO TRIMESTRAL. TRIMESTRE I, II, III y IV DEL 2000 AL 2006." México; Bolsa Mexicana de Valores, 2000-2006.
- ✘ Editorial Diana, S. A. de C. V. "REPORTE ANUAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2001, 2002, 2003 y 2004". México; Bolsa México de Valores, 2001-2004.
- ✘ "EL PROCESO DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO". México; EL MERCADO DE VALORES, Julio de 1992.
- ✘ "ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE DERIVADOS DE LA A A LA Z". México; MEXDER /ASIGNA, 1999.
- ✘ GÓMEZ CARDOSO, Alfonso. "ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS".. México; CONTADURÍA PÚBLICA, Noviembre de 1999.
- ✘ GONZÁLEZ-ARÉCHIGA, Bernardo. "MANEJANDO LOS RIESGOS FINANCIEROS EN MÉXICO CON EL MEXDER. México; CONTADURÍA PÚBLICA, Noviembre de 1999.
- ✘ LANZAGORTA, Joan. "SIN RIESGO NO HAY GANANCIA". México; INVERSIONISTA, PREMIERE, Abril 2005.
- ✘ "NUEVA ESTRATIFICACIÓN PARA LAS EMPRESAS MICRO, PEQUEÑA, MEDIANA Y GRANDE EN LOS SECTORES MANUFACTURERO, COMERCIO Y SERVICIOS". México; EL MERCADO DE VALORES NAFIN, Marzo de 2001.
- ✘ Ortiz Dietz Edgar. ANUARIO ESTADÍSTICO DE MÉXICO. México; 2004.
- ✘ PÉREZ PORRÚA, Juan M. y KUHN, Michel. "ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS; Un área en la que ya no cabe la improvisación". México; SOLUCIONES AVANZADAS. NAFIN, 15 de Enero de 1997. Tomado del sitio: <http://www.fcencias.unam.mx/revista/soluciones/SA41/valmex.html>
- ✘ "UN NUEVO MERCADO PARA ADMINISTRAR RIESGOS FINANCIEROS". México; MEXDER/ASIGNA, 1999.
- ✘ VENEGAS-MARTÍNEZ, Francisco y CARRILLO RIVERA, Jorge Miguel. "CAMBIO TECNOLÓGICO EN LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS: EL CASO MEXICANO". Revista Mexicana de Economía y Finanzas. Vol. I. No. 4. México: ITEM, Diciembre 2002.

OTRAS FUENTES:

- ✂ "Acuerdo por el que se establecen las Reglas de operación para el Otorgamiento de Apoyos del Fondo de Apoyo para la Micro, Pequeña y Mediana empresa". México; D.O.F. Febrero de 2005.
- ✂ ANDERSEN, Arthur. **DICCIONARIO DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS.** España; ESPASA, 1999.
- ✂ Circular 1423. "Disposiciones de carácter prudencial en materia de Administración Integral de Riesgos". México; CNBV, Enero 1999.
- ✂ **DICCIONARIO ENCICLOPÉDICO DE ECONOMÍA TOMO VII.** España; PLANETA, 1980.
- ✂ "Ley del Impuesto Sobre la Renta". México; DOF, Diciembre 2005.
- ✂ "Ley Federal de los Derechos del Contribuyente".
Del sitio: www.solucionpymes.com
- ✂ "Ley para el desarrollo de la competitividad de la micro, pequeña y mediana empresa". México, DOF. Diciembre 2002.
- ✂ TAMAYO Y T Mario. **EL PROCESO DE LA INVESTIGACION CIENTÍFICA.** México: LIMUSA, 1996.
- ✂ VIZCARRAGA CIFUENTES, José Luis. **DICCIONARIO DE TÉRMINOS ECONÓMICOS.** México, 2001.
- ✂ ZORRILLA A, Santiago. **GUIA PARA ELABORAR LA TESIS.** México: MC GRAW HILL, 1996.

PÁGINAS EN INTERNET:

- ✂ www.banamex.com/esp/finanzas/historicos/economia_int/ei_riesgo_pais.jsp
- ✂ www.banxico.org.mx
- ✂ www.bmv.com.mx
- ✂ www.cipi.gob.mx
- ✂ www.eluniversal.com.mx
- ✂ www.ey.com
- ✂ www.fomentopyme.seconomía.gob.mx
- ✂ www.fcencias.unam.mx/revista/soluciones/SA41/valmex.html
- ✂ www.fundes.org
- ✂ www.ilustrados.com
- ✂ www.imss.gob.mx
- ✂ www.kpmg.com.mx
- ✂ www.mexder.com.mx
- ✂ www.pwcglobal.com
- ✂ www.solucionpymes.com
- ✂ www.swwb.org/spanish
- ✂ www.nafin.com.mx
- ✂ www.cnbv.org.com