



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**  
PROGRAMA DE MAESTRÍA Y DOCTORADO EN INGENIERÍA  
SISTEMAS – OPTIMIZACIÓN FINANCIERA

ESTRATEGIA FINANCIERA PARA LA INCORPORACIÓN DEL CAPITAL DE RIESGO EN  
LAS PYMES: USO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA PROMOTORA DE INVERSIÓN

**TESIS**

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:  
MAESTRO EN INGENIERÍA

PRESENTA:  
JESÚS ALEJANDRO LÓPEZ SÁNCHEZ

TUTOR  
M.C. JORGE ELIÉCER SÁNCHEZ CERÓN  
FACULTAD DE INGENIERÍA

MÉXICO, D. F. OCTUBRE 2015



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.

**JURADO ASIGNADO:**

Presidente: Dra. Aguilar Juárez Isabel Patricia

Secretario: Dr. Ortiz Calisto Edgar

Vocal: M.C. Sánchez Cerón Jorge Eliecer

1<sup>er.</sup> Suplente: Dr. Reyes Zárate Francisco Javier

2<sup>do.</sup> Suplente: M.I. Téllez Ballesteros Susana

Lugar o lugares donde se realizó la tesis: Posgrado de Ingeniería

**TUTOR DE TESIS:**

M.C. Sánchez Cerón Jorge Eliecer

-----  
**FIRMA**

## ***Agradecimientos***

**A mi Madre,**

*Por enseñarme a nunca darme por vencido, y hacerme ver que no hay imposibles y que todo lo puedo alcanzar esforzándome.*

**A mi Hermano,**

*Quien es el motor de mi vida y por quien mejoro día con día para ser un gran ejemplo a seguir para él.*

**A mi tío Gabriel,**

*Mi tutor de toda la vida y quien creyó en mi desde pequeño, y me hizo centrarme en el camino que elegí.*

**A mi Padre,**

*Qué me enseñó que la disciplina es la mejor forma de alcanzar mis metas.*

**A mis Amigos,**

*Quienes me han brindado su apoyo en mis logros y obstáculos en este trayecto, me han visto caer y aun así se mantuvieron a mi lado.*

**A Dios,**

*Por darme la fuerza de voluntad para nunca detenerme ante las adversidades.*

**Al CONACYT,**

*Por brindarme su apoyo durante el posgrado para cumplir con este logro más en mi vida profesional.*

**A mis Tutor y Profesores,**

*Por compartir sus enseñanzas tanto profesionales como académicas, sin ellos no estaría alcanzado el éxito laboral y profesional de hoy en día.*

# Contenido

Introducción.....	9
I. Panorama General de las PyMEs en México.....	12
1.1 Participación en América Latina .....	12
1.2 Impacto Económico en México .....	14
1.3 Clasificación de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas .....	15
1.4 Financiamiento en las PyMEs.....	18
1.5 Programas Gubernamentales de Apoyo .....	20
II. Capital de Riesgo en México .....	26
2.1 El Sistema Financiero Mexicano .....	26
2.2 Capital de Riesgo .....	29
2.2.1 Funcionamiento del Capital de Riesgo .....	32
2.2.2 Inversores Ángeles y Entidades del Capital de Riesgo .....	34
2.2.3 Estructura del Capital de Riesgo .....	36
2.2.4 Tipos de Operaciones en el Capital de Riesgo .....	37
2.2.5 Ventajas y Desventajas del Capital de Riesgo .....	37
2.3 Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión .....	39
2.4 La Ley del Mercado de Valores para la SAPI .....	41
2.5 Emisión de Acciones.....	45
2.5.1 Procedimiento para la Emisión de Acciones .....	46
2.5.2 Tarifas y Comisiones en la Colocación de Acciones .....	49
III. Estrategia Financiera para la Incorporación del Capital de Riesgo en PyMEs.....	51
3.1 Aspectos Básicos para la SAPI.....	51
3.1.1 Institucionalización .....	51
3.1.2 El Gobierno Corporativo.....	52
3.2 Modelo de Estrategia Financiera .....	54
3.3 Etapa I: Estructuración de Objetivos Corporativos.....	60
3.3.1 La Matriz FODA .....	62
3.3.2 La Matriz Estratégica .....	63
3.3.3 Matriz de Priorización .....	65

3.3.4 Alineación de Objetivos Corporativos y Participantes en la Toma de Decisiones	66
3.4 Etapa II: Seguimiento y Control de Objetivos Corporativos	67
3.4.1 Emisión de Información Financiera	68
3.4.2 Presupuestos	70
3.4.3 La Planeación Financiera	76
3.4.4 Vigilancia y Seguimiento de Planes por la Dirección	76
3.5 Etapa III: Incorporación del Capital de Riesgo y Optimación de la Estructura de Capital	78
3.5.1 Indicadores Financieros	79
3.5.2 Determinación del Valor de las Acciones	83
3.5.3 Determinación de la Estructura del Capital	84
3.5.4 Capital Asset Pricing Model	90
3.5.5 Weighted Average Cost of Capital	94
3.5.6 El Valor de la Empresa como métrica de la Estrategia Financiera	95
IV. Simulación de la Estrategia Financiera a Inmobiliaria S.A. de C.V.	96
4.1 Valuación de la Empresa sin efecto de la Estrategia Financiera	96
4.1.1 Empresa Inmobiliaria	96
4.1.2 Análisis FODA	97
4.1.3 Análisis Financiero	100
4.1.4 Cálculo WACC	102
4.1.5 Valor de la Empresa	103
4.2 Valuación de la Empresa con efecto de la Estrategia Financiera	106
4.2.1 Incremento del Capital Social	106
4.2.2 Estructura de Capital Óptima	107
V. Conclusiones	112
VI. Recomendaciones	115
Bibliografía	117

# INDICE DE FIGURAS

Figura 1. Simplificación del Proceso del Sistema Financiero Mexicano .....	27
Figura 2. Estructura del Sistema Financiero Mexicano .....	27
Figura 3. Relación entre riesgo y grado de madurez de la empresa respecto a diferentes tipos de inversores. ....	32
Figura 4. El mercado de Capital de Riesgo .....	33
Figura 5. Proceso de Transición de las PyMEs a la Bolsa Mexicana de Valores .....	41
Figura 6. Ámbito de competencia de las dos legislaciones para los modelos societarios.....	45
Figura 7. Trámites en días hábiles para un programa de colocación. ....	49
Figura 8. Modelo de Gobierno Corporativo.....	55
Figura 9. Interrelación de los integrantes del Gobierno Corporativo en una PyME.....	56
Figura 10. Estructura de la Estrategia Financiera.....	57
Figura 11. Niveles de Institucionalización. ....	58
Figura 12. Modelo de Estrategia Financiera para la Institucionalización PyME .....	60
Figura 13. Curva de experiencia de la Planificación Estratégica en las empresas.....	62
Figura 14. Matriz de Priorización. ....	65
Figura 15. Integración de la Planeación Estratégica y el Gobierno Corporativo .....	66
Figura 16. Estructura del Balance General.....	69
Figura 17. Estructura del Estado de Resultados.....	69
Figura 18. Estructura del Flujo de Efectivo .....	70
Figura 19. Etapas del proceso presupuestario.....	73
Figura 20. Vigilancia y Seguimiento de los Objetivos Corporativos. ....	77
Figura 21. Integración del Capital de Riesgo en las PyMEs. ....	78
Figura 22. Estructura financiera y de capital.....	85
Figura 23. Empresa totalmente financiada con Capital .....	85
Figura 24. Empresa apalancada. ....	86
Figura 25. Cantidad óptima de deuda y el Valor de la Empresa. ....	88
Figura 26. Efecto de la Estrategia Financiera. ....	89
Figura 27. Optimización del Valor de la Empresa por la Estrategia Financiera en relación al Capital de Riesgo. ....	89

Figura 28. Estructura óptima de Capital – Deuda en relación a la WACC. ....	90
Figura 29. Organigrama Inmobiliaria S.A. de C.V. ....	97
Figura 30. Análisis FODA de Inmobiliaria S.A. de C.V. ....	98
Figura 31. Indicadores de Rentabilidad de Inmobiliaria S.A. de C.V.....	100
Figura 32. Indicadores Financieros de Inmobiliaria S.A. de C.V. ....	101
Figura 33. Ingresos, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo de Inmobiliaria S.A. de C.V.....	101
Figura 34. Ingresos, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo de Inmobiliaria S.A. de C.V.....	102
Figura 35. Estructura Financiera de Inmobiliaria S.A. de C.V. ....	102
Figura 36. Tasa de Capital de Inmobiliaria S.A de C.V. ....	103
Figura 37. Proyección de Ingresos de Inmobiliaria S.A. de C.V. ....	104
Figura 38. Modelo Financiero de Inmobiliaria S.A. de C.V. ....	105
Figura 39. Efectos en la Tasa de Capital por incremento de Capital Social.....	106
Figura 40. Efecto en el Valor de la Empresa por Incremento de Capital Social. ....	107
Figura 41. Sensibilización de la WACC respecto al incremento de Capital Social. ....	108
Figura 42. Sensibilización de la WACC incluyendo el efecto de la Deuda. ....	110
Figura 43. Sensibilización de la WACC incluyendo el efecto de la Deuda sin alterar el Capital Social. .....	111



## INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Participación Total de las Pequeñas y Medianas Empresas en el Total de la Economía Formal.....	13
Tabla 2. Clasificación de las Empresas en México de acuerdo al personal ocupado y sus ventas anuales .....	16
Tabla 3. Clasificación PyME, SECOFI 1985 .....	16
Tabla 4. Estratificación de empresas publicada en el Diario Oficial de la Federación 1999 y 2002 ...	17
Tabla 5. Estratificación de empresas publicadas en el Diario Oficial de la Federación 2009 .....	17
Tabla 6. Ventajas de la financiación por medio del Capital de Riesgo. ....	38
Tabla 7. Desventajas de la financiación por medio del Capital de Riesgo.....	39
Tabla 8. Tarifas y Comisiones que se pagan en la Bolsa Mexicana de Valores.....	49
Tabla 9. Aportaciones que las Casas de Bolsa deben entregar a organismos sobre el monto de sus operaciones de compra – venta. ....	50
Tabla 10. Tarifas INDEVAL en emisión de acciones y obligaciones. ....	50
Tabla 11. Crecimientos Reales de Inmobiliaria S.A. de C.V. ....	104

## Introducción

En los recientes años, la creación de empresas y el incremento de nuevos emprendedores representan una solución parcial al alto índice de desempleo que persiste en las nuevas generaciones de profesionistas quienes no encuentran espacios en las grandes multinacionales situadas dentro del territorio nacional.

En efecto, las nuevas empresas al ser conformadas se originaron como Micro, Pequeñas o Medianas empresas (PyMEs), antes de transformarse en grandes. Las expectativas de vida de este particular segmento de empresas no suele ser larga, quedándose en el intento de alcanzar la madurez y convertirse en una empresa grande.

Los esfuerzos realizados por el Gobierno Federal a través de sus instituciones no han conseguido la disminución del cierre de PyMEs. La desorganización, la falta de controles y de reacción ante situaciones económicas adversas, y la falta de planeación han sido factores determinantes para guiarlas hacia su desaparición.

Los financiamientos por parte de la banca comercial han tenido gran influencia en conjunto con el Gobierno Federal, para la adquisición de créditos bancarios relativamente más flexibles en el tema de tasas y monto a otorgar; sin embargo, la falta de visión, definición de acciones y claridad sobre el futuro de la empresa, hacen que el dinero suministrado proveniente del banco o programas gubernamentales sea infructífero a largo plazo.

La problemática principal de la PyME se debe a la integración de diversos factores, como son: la falta de apoyo por parte del gobierno para la perduración de la empresa, financiamiento escaso o caro, conflicto de interés entre los tomadores de decisiones, así como la desorganización en la estructura de la empresa. Todo este conjunto de factores limitan la expectativa de vida y crecimiento potencial de la empresa, incrementando su riesgo y a su vez aversión por parte de inversionistas de colocar sus fondos en este tipo de empresas obligándolas a desaparecer en un periodo corto de vida.

El objetivo del presente trabajo consiste en incorporar el Capital de Riesgo en las PyMEs para propiciar su desarrollo mejorando su valor y rendimiento, a través de una estrategia financiera hecha con diversas herramientas no natas de finanzas, analizando el impacto en el valor como medida de eficiencia simulado en una empresa mediana inmobiliaria pues estas herramientas presentes en áreas de la administración, finanzas y derecho; organizan, controlan y construyen un camino sólido hacia la profesionalización de la dirección e institucionalización de la empresa. Así mismo, permitirá corroborar o rechazar la hipótesis global del trabajo la cual busca verificar si al incluir este tipo de financiamiento en la Estructura de Capital de una PyME optimizará su relación deuda – capital, incrementado su rentabilidad (Valor de la Empresa) y mejorando su rendimiento (*Weighted Average Capital Cost* o Costo Promedio Ponderado de Capital).

La estrategia se basa en una figura jurídica creada en el año 2007, Sociedad Anónima Promotora de Inversión, cuyo propósito original era acercar a las buenas prácticas del Gobierno Corporativo, e incorporar a las PyMEs a la Bolsa Mexicana de Valores. La Estrategia Financiera toma aspectos legales y de buenas prácticas (Gobierno Corporativo) para su desarrollo, logrando en un periodo de tiempo la incorporación de nuevos accionistas a la PyME, separando los intereses particulares de la empresa y de la familia de los accionistas. Este nuevo conjunto de accionistas se logra a través de la atracción de Capital de Riesgo o también llamado Privado. A pesar de la nueva incursión de Capital Social, la optimización del financiamiento no se logra de manera limpia; el incremento de valor se logra con la combinación de un determinado nivel de deuda y capital, que maximice en condiciones permisibles de la empresa su valor, bajo la Teoría de Modigliani y Miller (1958).

El capítulo I, explica la importancia y el estudio de la PyMEs, el desarrollo que han tenido en los últimos años así como sus principales fallas y limitantes que impiden su camino a convertirse en grandes empresas.

En el capítulo II, se plasma todo aquello relacionado a la figura jurídica Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI), es decir, bajo qué ley se rige y su posición en el

Sistema Financiero Mexicano, además de revisar los organismos que la vigilan para su adecuado cumplimiento. De igual forma, se revisan los instrumentos financieros que servirán para desarrollar toda la estrategia propuesta para que una PyME tenga acceso al financiamiento al Capital de Riesgo mediante la figura jurídica SAPI.

El capítulo III, describe la construcción, las bases y las herramientas empleadas así como la formalización de la estrategia financiera propuesta. En él, se abarca la importancia del tiempo para que de manera paulatina la PyME vaya evolucionando para consolidarse con el nuevo financiamiento de Capital de Riesgo, alineando los objetivos que tiene el propietario como los propios del Capital de Riesgo. Finalmente, en el último capítulo se simula la estrategia financiera en una mediana empresa inmobiliaria para determinar si crea o destruye valor el modelo propuesto en el presente trabajo.

# I. Panorama General de las PyMEs en México

## 1.1 Participación en América Latina

En los recientes años han aparecido innovaciones tecnológicas a nivel mundial trayendo consigo la creación de nuevos mercados; por ejemplo, con la introducción del Smartphone se crearon empresas especializadas en el desarrollo de aplicaciones, por ello, nuevos empresarios buscaron ingresar a este mercado. No obstante ¿cuántos de estos nuevos empresarios serán capaces de sobrepasar las barreras impuestas por el propio mercado al que desean ingresar? Cada año las empresas mueren en el intento de consolidarse como una opción más para el consumidor: las PyMEs.

Las Micro, Pequeñas y Medianas empresas, estas dos últimas comúnmente llamadas PyMEs<sup>1</sup>, han adquirido importancia a nivel mundial debido a su capacidad para amortizar el aumento del desempleo y la caída de la producción, además de su integración con el desarrollo de la región en donde se localizan (Rosario, 2004). Los esfuerzos hechos por los gobiernos de cada país para impedir su inevitable declive no han sido suficientes para solucionar la totalidad del problema, en consecuencia, el porcentaje de PyMEs que desaparecen es casi proporcional a la misma razón con la que estas son creadas.

Las PyMEs, cuentan con particularidades únicas que contribuyen a la generación de más de la mitad del empleo y en proporción menor al Producto Interno Bruto (PIB) de cada país. El porcentaje de predominación de PyMEs en América Latina, según estadísticas del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI, 2009), oscila entre 95 y 99 por ciento en todo el territorio nacional, del cual de este porcentaje entre 60 y 90 por ciento son Microempresas.

En la Tabla 1 se encuentra el porcentaje de empresas PyMEs de cada uno de los países más representativos de América Latina; no se incluye a las Microempresas. Como se observa, el porcentaje deja muy por debajo a México con respecto a los demás; esto es debido a que en México se concentra gran cantidad de Microempresas establecidas de manera informal. En los países que tienen un porcentaje relativamente pequeño de PyMEs,

---

<sup>1</sup> En algunas instituciones han incluido las Microempresas creando el concepto MiPyME

como es el caso de México; indica que gran porcentaje de sus empresas está conformado en mayor cantidad por empresas Micro.

**Tabla 1.** Participación Total de las Pequeñas y Medianas Empresas en el Total de la Economía Formal

<b>País</b>	<b>% de PyMEs en la Economía</b>	<b>% Contribución al Empleo</b>	<b>% Ventas Totales en la Economía</b>	<b>%Exportaciones</b>
<i>Argentina</i>	26.8	43.6	41.0	8.4
<i>Brasil</i>	15.4	42.6	25.9	12.5
<i>Chile</i>	17.2	21.2	18.3	2.2
<i>Colombia</i>	3.8	32.0	17.1	No Disponible
<i>Ecuador</i>	44.3	24.0	15.9	Menos de 2
<i>El Salvador</i>	8.2	27.7	34.3	Menos de 2
<i>México</i>	4.3	30.8	26.0	Menos de 5
<i>Perú</i>	1.9	11.9	27.0	Menos de 2
<i>Uruguay</i>	21.1	47.0	No Disponible	No Disponible
Cifras Expresadas en Porcentaje				

Fuente: Ferrato y Stumpo (2010), "Políticas de apoyo a las PyMEs en América Latina" CEPAL.

En cuanto al tema de exportaciones, las PyMEs tienen la particularidad de mantenerse en el mercado local, como se nota en la tabla anterior, el porcentaje de la mayoría de los países no alcanza el 5 por ciento de las exportaciones, a excepción de Brasil y Argentina con un 12.5 y 8.4 por ciento respectivamente.

## 1.2 Impacto Económico en México

Una vez identificada la importancia de las PyMEs en los demás países de América Latina es preciso analizar la situación en México. En México, se cuenta con un abundante número de Microempresas, la mayoría informales, y en menor proporción Pequeñas y Medianas empresas, pero aún por encima del número de empresas consideradas como grandes; no obstante, las empresas grandes son las que cuentan con un crecimiento dinámico a pesar de ello su contribución al PIB es prácticamente nulo puesto que su objetivo es la expansión a través de operaciones en el mercado extranjero. Las nuevas políticas de apoyo a PyMEs, incluyendo los programas de apoyo, están direccionados a la creación de nuevas empresas en lugar de ayudar a las ya existentes, a través de la generación de oportunidades para su desarrollo. Si se mantuviera la tendencia de este tipo de políticas dirigidas a la creación de nuevas empresas, se necesitaría para el incremento del Producto Interno Bruto en un punto por ciento de 273,000 Microempresas, en cambio si se considera el desarrollo y crecimiento de medianas empresas a grandes se requeriría de 105 unidades (Álvaro, 2012).

Actualmente las PyMEs han sido los protagonistas de los créditos proporcionados por la banca comercial, proporcionando créditos con elevadas tasas de interés junto con largos esquemas de pago. La falta de administración las hace inviables para atraer inversionistas, esto debido al alto riesgo que representan para su inversión. Los gobiernos buscan formas de sostener las MiPyMEs, sin embargo, los recursos de la banca de fomento son escasos y restringidos, pues para acceder a ellos se requiere cierto nivel de organización. Los programas de apoyo no abarcan el porcentaje demandado de las empresas en deterioro.

En los datos presentados por el INEGI (2009), en México se tienen aproximadamente 4 millones 15 mil unidades empresariales, de las cuales 99.8 por ciento son empresas Micro; generando el 52 por ciento del PIB y 73 por ciento del empleo del país. A pesar del elevado porcentaje existente de empresas Micro, su información es difusa, ya que la mayoría de ellas se encuentra en la informalidad.

La tasa de mortalidad de las PyMEs mexicanas es elevada y aumenta en época de crisis, algunos autores describen que de las 200 mil empresas que anualmente se crean, únicamente 35 mil sobreviven dos años más tarde; de la cantidad sobreviviente, solo el 25 % tienen escasas oportunidades para desarrollarse y el 10 % cuentan con alguna oportunidad en la economía formal (INEGI, 2009). Por otro lado, en el caso de las microempresas se tiene que de cada diez que surgen, ocho desaparecen. De los números positivos a rescatar son que el 45 % de las PyMEs que sobreviven tienen presencia de 12 años o más en el mercado, mostrando experiencia y estabilidad en sus actividades.

### 1.3 Clasificación de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas

A lo largo de los años la manera de clasificar a las micro y PyMEs ha ido cambiando, no se logra obtener con certeza los criterios adecuados para homologarlas. En cada país varían los criterios; por ejemplo, en Estados Unidos las “*Small and Medium Enterprises*”, de acuerdo a *Small Business Administration (SBA)*<sup>2</sup>, son aquellas que cuentan con un número de empleados menor a 500 mientras que en el *National Institute of Statistics and Economic Studies (INSEE)* las considera como aquellas con menos de 250 empleados.

En la Tabla 2 se muestra la variación de 1988 a 1996 del número de empleados y el volumen de ventas. El número de empleados hasta 1996 se ha mantenido constante mientras que el volumen de ventas ha ido incrementando; no se estratificaba por sectores como se hace actualmente. El reconocimiento de las Micro, Pequeñas y Medianas empresas se dio en el año de 1978, cuando surgió el Programa de Apoyo Integral a la Industria Mediana y Pequeña (PAI) que clasificaba como pequeñas y medianas empresas a aquellas con un número de trabajadores entre 6 y 250 personas, menor a 6 trabajadores eran considerados como talleres artesanales.

---

<sup>2</sup>La SBA realiza una clasificación de acuerdo al tipo de negocio, en esta clasificación existen empresas con hasta 1000 empleados que siguen considerándose como SME



**Tabla 2.** Clasificación de las Empresas en México de acuerdo al personal ocupado y sus ventas anuales

<b>Estratos</b>	<b>Personal Ocupado</b>	<b>Ventas 1988</b>	<b>Ventas 1991</b>	<b>Ventas 1994</b>	<b>Ventas 1996</b>
<b>Micro</b>	1 – 15	Hasta \$ 400,000	Menos de \$ 530,000	Hasta \$ 900,000	Hasta \$ 1,500,000
<b>Pequeña</b>	16 – 100	Hasta \$ 1,115,000	Menos de \$ 5,300,000	Hasta \$ 9,000,000	Hasta \$ 15,000,000
<b>Mediana</b>	101 – 250	Hasta \$ 6,500,000	Menos de \$ 9,800,000	Hasta \$ 20,000,000	Hasta \$ 34,000,000
<b>Grande</b>	Más de 250	Más de \$ 6,500,000	Más de \$ 9,800,000	Más de \$ 20,000,000	Más de \$ 34,000,000

Fuente: Cota Yáñez (1997), “Las pequeñas y medianas empresas en el desarrollo económico de la región occidente”

En 1979, por medio del Plan Nacional de Desarrollo Industrial se clasificó las empresas solamente por la inversión en activo fijo; este debía ser hasta 200 veces el salario mínimo de esa época.<sup>3</sup> Fue hasta 1985 que la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial (SECOFI), ahora Secretaría de Economía, estableció mediante el programa para el Desarrollo Integral de la Industria Pequeña y Mediana tres rubros de acuerdo a su tamaño (Tabla 3).

**Tabla 3.** Clasificación PyME, SECOFI 1985

<b>Estratos</b>	<b>Personal Ocupado</b>	<b>Ventas 1985</b>
<b>Micro Industria</b>	1 – 15	Hasta \$ 30 millones de pesos.
<b>Industria Pequeña</b>	16 – 100	Hasta \$ 400 millones de pesos.
<b>Industria Mediana</b>	101 – 250	Hasta \$ 1,100 millones de pesos.

Fuente: Elaboración Propia con datos del INEGI 2009

Como se puede observar en la Tabla 3, anteriormente se consideraba el número de trabajadores y el volumen de ventas, esto siguió implementándose hasta Marzo de 1999 a partir de ahí sólo se consideró el número de trabajadores por sector: servicios, comercio y manufactura (Tabla 4).

<sup>3</sup> Equivalente a \$ 10 millones de pesos aquel periodo (INEGI, 2009)

**Tabla 4.** Estratificación de empresas publicada en el Diario Oficial de la Federación 1999 y 2002

Tamaño	Industria		Comercio		Servicios	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002
<b>Micro</b>	0 a 30	0 a 10	0 a 5	0 a 10	0 a 20	0 a 10
<b>Pequeña</b>	31 a 100	11 a 50	6 a 20	11 a 30	21 a 50	11 a 50
<b>Mediana</b>	101 a 500	51 a 250	21 a 100	31 a 100	51 a 100	51 a 100
<b>Grande</b>	501 en adelante	251 en adelante	101 en adelante	101 en adelante	101 en adelante	101 en adelante

Fuente: Elaboración Propia con datos del INEGI 2009

La más reciente clasificación, por parte de la Secretaría de Economía, fue hecha en el 2009; aquí se retomó el criterio de considerar el volumen de ventas y trabajadores, esto lo hace para evitar la discriminación en contra de empresas de intensiva mano de obra y empresas que tienen volumen de ventas relativamente altas.<sup>4</sup> En la Tabla 5 está la clasificación más reciente de las empresas según los criterios establecidos por la Secretaría de Economía. La estratificación considera otro aspecto más, el tope máximo combinado, es decir, una empresa sólo puede ser considerada dentro de cada rubro si no excede el tope que combina el número de trabajadores y las ventas anuales dada la siguiente fórmula:

$$\text{Tope Máximo Combinado} = (\text{Trabajadores}) \times 10\% + (\text{Ventas Anuales}) \times 90\%$$

**Tabla 5.** Estratificación de empresas publicadas en el Diario Oficial de la Federación 2009

Tamaño	Sector	Rango de número de trabajadores	Rango de monto de ventas anuales (mdp)	Tope máximo combinado
<b>Micro</b>	Todas	Hasta 10	Hasta \$ 4	4.6
<b>Pequeña</b>	Comercio	Desde 11 hasta 30	Desde \$ 4.01 hasta \$ 100	93
	Industria y Servicios	Desde 11 hasta 50		95
<b>Mediana</b>	Comercio	Desde 31 hasta 100	Desde \$ 100.01 hasta \$ 250	235
	Servicios	Desde 51 hasta 100		
	Industria	Desde 51 hasta 250	Desde \$ 100.01 hasta \$ 250	250

Fuente: Secretaría de Economía (2009)

<sup>4</sup> SE, Diario Oficial de la Federación 2009.

## 1.4 Financiamiento en las PyMEs

La aparición de nuevas tecnologías genera cambios importantes en los hábitos de los consumidores, se adquieren productos más sofisticados; por ende las empresas transnacionales invierten parte de sus ingresos en las áreas de Investigación y Desarrollo, además, invierten en equipo y maquinaria más eficiente, reduciendo sus costos al optimizar los procesos de producción con equipo de mayor tecnología (menor desperdicio en materia prima), e incrementando el volumen de sus unidades fabricadas. Adicionalmente, diversifican su gama de productos o servicios, creando a su vez mayor capacidad para adaptarse a los cambios del ambiente turbulento en el que se desarrollan. Todas estas características descritas son inexistentes en las PyMEs, pues requiere de mayor fondeo en activo circulante, fijo y capital de trabajo.

En principio de cuentas, una de las más fuertes problemáticas existentes en las PyMEs es que no existe homogenización sobre su clasificación, es decir, una definición sistemática debido a la variación del volumen de ventas y trabajadores de cada país, evitando poder crear políticas universales aplicables para evitar su desaparición. Otro de sus principales factores limitantes, de acuerdo a un estudio realizado por el Grupo Consultivo de Ayuda a los Pobres (CGAP) y el Grupo del Banco Mundial, es el **financiamiento**.

La escasez de fuentes de financiamiento bloquea las oportunidades de inversión y desarrollo de las PyMEs; como puede ser en el caso de inversión en activos fijos cuando se requiera aumentar su nivel de producción, o en financiar sus operaciones en el caso del capital de trabajo. Los bancos en la actualidad han establecido esquemas de financiamiento adaptados a PyMEs, sin embargo las tasas de interés son elevadas, los préstamos mínimos exigen cantidades por arriba de los requeridos. En el año 2010, el volumen financiero de préstamos a las PyMEs se estima que fue de \$ 10 billones de dólares, lo que equivale aproximadamente a dos tercios de la economía actual de Estados Unidos. En países con ingresos altos se destina para el préstamo de PyMEs un 13 por ciento del PIB, mientras que en países en desarrollo tan solo es el 3 por ciento (CGAP, 2010). Los programas de apoyo

van encaminados a proporcionar recursos en efectivo, la variedad de programas que existieron y existen actualmente son muy extensos, aunque muchos de ellos no llegan a tener gran difusión entre los pequeños y medianos empresarios.

En una encuesta realizada por el Banco de México (BANXICO), sólo alrededor del 32 por ciento de las PyMEs tiene un préstamo con una institución financiera a diferencia de las grandes empresas que representa un 52 por ciento, debido al riesgo no sistemático de las empresas.<sup>5</sup>

En los datos recopilados sobre las condiciones de las PyMEs por el Dr. Enrique Dussel Peters, muy similares a las presentadas por el Banco de México; destaca que de las PyMEs solo el 20 % tuvieron acceso a un crédito de la Banca Comercial, en comparación con el 60 % de las empresas grandes. Gran parte del financiamiento obtenido por parte de las PyMEs se deriva de sus proveedores en más del 60 % desde el año 2002 y continúa a la alza, disminuyendo el uso de la Banca Comercial, a diferencia de las grandes empresas donde se emplea más del 60 % en Banca Comercial y extranjera. Los recursos en ambos casos, PyMEs y empresas grandes, se destina al capital de trabajo. Por último, las PyMEs que decidieron no acceder al financiamiento de la Banca Comercial es debido a que las tasas de interés son demasiado elevadas, a la renuencia de la banca e incertidumbre de la situación financiera, rechazo de solicitudes y problemas de reestructuración financiera.

Alrededor del 72.5 % de las PyMEs son de carácter familiar. Los familiares trabajan de manera directa en la gestión de la empresa. La plantilla de trabajadores en las PyMEs, posee una educación de primaria y máxima hasta secundaria, puesto que sus procesos de selección en recursos humanos no exigen gente muy capacitada. Por el lado de los empresarios, estos tienen una preparación mucho mayor que alcanza el nivel licenciatura o superior. Como resultado del poco profesionalismo en sus actividades, no cuentan con esquemas de calidad; cerca del 80 % de las PyMEs no cuentan con certificación alguna y el 50 % de ellas no implementa técnicas enfocadas a la mejora de la calidad (Enrique, 2004).

---

<sup>5</sup> También denominado riesgo diversificable que es aquel propio de la empresa.

## 1.5 Programas Gubernamentales de Apoyo

El gobierno mexicano ha trabajado en construir lazos con el propósito de acercar las PyMEs a las instituciones financieras públicas y privadas, plantea facilitar las herramientas, técnicas y recursos por medio de las secretarías del gobierno, así como la Banca de Desarrollo y la Banca Comercial. Desde la década de 1950 a 1960 los Gobiernos han desarrollado medidas para el apoyo de las PyMEs, entre los cuales destacan: subsidios a la tasa de interés, créditos dirigidos, fondos de garantía, etc. Los mecanismos de seguimiento sobre el impacto y la evaluación de los programas impulsados por el gobierno mexicano son escasos. En México existe variedad de programas dirigidos a las PyMEs, administrados por las dependencias del Gobierno como son: la Secretaría de Economía (SE), Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT), Banco Nacional de Comercio Exterior (BANCOMEXT), Nacional Financiera (NAFINSA), entre otras. Estas entidades brindan apoyo especializado en diversos sectores de la Economía y a empresas con características distintas; el presupuesto que el Gobierno Federal les proporciona de igual manera es distinto en cada entidad.

En el periodo del año 2001 al 2006, de acuerdo con el reporte “Evaluación Impacto PyMEs del Caribe”, se invirtieron en México en programas de apoyo cerca de \$ 80 mil millones de dólares a un promedio de 3.7 millones de empresas, a través de un total de 151 programas dirigidos por diversas entidades públicas.

Nacional Financiera es considerada como la Banca de Desarrollo más grande del país, la cual contribuyó durante ese periodo a más de la mitad de los recursos totales en programas PyMEs. En segundo lugar se encuentra la Secretaría de Economía en términos de cobertura, ya que apoya a más de un millón de empresas, sin embargo solo proporciona el uno por ciento del total de los recursos.

La Secretaría de Economía destaca por ser quien abarca gran parte de la cobertura de las PyMEs. De los datos obtenidos del Observatorio PyME se tiene que de Enero a Julio 2012 contribuyó apoyando a 164,643 MiPyMEs y 97,777 emprendedores, dando lugar a 726,045 empleos formales. La Secretaría de Economía adicionalmente de la clasificación

comúnmente conocida de Micro, Pequeñas y Medianas Empresa, agrupa otro tipo de empresas: Nuevos Emprendedores, Empresas Gacelas y Empresas Tractoras.<sup>6</sup>

La Secretaría de Economía maneja una gran variedad de programas dentro de los cuales eran otorgados a Microempresas. El apoyo se realizaba mediante el programa denominado “Programa Nacional de Microempresas”, básicamente consistía en brindar tecnología más moderna a la ya instalada, con el propósito de fortalecer su capacidad y competitividad. El programa apoyó \$ 136.2 millones de pesos a 5,625 microempresas, de las cuales se incluyen abarrotes y misceláneas, panaderías, estéticas, artesanos, paradores turísticos, etc.; mediante los siguientes tres programas a destacar:

1. Programa Nacional de Modernización Integral de la Masa y la Tortilla (Mi tortilla)
2. Programa Nacional de Modernización Integral de Abarrotes y Misceláneas (Mi tienda)
3. Implementación de Proyectos de Modernización y Capacitación de la Tienda de Esquina “Súper Ya” y Estrategia de Modernización Integral 2012 para tiendas del sector abarrotero “Súper Canasto” y “Don Alaceno”.

El programa focalizado a las PyMEs se realizó mediante el programa Nacional de Producción, consistió en reforzar el Sistema Nacional de Garantías; se creó una Red Nacional de Asesores financieros quienes apoyaban a las empresas en su solicitud de crédito, también hubo fomento a los Intermediarios no Bancarios y finalmente, se estableció un programa para empresas afectadas por desastres naturales.

En el Sistema Nacional de Garantías se canalizaron durante el periodo de enero a julio del año 2012, recursos por un monto de \$ 2,660 millones de pesos, de esta cantidad se destinó el 73.3 % para la instrumentación, operación y fortalecimiento de los esquemas masivos de financiamiento de las PyMEs; el 11.3 % se utilizó para impulsar la recuperación económica de las empresas afectadas por algún desastre natural. Por último, el 15.4 % se

---

<sup>6</sup> Este tipo de empresas no serán abordadas en el trabajo, la razón son sus características específicas para su clasificación.

empleó para la incorporación de esquemas de financiamiento sectoriales para aquellos segmentos empresariales excluidos por la banca comercial. Por otra parte, el Programa de Desarrollo de Intermediarios Financieros Especializados no Bancarios, destinó en el mismo periodo \$ 43.1 millones de pesos, fortaleciendo a 590 intermediarios no bancarios entre los cuales se ubican las SOFOLES, SOFOMES, Uniones de Crédito y Fondos de Fomento Estatal.

En resumen, los programas apoyados por la Secretaría de Economía tienen como fin otorgar recursos sin medición del impacto en el desarrollo de las PyMEs. Otros tipos de programas pertenecen a la Nacional Financiera; en lo que abarcó del periodo de enero a julio del año 2012, otorgó financiamiento por hasta \$ 305,383 millones de pesos, de los cuales apoyó a 1, 017, 819 empresarios. El 26.6 % del total de los recursos, se destinó a empresas Micro, 45.4 % a Pequeñas y el restante 28 % a Medianas y Grandes empresas, en cuanto a sectores; se otorgó el 32.5 % al sector industrial, 45.1 % al comercio y el 22.4 % a servicios.

El programa de apoyo de mayor interés para el desarrollo de la Estrategia Financiera es el **Mercado de Deuda para Empresas**. Es un programa en el cual no se enfoca únicamente al financiamiento, es decir, no pretende entregar dinero a la empresa y que ella administre donde lo aplicará, sin importar si es o no para el funcionamiento de la empresa. El Mercado de Deuda para Empresas busca soluciones en las PyMEs de manera más integral y más sistemática, contempla la integración de un Gobierno Corporativo y que la empresa se institucionalice; para ello el Gobierno otorga los recursos a la empresa, de manera muy diferente a los otros programas ya tratados, pues estos se deben utilizar para el pago de servicios profesionales, equipamiento y sistemas (por ejemplo ERP) que las ayude a convertirse en candidatas de emisión de deuda de la Bolsa Mexicana de Valores.

El procedimiento para formar parte del programa de Mercado de Deuda para Empresas se realiza mediante convocatorias cada semestre; en el año 2012 se realizaron dos convocatorias, una en el mes de enero y otra en julio. En la Primera Convocatoria, se otorgó un apoyo de \$ 100 millones de pesos en beneficio a 10 empresas. El programa lo

integró la Secretaría de Economía, el Fondo de Capitalización e Inversión del Sector Rural (FOCIR), la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Endeavor México y la Asociación Mexicana de Capital Privado, A.C. (AMEXCAP) mediante el Fondo de Apoyo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa. El objetivo del programa, tal como se describe en su convocatoria es “financiar la institucionalización e instalación de gobierno corporativo en la empresa a través del pago de servicios profesionales, equipamiento y sistemas que ayuden a fortalecerla para que se convierta en candidato de emisión de deuda en la BMV” (Programa de Mercado de Deuda, 2012).

La entrada al programa de Mercado de Deuda para Empresas no es de manera directa; se establecieron en la convocatoria del año 2012 los siguientes requisitos:

1. Empresas en etapas de expansión o consolidación, cuyo objetivo sea un fortalecimiento institucional que les permita capitalizarse a través de la emisión de deuda en la BMV; que tengan intenciones de iniciar la implementación de este proyecto a más tardar en el primer trimestre de 2013 y de hacer una emisión de deuda en la BMV a más tardar en el primer trimestre de 2014.
2. Empresas que tengan ventas netas totales entre \$ 100 millones y \$ 250 millones de pesos en el ejercicio fiscal 2011, según sus Estados Financieros Auditados.
3. Cumplir con la estratificación de “mediana empresa” definida por la Secretaría de Economía en el Acuerdo por el que se establece la estratificación de las micro, pequeñas y medianas empresas, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 30 de junio de 2009, para efectos del artículo 3, fracción III, de la Ley para el Desarrollo de la Competitividad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa.
4. Que la suma de los resultados operativos de los dos últimos ejercicios fiscales arroje utilidades.
5. Empresas con historial de operación de al menos 3 años.
6. Contar con Estados Financieros Auditados de 2009, 2010 y 2011.
7. Empresas que estén al corriente en sus obligaciones fiscales.



8. Empresas con al menos \$ 25 millones de pesos de Capital Contable al cierre de 2011 y con la posibilidad de aumentar su Capital Contable a al menos \$ 50 millones de pesos antes de diciembre de 2013.
9. Empresas que no tengan estatus negativo grave en el buró de crédito.
10. Empresas formalmente constituidas en México, que no pertenezcan a un corporativo internacional o a un corporativo nacional en donde alguna de las entidades integrantes emita actualmente en la BMV o esté estratificada como empresa grande.
11. Las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple, las Sociedades Financieras de Objeto Limitado, las Sociedades Financieras Populares, y en general cualquier intermediario financiero, no serán candidatos de apoyo de éste programa.

Como se observa, la mayoría de estos requisitos en una PyME son prácticamente inexistentes. La convocatoria especifica la participación de empresas medianas, sin embargo el número de empresas medianas, sobre todo con cierto nivel de profesionalización, son escasas en México; la mayor proporción a nivel nacional existente es mayor en empresas Micro y Pequeñas, solventando el problema parcialmente, basta mencionar que en general, en las PyMEs es muy difícil contar con estados financieros básicos, menos aún estados financieros auditados. Es elemental contar con una inversión y capitalización planificada, pues de lo contrario el incremento de su Capital Contable no se logrará, cabe la posibilidad de contraer créditos a fin de lograr dicho objetivo, pero también incrementaría desmesuradamente sus pasivos. Como punto adicional las empresas a participar en el concurso requerirían al menos contar con una planeación estratégica que demuestre en su visión el prospecto de ser emisora de deuda. El resultado obtenido de la primera convocatoria del año 2012 la selección fue 9 empresas, contraponiendo este número de empresas ganadoras al número de PyMEs en México se queda muy por debajo de la demanda total existente; haciendo inviable, al menos en corto plazo, la solución a la mortandad de las PyMEs.

Los recursos no son a fondo perdido sino que es un préstamo que se irá devolviendo a FOCIR: comisión por apertura del 2 % sobre el monto a apoyar, el 0.5 % de las ventas de la empresa o el 10 % de las utilidades anuales, ajustado a la inflación, el plazo de la recuperación puede ser de 3 a 5 años de acuerdo a los establecido por el Comité de Selección y Operación.

En síntesis, para participar se requieren empresas sólidas, con buen nivel de organización, pues necesitaría establecer planeación tanto financiera como estratégica, contar con estados financieros auditados; pago de personal capacitado para hacerlo, siendo un gasto extra en las PyMEs. El Incrementar en dos años su Capital Contable al doble, significa que requerirá la PyME incluir a varios accionistas en su administración.

El Mercado de Valores es una alternativa a conseguir un financiamiento más limpio, barato y con integración de principios de buenas prácticas para las PyMEs. Brinda reputación, un mejor posicionamiento en el mercado, niveles de financiamiento más altos, y sobre todo fomenta el crecimiento de las empresas mexicanas. Sin embargo el programa de Mercado de Deuda es deficiente para abarcar la demanda de PyMEs en situaciones de quiebra.

## II. Capital de Riesgo en México

### 2.1 El Sistema Financiero Mexicano

La Bolsa Mexicana de Valores no opera de manera autónoma sino que forma parte de un vasto sistema denominado Sistema Financiero Mexicano para llevar a cabo sus transacciones y operaciones. El Sistema Financiero tiene la función de regular y vigilar el buen desempeño del Mercado de Valores. Lo encabeza instituciones reguladoras, de normatividad y de vigilancia. En primera instancia, son encargadas de transparentar la actividad, cuidar, así como de vigilar a todos los participantes del Mercado, con el fin de lograr el adecuado funcionamiento; como autoridades máximas lo encabezan la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y el Banco de México (BANXICO). En un segundo plano están las instituciones financieras como son: las aseguradoras, el sector bancario, las organizaciones auxiliares de crédito y el sector bursátil. Su descripción, funcionamiento y principales características serán descritas para lograr comprender la posición del Mercado de Valores dentro del sistema, sin embargo, debido a su amplitud algunos organismos sólo serán mencionados.

El Sistema Mexicano es la base para el desarrollo y funcionamiento de la economía del país. De acuerdo al Banco de México, un sistema financiero deber ser “estable, eficiente, competitivo e innovador, que contribuye a elevar el crecimiento económico sostenido y el bienestar de la población” (BANXICO, 2014). Principalmente se encarga de movilizar los diversos instrumentos financieros existentes, para fomentar y canalizar los ahorros mediante intermediarios y mercados financieros; pretende orientar el exceso de recursos de quienes tienen hacia aquellos que lo necesiten (financiamiento), mediante una prima de riesgo (premio) por sacrificar el uso del dinero en el presente a un futuro incierto; ese premio es la tasa de interés.

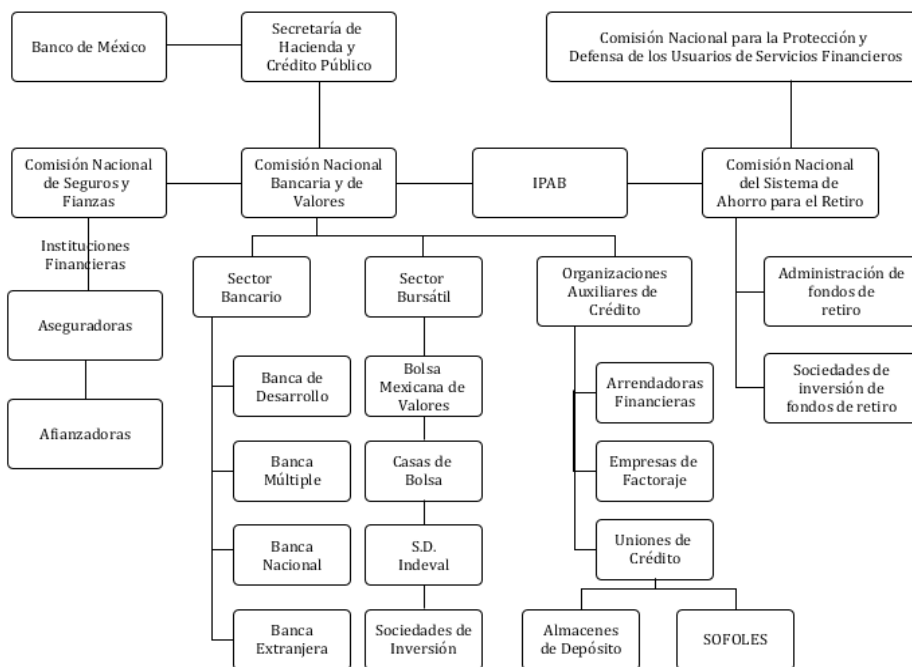
**Figura 1.** Simplificación del Proceso del Sistema Financiero Mexicano



Fuente: Elaboración Propia

Encabezando el Sistema Financiero se encuentra la SHCP, encargada en materia financiera y bancaria, de planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país. Dentro de sus facultades tiene el emitir normas que permitan regular a las oficinas de representación y las filiales de entidades financieras en el exterior, así como expedir reglamentos orgánicos de los bancos de desarrollo. En cuanto a materia bancaria y bursátil, se apoya en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

**Figura 2.** Estructura del Sistema Financiero Mexicano



Fuente: Ayala Brito & Becerril Sánchez (2011), “Finanzas Bursátiles”

El Banco de México es considerado como el banco central del país y es independiente del Gobierno Mexicano. Básicamente se encarga de la política monetaria del país, buscando mantener una inflación baja. El Banco de México promueve el sano desarrollo del Sistema Financiero y el adecuado funcionamiento del sistema de pagos. Emite normas en materia financiera para regular las operaciones de crédito, de depósito y los servicios que ofrecen los bancos y las casas de bolsa. Es un organismo autónomo por disposición constitucional. Su autonomía radica en los tres puntos siguientes: (Ayala Brito & Becerril Sánchez, 2011)

1. Independencia para determinar el volumen de crédito primario.
2. Independencia de las personas que integran su junta de gobierno.
3. Independencia administrativa como institución.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores es la encargada de vigilar y regular las entidades que forman parte del Sistema Financiero. Además, dentro de sus funciones está el autorizar a los intermediarios que deseen ingresar al mercado financiero. La CNBV regula a las siguientes entidades:

- Bancos (Instituciones de Crédito)
- Casas de Bolsa
- Sociedades de Inversión
- Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOL)
- Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMES)
- Arrendadoras Financieras
- Empresas de Factoraje Financiero
- Sociedades Financieras Populares (SOFIPOS)
- Sociedades Cooperativas de Ahorro y Préstamo.
- Registro Nacional de Valores

Entre otras autoridades a destacar son; el Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB), cuya finalidad es el proteger los depósitos que hacen los ahorradores en los bancos, esto es, si un banco llega a quebrar, el IPAB tiene la obligación de cubrir los depósitos que la persona haya efectuado en dicho banco por una cantidad de hasta 400,000 UDIS (Unidades de Inversión). Adicionalmente, establece los mecanismos para liquidar a los bancos en estado de quiebra; por último, se encarga de proveer apoyo financiero a los bancos con problemas de solvencia.

Finalmente, algunas de las autoridades incluidas en el Sistema Financiero de igual importancia son: la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF), Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF) y la Comisión Nacional del Sistema para el Retiro (CONSAR).

## **2.2 Capital de Riesgo**

El Capital de Riesgo no es propiamente perteneciente al Mercado de Valores, no está organizado ni mucho menos regulado, su negociación resulta del acuerdo entre las partes interesadas; constituye en cierto grado el principio para acceder a la Bolsa del Mercado de Valores. Propiamente, el Capital Privado o de Riesgo es un mercado fuera de la bolsa o también considerado como extrabursátil que brinda financiamiento alternativo a la banca tradicional de manera más atractiva y con mayores beneficios; entre ellos se destaca la participación de terceros sobre la administración de la empresa, generando una mayor reputación que le permite acceder y/o atraer a otros inversionistas al considerar que su inversión es más segura al haber gente apostando por la empresa. En las PyMEs tiene una participación muy relevante al brindar apoyo a empresas con potencial, no necesariamente hablando de empresas “gacela”<sup>7</sup> sino de empresas que han jugado un papel importante en la economía del país pero por infortunios no han alcanzado su máximo potencial.

El Capital de Riesgo ha crecido en países desarrollados como Estados Unidos, algunos países de Europa y Asia; sus pequeñas y medianas empresas se han visto favorecidas con los beneficios otorgados por este medio de financiamiento, tanto que

---

<sup>7</sup> Son aquellas empresas que tienen un crecimiento superior al promedio del sector que pertenecen.

empresas de renombre como el caso de Microsoft, FedEx, Home Depot, entre otras; han utilizado en sus inicios al Capital de Riesgo para su financiamiento. Su diferencia radica en que mientras el financiamiento tradicional como los bancos se convierten en pasivos para las empresas, el Capital de Riesgo forma parte del Capital Social implicando esto una alineación de visiones entre los inversionistas del Capital de Riesgo con los dueños de la empresa, es decir, generarle valor a la empresa.

Dentro de las cifras arrojadas sobre los éxitos obtenidos por el Capital de Riesgo en la empresas, encontramos que han tenido un crecimiento anual en el periodo del 2006 al 2008 en E.U. del 5.3 % en contraste con el 3.5 % del total de las organizaciones. En el periodo del 2007 a 2008 las ventas de empresas con Capital de Riesgo crecieron en un 21 % en comparación al 14 % de empresas listadas en la Bolsa de Valores y similar sucede en cuanto a las utilidades.<sup>8</sup> En el caso de México, en un estudio realizado por la empresa de servicios profesionales KPMG y la Asociación Mexicana de Capital Privado (AMEXCAP), se obtuvo que de 12 empresas que contaron con el Capital de Riesgo presentaron un incremento en su ventas de 4.5 veces; las compañías crecieron a una tasa anual promedio de 35.1 %, y su utilidad creció en un 5.79 veces. A lo que respecta a la creación de empleos, tuvo un múltiplo de crecimiento del 2.08.

Las PyMEs que deseen incluir en su Estructura de Capital este medio de financiamiento requieren tener una organización adecuada para permitir a los nuevos socios trabajar conjuntamente, sin conflictos de interés. En el Capital de Riesgo el inversionista desea incrementar el Valor de la Empresa, unificando su visión de valor con la visión de la empresa, ya que si la empresa fracasa el Capital de Riesgo también fracasa, dañando su reputación y perdiendo recursos por las restricciones que tendrá para la obtención de capital.

Una definición exacta y universal sobre el Capital de Riesgo no existe; sin embargo, podemos definirlo como aquel medio de financiamiento que proporciona recursos monetarios y/o conocimientos a medio y largo plazo de manera temporal, adquiriendo una

---

<sup>8</sup> Información de la National Venture Capital Association (NVCA)

participación, generalmente minoritaria, en la toma de decisiones de la administración de empresas de menor tamaño, PyMEs.

Indudablemente representa para el inversionista mayor riesgo su inversión sobre empresas en pleno crecimiento. De acuerdo a la relación de rendimiento – riesgo<sup>9</sup>, se dice que entre mayor riesgo sea aceptado por los inversionistas mayor será su premio o rendimiento, por ello al arriesgar sus fondos en empresas de menor tamaño esperan poder incrementar su valor a largo plazo con el propósito de recuperar su inversión y obtener plusvalía por la venta de su participación (acciones) a terceros.

En términos simples, el Capital de Riesgo proporciona los recursos a empresas de menor tamaño con suficiente potencial para acrecentar su valor económico, aportando además conocimientos sobre administración; todo de manera temporal pues forzosamente existe una salida del capital. Finalmente los inversionistas de Capital de Riesgo obtienen rendimientos debido a las ganancias de capital.

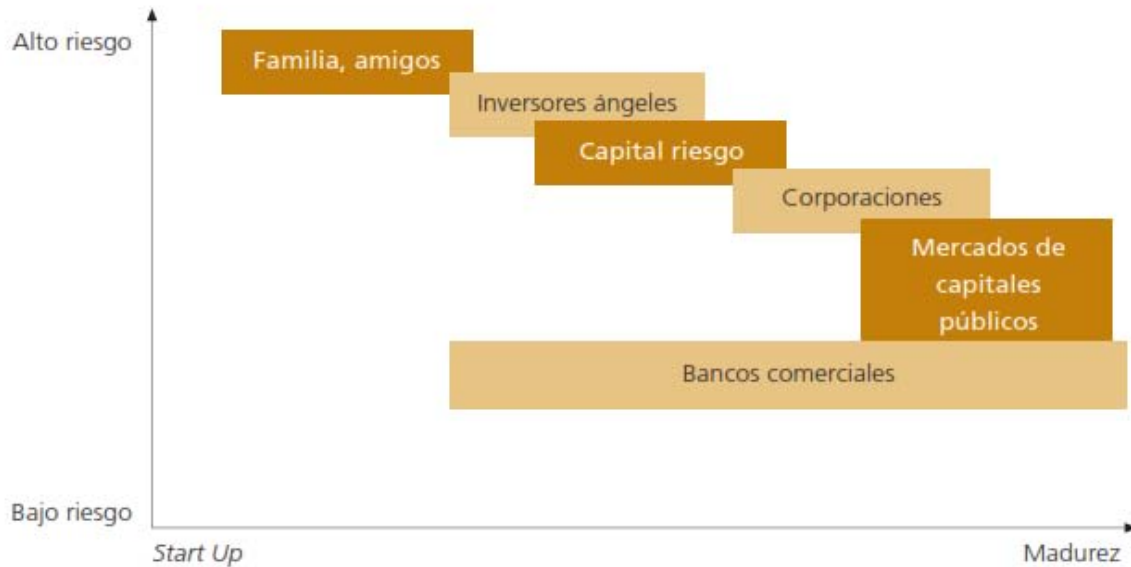
El Capital de Riesgo juega un papel importante en el desarrollo de las empresas, de hecho se involucran desde antes de la creación de la empresa. En la Figura 3, en un principio de la creación de la empresa, los aportes son hechos por la propia familia del empresario, conforme avanza es necesario recurrir a más capital para hacer crecer la empresa, sin embargo, ante los bancos la empresa representa un alto riesgo crediticio, otorgando tasas muy elevadas. Como alternativa están los inversores ángeles, personas que aportan recursos propios a la empresa, al igual se incluyen en el Capital de Riesgo. Al entrar a una etapa más avanzada de madurez, la empresa requiere mayor inversión de la que un inversor ángel puede proveer por lo que se recurre a las denominadas entidades de Capital de Riesgo, quienes administran los recursos de varios inversionistas que aceptan invertir en empresas en crecimiento a largo plazo, por ende el monto a inyectar en la PyME es mayor a un inversor ángel. En última instancia, la empresa busca en plena madurez obtener financiamiento por parte del Mercado de Capitales.

---

<sup>9</sup> Esta afirmación se expresa en la Teoría de Markowitz (1954), a mayor riesgo mayor es el rendimiento que se obtiene.



**Figura 3.** Relación entre riesgo y grado de madurez de la empresa respecto a diferentes tipos de inversores.



Fuente: Seco Maite (2008), “Capital de Riesgo y Financiación PyMEs”

### 2.2.1 Funcionamiento del Capital de Riesgo

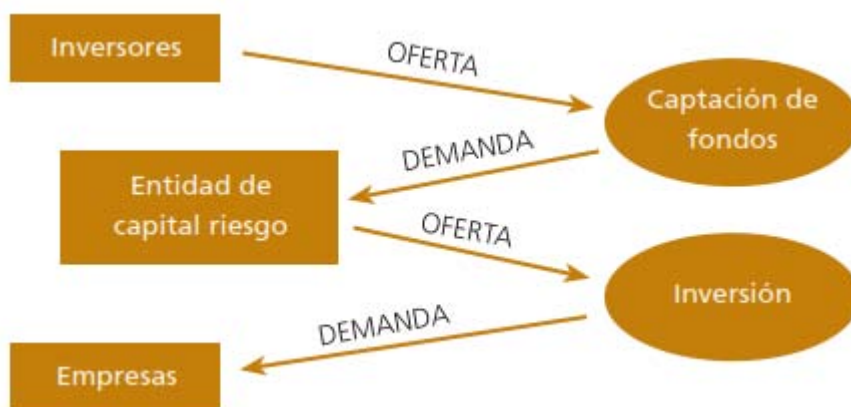
El proceso del Capital de Riesgo implica tres partes: los inversores que depositan los fondos, las empresas que requieren financiamiento y las entidades de Capital de Riesgo quienes hacen el papel de intermediarios financieros.<sup>10</sup>

El público inversionista que deposita sus recursos en el Capital de Riesgo se componen de diversos inversores privados o institucionales, los cuales generalmente son bancos, empresas, compañías de seguros, fondos de pensiones, particulares e instituciones de carácter público. Por otro lado están las entidades de Capital de Riesgo que fungen como un intermediario financiero, en él se depositan los recursos y se administra a las empresas que lo requieren de acuerdo a un estudio que realizan para analizar la viabilidad de inversión en la empresa. Las entidades de Capital de Riesgo reciben una comisión por este tipo de actividades; custodia de fondos, análisis de inversiones, control y seguimiento de empresas en cartera, entre otras funciones. En la Figura 4 se muestra el proceso del

<sup>10</sup> En el caso de los inversores ángeles solo involucran dos partes: el inversor ángel y la empresa, ya que son acuerdos directos entre ambas partes.

Capital de Riesgo; los inversores buscan la manera de invertir sus excedentes de recursos creando un submercado de captación de fondos, a su vez las entidades de Capital de Riesgo demandaran esos fondos según su nivel de capital, permitiendo crear otro submercado de inversión que es la demanda de las empresas por recursos restringido por la cantidad de fondos que dispone la entidad de Capital de Riesgo.

**Figura 4.** El mercado de Capital de Riesgo



Fuente: Seco Maite (2008), "Capital de Riesgo y Financiación PyMEs"

Las inversiones del Capital de Riesgo en la empresa mantienen una inversión temporal en la empresa, objetivo que suele durar de 3 a 7 años, después de eso hay una estrategia de salida. Las causas por las que el Capital de Riesgo sale de la empresa (desinversión) se puede enlistar de la siguiente manera:

1. Venta en mercado público u oferta pública inicial (OPI).
2. Recompra. Adquisición de las acciones por parte de los antiguos accionistas.
3. Venta a otro inversor de Capital de Riesgo.
4. Liquidación de la operación por causas de propia naturaleza; en el caso de que un activo sea adquirido por el Capital de Riesgo para posteriormente ser vendido, comúnmente desarrollado en la actividad de empresas inmobiliarias.
5. Absorción del capital de la sociedad del Capital de Riesgo por endeudamiento, es decir, la empresa solicita un financiamiento para adquirir de nuevo sus acciones en posesión del Capital de Riesgo.
6. Finalmente, liquidación por solvencia; no es viable invertir en la empresa.

Las salidas son pactadas con antelación, el empresario está consciente que el Capital de Riesgo estará presente por un periodo y retirará sus fondos, esto es lo que se denomina estrategia de salida.

### 2.2.2 Inversores Ángeles y Entidades del Capital de Riesgo

El Capital de Riesgo tiene dos fuentes importantes de recursos; los inversores ángeles y las entidades de Capital de Riesgo como ya se mencionó. El análisis de la inversión varía si es una entidad de Capital de Riesgo o un inversionista ángel, su grado de complejidad del estudio es mayor en el primero al contar con especialistas y trabajar con terceros; además los fondos no son propios a diferencia de los inversores ángeles. Al hacer un análisis detenido entre estas dos figuras de fuentes propias de Capital de Riesgo, se obtienen las siguientes características de cada uno:

- Entidades de Capital de Riesgo:
  - Los recursos no son propios son de terceros (inversionistas institucionales, empresas, etc.)
  - No se enfocan en una sola empresa, cuentan con un portafolio de empresas las cuales controlan y dan seguimiento.
  - Los inversionistas no participan en la gestión ni en la toma de decisiones de la empresa, solamente la entidad de Capital de Riesgo.
  - Los contratos entre la entidad de Capital de Riesgo y la empresa objetivo son más formales y elaborados.
  - Fija dos remuneraciones: una comisión por la gestión (fija) de los recursos y otra por los resultados obtenidos (variable).
  - Cuenta con una estructura organizacional establecida: el administrador del fondo, los inversionistas, las empresas en las que se invierte.
  - Seleccionan a las empresas con potencial en el mercado, ventaja competitiva del producto o servicio, experiencia, equipo directivo, capacidad y honestidad.

- Los métodos de valoración son más técnicos; estiman mediante proyecciones financieras a futuro el Valor de la Empresa para estimar su valor actual.
- Inversores Ángeles.
  - Asignan recursos propios.
  - Son más pacientes en cuanto a la obtención de resultados que las entidades de Capital de Riesgo.
  - Sus operaciones son más pequeñas. Tienen límite en la cantidad de recursos a asignar.
  - Buscan empresas cerca de la zona donde residen para su seguimiento y control.
  - Su horizonte de inversión es mucho más flexible que las entidades de Capital de Riesgo pues es dinero propio el que está en riesgo.
  - Los análisis sobre las empresas que plantean invertir no son tan profundos.
  - No esperan grandes expectativas sobre rendimientos anuales o dividendos.
  - Su interés va más allá de lo económico, su selección se hace de acuerdo al:<sup>11</sup> entusiasmo del empresario, confiabilidad del emprendedor, potencial comercial del producto, experiencia del emprendedor, reputación e historial del emprendedor, calidad del producto, entre otros factores no muy técnicos.

Las entidades de Capital de Riesgo no es una competencia ante los inversores ángeles ni viceversa, se complementan a sí mismo puesto que ambos ingresan en diferentes momentos. Generalmente los inversores ángeles entran en etapas de creación de la empresa y las entidades de Capital de Riesgo ingresan cuando la empresa está en crecimiento o expansión, lo que requiere una mayor fuente de recursos.

---

<sup>11</sup> Resultados obtenidos por un estudio realizado en Reino Unido por Van Osnabrugge en 1988.

A diferencia de los créditos otorgados por los bancos u otro tipo de financiamiento donde el dinero se recibe de manera completa, en el Capital de Riesgo se van escalonando la entrega de fondos, es decir, se asignan de manera paulatina de acuerdo a los resultados obtenidos; el Capital de Riesgo puede suspender o retirar la provisión de fondos por anomalías detectadas.

### 2.2.3 Estructura del Capital de Riesgo

El referirse como estructura del Capital de Riesgo se hace alusión a los participantes que lo conforman; los acuerdos entre tres partes involucradas generando de tal forma una especie de organigrama similar al de una empresa. En cuanto a los inversores ángeles su estructura la componen el inversionista y la empresa, los acuerdos son más de palabra y no existe algún intermediario, todo es directamente entre ambas partes. Una entidad de Capital de Riesgo o también podemos llamarlo fondos de capital privado, se compone de un administrador del fondo, los inversionistas y las empresas en las que se invierte.

El administrador del fondo (*General Partner o GP*) como su nombre lo indica, se encarga de administrar y analizar las inversiones que se realizarán, además es el responsable del desempeño y el retorno de los recursos a los inversionistas. Diseña y opera el portafolio de inversión del Capital de Riesgo, se le asigna una cuota por la administración del fondo de manera anual entre el 1.5 % y 2.5 % del capital total comprometido, adicionalmente recibe una comisión por entre el 20 % y 30 % del rendimiento generado.<sup>12</sup>

Los inversionistas (*Limited Partner o LP*), son quienes proporcionan los fondos del Capital Privado, su responsabilidad es limitada pues únicamente responden por el monto de su inversión; no cuenta con autoridad como el administrador.

Por último están las empresas en las que se invierte, algunas instituciones lo llaman el vehículo de inversión (*Limited Partnership*), pues no precisamente deben adquirirse parte de las acciones, puede existir un acuerdo para utilizar otro tipo de instrumento como son: los Fideicomisos de Inversión de Capital Privado (FICAP), el Fideicomiso Transparente y

---

<sup>12</sup> Datos obtenidos de la Tesis “El capital de riesgo y la creación de valor en las micro, pequeñas y medianas empresas”, Guadalupe Luna Lara, 2009.

el Certificado de Capital de Desarrollo (CKD). Son inversiones temporales en la adquisición de acciones (mayoritario o minoritario, dependiendo la estrategia del fondo) de las empresas que componen el portafolio del Capital de Riesgo.

#### 2.2.4 Tipos de Operaciones en el Capital de Riesgo

Dentro del Capital de Riesgo existen diversos tipos de inversiones de acuerdo al tiempo de vida de la empresa en el que se decide invertir. Entre los más destacados de la literatura podemos nombrar los siguientes:

- Inversiones en fases iniciales (*early-stage*) del desarrollo:
  - Semilla (*seed*). Este tipo de inversiones se produce antes de la creación de la empresa como una organización o del producto, se utiliza para la elaboración de prototipos o desarrollo del producto. En esta etapa tienen un papel fundamental los inversores ángeles. Se utiliza en la investigación y desarrollo del producto.
  - Puesta en marcha (*start-up*) y otras fases iniciales (*other-early-stage*). Se da cuando la empresa está constituida en sus inicios de producción y/o distribución de servicios, pero aún no genera beneficios.
- Inversiones en otras fases de su ciclo de vida:
  - Expansión (*expansion*). La empresa ya genera beneficios pero requiere financiamiento para crecer o introducirse a nuevos mercados y/o productos.
  - Financiación Puente (*bridge financing*). Se trata de empresas que se encuentran en expansión y buscan financiamiento para poder colocarse en el mercado de valores.

#### 2.2.5 Ventajas y Desventajas del Capital de Riesgo

El Capital de Riesgo presenta muchas ventajas en las pequeñas y medianas empresas, sin embargo, también cuenta con algunos inconvenientes. En la Tabla 6 y 7 se resumen las ventajas y desventajas en el Capital de Riesgo.

Las ventajas (Tabla 6) que presenta el Capital de Riesgo en cuanto a la financiación es que, como se estipula en los contratos, es un recurso prácticamente estable y flexible al mantenerse de 3 a 7 años en el Capital Social de la empresa. Los recursos son sometidos a los resultados obtenidos por la empresa, esto asegura el éxito para el empresario como los inversionistas. La garantía para obtener los recursos es nula, la empresa es quien lo respalda, el riesgo lo corren los accionistas. Además, el Capital de Riesgo otorga ayuda en la gestión mediante la contratación de especialistas para identificar las oportunidades que puedan explotar de la empresa; también brinda reputación al ser una empresa que permite el ingreso de terceros y vigilada por gente ajena a la empresa. Al final del periodo mientras el Capital de Riesgo está en la empresa, trata de que sus acciones se vendan a un precio elevado por que facilita su salida al Mercado de Valores.

**Tabla 6.** Ventajas de la financiación por medio del Capital de Riesgo.

VENTAJAS
<b>FINANCIACIÓN</b>
Estable a mediano y largo plazo
Basada en recursos propios
Vinculada a resultados
Sin garantías
<b>APOYO A LA GESTIÓN</b>
Red de Contactos
Imagen externa
Especialistas
<b>APOYO EN LA SALIDA A MERCADO</b>

Fuente: Seco Maite (2008), “Capital de Riesgo y financiación PyME”

En las desventajas (Tabla 7), en primer lugar se tiene que la financiación se hace de manera escalonada y sujeta a resultados, muchos empresarios preferirían recibir totalmente el dinero del recurso pues no se sabe si cumplirá las expectativas que el Capital de Riesgo espera. En la gestión, los empresarios se ven invadidos en la toma de decisiones o en la revisión de la operación, como es el caso de las auditorías por personas ajenas a la empresa o en su defecto de la familia. Por último son contratos un poco más complejos y restrictivos entre el Capital de Riesgo y el empresario.

**Tabla 7.** Desventajas de la financiación por medio del Capital de Riesgo.

DESVENTAJAS
<b>FINANCIACIÓN</b>
Escalonada
Sometida a hitos conseguidos
<b>CONTROL DE LA GESTIÓN</b>
Pérdida de la independencia
Contratos restrictivos
Revisiones externas

Fuente: Seco Maite (2008), “Capital de Riesgo y financiación PyME”

### 2.3 Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión

La construcción de la Estrategia Financiera para la incursión del Capital de Riesgo en las PyMEs se apoya en la Ley del Mercado de Valores (LMV), aunque en general es importante conocer las reglas de operación de las Sociedades Anónimas Bursátiles, sólo se hará una revisión exhaustiva en la nueva figura introducida en el año 2006 ya que son el soporte del mismo; la Sociedad Anónima Promotora de Inversión, mejor conocida como SAPI.

La Ley del Mercado de Valores fue diseñada para desarrollar un mercado de valores de forma equitativa, eficiente y transparente; protege los intereses del público inversionista; minimiza el riesgo sistemático (del Mercado); fomenta una sana competencia y regula:<sup>13</sup>

- La inscripción y la actualización, suspensión y cancelación de la inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores y la organización de éste.
- La oferta e intermediación de valores.
- Las sociedades anónimas que coloquen acciones en el mercado de valores bursátil y extrabursátil a que esta Ley se refiere; así como el régimen especial que deberán observar

<sup>13</sup> Ley del Mercado de Valores, Artículo 1ro.



en relación con las personas morales que las citadas sociedades controlen o en las que tengan una influencia significativa o con aquéllas que las controlen.

- Las obligaciones de las personas morales que emitan valores, así como de las personas que celebren operaciones con valores.
- La organización y funcionamiento de las casas de bolsa, bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales de valores, proveedores de precios, instituciones calificadoras de valores y sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores.
- Las facultades de las autoridades en el mercado de valores.

¿Qué se considera como un valor? De acuerdo a la LMV, los valores son definidos como acciones, partes sociales, obligaciones, bonos, títulos opcionales, certificados, pagarés, letras de cambio y demás títulos de crédito, nominados o innominados, inscritos o no en el Registro, susceptibles de circular en los mercados de valores a que se refiere la LMV, que se emitan en serie o en masa y representen el Capital Social de una persona moral, una parte alícuota de un bien o la participación en un crédito colectivo o cualquier derecho de crédito individual, en los términos de las leyes nacionales o extranjeras aplicables.

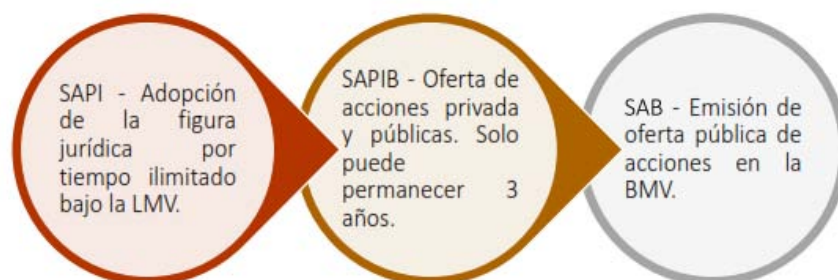
El régimen SAPI y SAPIB<sup>14</sup>, fue una modificación realizada a la Ley del Mercado de Valores, entró en vigor el día 29 de junio del año 2006, conociéndose en ese entonces como la Nueva Ley del Mercado de Valores (NLMV). Básicamente introduce dos nuevas figuras pretendiendo acercar a las Pequeñas y Medianas Empresas a la BMV; busca inculcar las buenas prácticas en la administración como es la incursión del Gobierno Corporativo, además de ser una alternativa de financiamiento más barato al de la banca comercial; este propósito de la incursión del Gobierno Corporativo viene de la mano junto con la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico, también llamada OCDE. El proceso es relativamente fácil de comprender; las PyMEs tienen la opción de sustituir la

---

<sup>14</sup> Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil

figura de Sociedad Anónima tradicional por la Sociedad Anónima Promotora de Inversión de manera ilimitada. La SAPI es el primer paso hacia la bursatilización de la empresa, contribuye a la generación de mayor confiabilidad para poder ser la empresa capitalizada, adoptando las prácticas legales apegadas al Gobierno Corporativo, además de establecer un orden en su organización a nivel Asamblea, Accionistas y Directivos. (Hernández & Gaona, 2010) Una vez que la PyME decida dar el paso hacia la oferta pública se somete al segundo régimen, que es el de Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil<sup>15</sup>, en este régimen sólo puede permanecer tres años y finalmente debe convertirse en una Sociedad Anónima Bursátil que oferte sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores.

**Figura 5.** Proceso de Transición de las PyMEs a la Bolsa Mexicana de Valores



Fuente: Elaboración Propia

## 2.4 La Ley del Mercado de Valores para la SAPI

El Mercado de Valores cuenta con un reducido número de empresas en comparación con economías similares a las de México, en la BMV se enlistan alrededor de 140 empresas con una baja bursatilidad. Como solución a tal deficiencia se introduce la Sociedad Anónima Promotora de Inversión o también conocida como Sociedad Anónima moderna, donde en resumidas cuentas la empresa va adoptando las buenas prácticas en su gestión, creando confianza y seguridad a los inversionistas.

Las Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión aparecen en el Artículo 12 de la LMV. La primera gran diferencia, es que las Sociedad Anónima tradicional se apega a la Ley

<sup>15</sup> El régimen SAPIB se maneja desde la década de los 60's en Japón; se desarrolló un mercado completamente independiente de los grandes corporativos pero dentro de su Mercado de Valores. Las empresas de este tipo son denominada "Venture Companies".

General de Sociedades Mercantiles, mientras que la SAPI está bajo la Ley del Mercado de Valores. En cuanto a su constitución, se debe contar con un acuerdo de la Asamblea General Extraordinaria de accionistas; las empresas se formaran de acuerdo al Artículo 88 de la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM), es decir, además del “Sociedad Anónima”, deberán agregar a su denominación social la expresión “Promotora de Inversión” o su abreviatura “P.I.” La constitución se hace con base a los estatutos del Artículo 91 de la LGSM, además de fracciones que establece la LMV en su Artículo 13, en resumen el acta constitutiva debe contener:

Lineamientos del Artículo 91 de la LGSM

- La parte exhibida del Capital Social.
- El número, valor nominal y naturaleza de las acciones en que se divide el Capital Social.
- La forma y términos en que deba pagarse la parte insoluta de las acciones.
- La participación en las utilidades concedidas a los fundadores.
- El nombramiento de uno o varios comisarios.
- Las facultades de la Asamblea General y las condiciones para la validez de sus deliberaciones, así como para el ejercicio del derecho de voto, en cuanto a las disposiciones legales pueden ser modificadas por la voluntad de los socios.

Adiciones de la Ley del Mercado de Valores en el Artículo 13:

- Impongan restricciones de cualquier naturaleza a la transmisión de propiedad o derechos, respecto de las acciones de una misma serie o clase, representativas del Capital Social, distintas a los que se prevé en el artículo 130 de la LGSM.<sup>16</sup>
- Establezcan causales de exclusión de socios o para ejercer derechos de separación, de retiro, o bien, para amortizar acciones, en adición a lo dispuesto en la LGSM, así como el precio o las bases para su determinación.
- Permitan emitir acciones distintas a las señaladas en la LGSM que:

---

<sup>16</sup> El contrato social podrá pactarse que la transmisión de las acciones sólo se haga con la autorización del consejo de administración. El consejo podrá negar la autorización designando un comprador de las acciones al precio corriente en el mercado.

- No confieran derecho de voto o que el voto se restrinja a algunos asuntos.
  - Otorguen derechos sociales económicos distintos al derecho de voto o exclusivamente el derecho de voto.
  - Limiten o amplíen el reparto de utilidades u otros derechos económicos especiales, en excepción a lo dispuesto en el Artículo 17 de la LGSM.<sup>17</sup>
  - Confieran el derecho de veto o requieran del voto favorable de uno o más accionistas, respecto de las resoluciones de la asamblea general de accionistas.
- Implementen mecanismos a seguir en caso de que los accionistas no lleguen a acuerdos respecto de asuntos específicos.
  - Amplíen, limiten o nieguen el derecho de suscripción preferente, referente al Artículo 132 de la LGSM, el cual dice que los accionistas tendrán derecho preferente en proporción al número de sus acciones para suscribir las que emitan en caso de aumento del Capital Social. Al respecto, podrán estipularse medios de publicidad distintos de los señalados.
  - Permitan limitar la responsabilidad en los daños y perjuicios ocasionados por sus consejeros y directivos relevantes, derivados de los actos que ejecuten o por las decisiones que adopten.

La administración y vigilancia estará bajo el mando de un consejo de administración; las SAPI pueden adoptar para su administración y vigilancia, el régimen relativo a la integración, organización y funcionamiento de las sociedades anónimas bursátiles, en cuyo caso el requisito de independencia de los consejeros no será obligatorio.<sup>18</sup> En este caso, la SAPI no está obligada a hacerlo pero en caso contrario de no aceptar lo anterior se sujetará a lo previsto en la LGSM. Las Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión no están obligadas a contar con un comisario, en todo caso deben contar con un auditor externo independiente y un comité integrado por consejeros que ejerzan las funciones de auditoría.

---

<sup>17</sup> No producirán ningún efecto legal las estipulaciones que excluyan a uno o más socios de la participación en las ganancias.

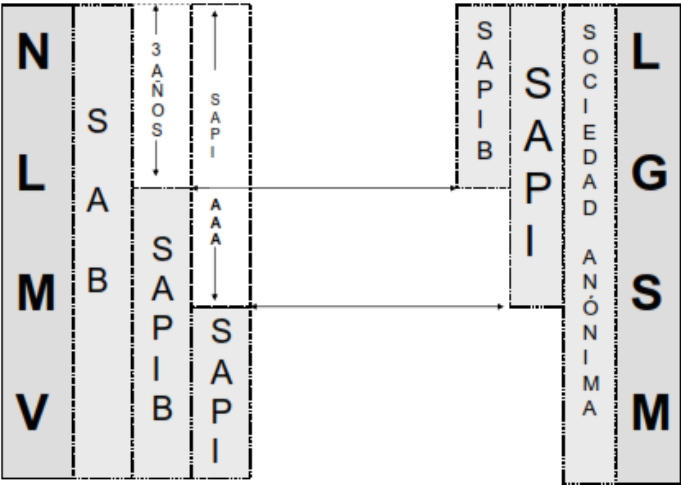
<sup>18</sup> Artículo 15 de la LMV

La SAPI puede adquirir sus acciones nuevamente, es decir, el Artículo 17 de la LMV específica sobre adquisición de las acciones representativas de su Capital Social sin que sea aplicable la prohibición establecida en la LGSM, con previo acuerdo del consejo de administración. Las sociedades podrán hacer adquisiciones de las acciones de que se trate con cargo a su capital contable sin que haya que realizar una reducción en su Capital Social, siempre que se resuelva cancelarlas o convertirlas en acciones emitidas no suscritas que conserven en tesorería. Las acciones emitidas no suscritas que se conserven en tesorería podrán ser objeto de suscripción por parte de los accionistas. En tanto las acciones pertenezcan a la sociedad, éstas no podrán ser representadas ni votadas en asambleas de accionistas de cualquier clase, ni ejercitarse derechos sociales o económicos de tipo alguno. Finalmente, las sociedades anónimas promotoras de inversión estarán exceptuadas de publicar sus estados financieros. Adicionalmente, este tipo de figura legal puede registrar o no sus acciones en la RNV, y listarlas en la BMV sin que sea necesario hacer oferta pública de las mismas. Para tal efecto, se inscribe en la CNBV y proporciona un prospecto de colocación a los inversionistas. Los requisitos completos sobre la documentación a incluir ante la CNBV están señalados en el Artículo 85 de la LMV. Así mismo, es necesario incluir: estados financieros del emisor, una opinión legal de un asesor independiente sobre la constitución y existencia legal de la emisora, la legalidad de los valores ofrecidos, la legalidad y la validez de las resoluciones adoptadas por la Asamblea General de Accionistas y el Consejo de Administración, además de cualquier información adicional que la CNBV considere pertinente.

Se otorga la protección a minorías, es decir, accionistas minoritarios que sobrepasen los derechos contemplados por la LGSM. Los accionistas minoritarios tienen la posibilidad de designar a un consejero independiente cuando sus acciones representen el 10 % individual o de manera conjunta; los accionistas que representen el 10 % de las acciones con derecho a voto de la SAPI podrán de igual manera revocar el nombramiento de los miembros del consejo de administración, sin tener que haber Asamblea General de Accionistas.

Puede existir controversia entre los pequeños y medianos empresarios sobre cuál Ley es la que los rige, si la LGSM o la LMV, pues al final de cuentas la SAPI es una sociedad anónima que adopta los lineamientos de las Sociedades Anónimas Bursátiles con sus excepciones, bajo la Ley del Mercado de Valores. La Sociedad Anónima no tiene características de volverse pública, por tal razón prevalece la LGSM. En la Figura 6, se explica de manera gráfica la predominancia de cada Ley según el tipo de regulación adoptada.

**Figura 6.** Ámbito de competencia de las dos legislaciones para los modelos societarios.



Fuente: Hernández Norma (2010), “Un análisis de la nueva Ley del Mercado de Valores y la empresa en México”

El Artículo 20 de la LMV establece que la adquisición de acciones de la SAPI se hace únicamente para inversionistas institucionales y calificados y/o personas que manifiesten por escrito conocer las características, diferencias y riesgos de este tipo de sociedad, debido a que aún no se encuentra totalmente “madura” a diferencia de las SAB.

### 2.5 Emisión de Acciones

La emisión de acciones sirve para que las empresas adquieran los recursos necesarios para realizar expansiones, crecimiento o proyectos de inversión a cambio de una remuneración para los inversionistas, ya sea mediante el pago de dividendos o mediante ganancias de capital. La ganancia de capital consiste en que el inversionista

vende la acción a un precio mayor al que éste la adquirió, el diferencial es la ganancia de capital. Las acciones no están sujetas a un rendimiento establecido, su riesgo es más elevado que los títulos de deuda, por ende se tiene un rendimiento más alto pero no asegurado, es decir, puede o no existir rendimiento; además no cuentan con un plazo establecido.

Las acciones pueden ser divididas en dos tipos: acciones comunes y acciones preferentes. Las acciones comunes, generalmente se hace referencia a los propietarios de la empresa, ya que este tipo de acciones les entrega ciertos derechos, obligaciones y privilegios asociados con la propiedad. El inversionista que adquiere acciones comunes se involucra en la empresa participando en las pérdidas o ganancias que tenga, tal beneficio o pérdida es proporcional a su posición accionaria, poseen la ventaja de poder participar en el nombramiento de los administradores.<sup>19</sup> Sin embargo, cuando la empresa entra en quiebra y esta tiene que ser liquidada, los poseedores de acciones comunes, son los últimos en recibir su parte correspondiente de la liquidación. También, son los últimos en recibir el pago de dividendos, después de haber saldado el pago de interés sobre la deuda y los dividendos preferentes. De hecho, los inversionistas buscan vender las acciones a un precio mayor al adquirido, obteniendo así ganancias de capital.

Por otro lado están las acciones preferentes; cuentan con la característica de tener un rendimiento fijo anual, sin importar si la empresa tuvo pérdidas o ganancias, si la utilidad del ejercicio aumentó o disminuyó, a cambio de esto no tienen participación sobre la toma de decisiones de la empresa, solo tienen voto en asambleas extraordinarias. En el caso de que la empresa sea liquidada, tienen prioridad sobre las acciones comunes.

### 2.5.1 Procedimiento para la Emisión de Acciones

La emisión de acciones se sujeta a la Ley del Mercado de Valores; en ella nos establece en su Artículo 7 que para ser objeto de oferta pública dentro del territorio nacional, los valores deberán estar inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV). Es de suma importancia aclarar que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, puede emitir

---

<sup>19</sup> Besley (2006), "Fundamentos de Administración Financiera".

requisitos adicionales que crea pertinentes. En lo que respecta a la inscripción al Registro Nacional de Valores, se deben presentar cuatro paquetes de documentación: (Ayala Brito & Becerril Sánchez, 2011)

- Documentación de tipo jurídico, como escrituras, actas, etc.
- Documentación de índole económica, como instalaciones, organigramas, procesos, objetivos y perspectivas futuras.
- Información financiera, como estados financieros dictaminados, avalúos, situación fiscal, análisis financiero, informes del consejo de administración, política de reparto de dividendos, etcétera.
- Prospecto de colocación; es un documento que contiene información de la empresa emisora, historia, productos o servicios, estructura organizacional, administración, competencia y sector económico al que pertenece. El documento se encuentra estandarizado con tres capítulos, además de la carátula e índice:
  - Datos de la emisión
  - Datos de la empresa
  - Información financiera de la empresa

La colocación de acciones puede realizarse de manera pública o privada. Antes de iniciar cualquier oferta se aplica el conocido **derecho del tanto a los accionistas**, que es básicamente hacer la oferta a los socios actuales de la empresa antes de ser ofertados al público general; los socios contarán con un plazo de 15 días para ejercer su derecho, el cual debe ser pactado en los estatutos o realizarse por convenio. La oferta pública, como su nombre lo indica, pueden acceder todo el público inversionista. En una oferta pública se consideran los siguientes datos en su aviso: (Ayala Brito & Becerril Sánchez, 2011)

- Indicación de que se trata de una oferta pública. Mencionar si es primaria o secundaria.
- Cantidad de valores que se ofertan.
- Clase y serie de los valores.
- Logotipo, nombre corto o comercial de la empresa emisora



- Denominación o razón social de la empresa emisora.
- Monto total de la colocación. Igual a la cantidad de acciones por su precio de venta.
- El precio que la empresa fija a los títulos que ofrece.
- Los días en que aparece el aviso en algún diario de circulación nacional.
- La clave de cotización o de pizarra con que se identifican y dan a conocer los valores que se ofertan.

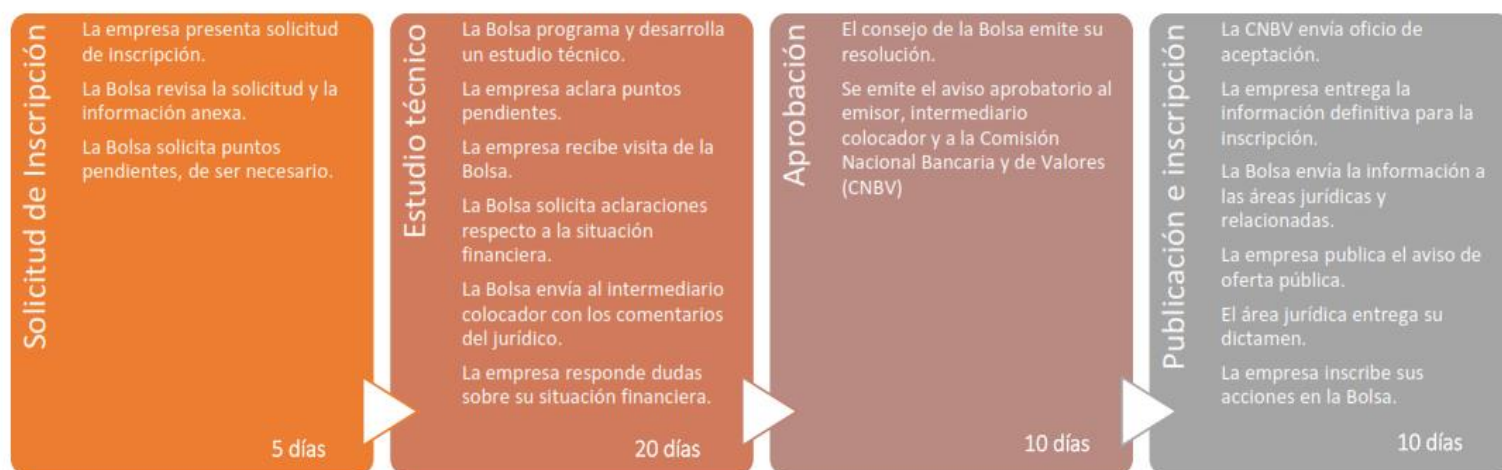
Al contrario de la oferta pública, la emisión de oferta privada de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores en su Artículo 8, podrá efectuarse por cualquier persona siempre que se cumpla alguno de los requisitos siguientes:

1. Se realice exclusivamente a inversionistas institucionales o calificados.
2. Se ofrezcan valores representativos del Capital Social de personas morales,
3. Se realice al amparo de planes o programas aplicables en forma general a empleados o grupos de empleados de la sociedad que emita los valores o personas morales que ésta controle o que la controlen.
4. Se efectúe a accionistas o socios de personas morales que realicen su objeto social exclusiva o preponderantemente con éstos.

La CNBV puede autorizar la realización de oferta privada, distintas a las descritas en los puntos anteriores siempre y cuando se ajuste a los lineamientos que apruebe su Junta de Gobierno; deberá considerar los medios de difusión que habrán de utilizarse, el número y tipo de inversionistas a los que pretenda dirigirse la oferta correspondiente, la distribución de los valores, así como los términos y condiciones que se pretenda estipular.

Los pasos a seguir para hacer una colocación de acciones se detalla en la Figura 7. En total se estima un promedio de 45 días para realizar el trámite, claro está que antes se debió haber recabado todos los requisitos solicitados para su colocación de valores, lo que lleva más tiempo.

**Figura 7.** Trámites en días hábiles para un programa de colocación.



Fuente: Elaboración Propia con información de Ayala Brito & Becerril Sánchez (2011), “Finanzas Bursátiles”

### 2.5.2 Tarifas y Comisiones en la Colocación de Acciones

La colocación de cualquier valor se hace a través una Casa de Bolsa, esta colocación está sujeta al cobro de comisión por efectuar tales operaciones, además de realizar operaciones comunes como la compra y venta de valores. En el caso del Mercado de Capitales, las comisiones que cobran para la compra-venta de valores son de Bonos y Obligaciones de 0.25 % y en acciones 1.7 % el cual puede ser negociable.

En lo que respecta a las comisiones por inscripción, los intermediarios cobran entre el 3 al 5 por ciento, y para la colocación de valores las comisiones se muestran en la Tabla 8.

**Tabla 8.** Tarifas y Comisiones que se pagan en la Bolsa Mexicana de Valores.

Títulos de renta variable	Fijo	Excedente
Estudio y trámite de inscripción	\$3,000.00	
Inscripción mínima (cuota anual por los primeros \$200,000.00)	\$30,000.00	0.011% anual
Refrendo de la inscripción (cuota anual)	\$30,000.00	0.011% anual

Fuente: Ayala Brito & Becerril Sánchez (2011), “Finanzas Bursátiles”

Las Casas de Bolsa deben entregar un porcentaje a lo que es la BMV, al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL) y al INDEVAL, para las operaciones de compra y venta de valores. (Tabla 9)

**Tabla 9.** Aportaciones que las Casas de Bolsa deben entregar a organismos sobre el monto de sus operaciones de compra – venta.

Porcentaje	A organismo	Base
0.0189%	A la BMV	Compra-ventas mensuales de acciones y <i>warrants</i> , con un límite máximo de \$170,000.00 por Casa de Bolsa.
0.0140625%	Al FAMEVAL	Importe de las compra-ventas de acciones.
0.00225%	Al INDEVAL	Importe de las compra-ventas de acciones.
1 al millar	Al FAMEVAL	Oferta pública sobre acciones, obligaciones, certificados de participación, bonos y documentos a más de un año.

Fuente: Ayala Brito & Becerril Sánchez (2011), “Finanzas Bursátiles”

Las tarifas que presenta el Indeval se muestran en la Tabla 10.

**Tabla 10.** Tarifas INDEVAL en emisión de acciones y obligaciones.

Tarifas INDEVAL	
<b>Acciones</b>	
Depósito de título único	0.01 al millar mensual
<b>Obligaciones</b>	
Registro público de la propiedad e hipoteca	\$1,100.00
Aceptación de cargo del representante común de los obligacionistas	0.15% a la firma
Honorarios	0.15% anual, pagado trimestralmente, durante la vigencia de la emisión.

Fuente: Ayala Brito & Becerril Sánchez (2011), “Finanzas Bursátiles”

## III. Estrategia Financiera para la Incorporación del Capital de Riesgo en PyMEs

### 3.1 Aspectos Básicos para la SAPI

#### 3.1.1 Institucionalización

Institucionalizar una empresa es un proceso de largo plazo, el cual se basa en crear acuerdos entre los dueños de la empresa y terceros involucrados, establecer metas y objetivos. La coordinación entre las diferentes partes interesadas en el bienestar de la empresa ayudará a tener una mayor expectativa de vida, es decir, tener permanencia en el mercado. Es una de las etapas más difíciles ya que el empresario comienza a mostrar la información financiera y estratégica de la empresa. Este proceso se logra consolidar de manera efectiva mediante políticas establecidas entre las partes interesadas. Una definición más acertada es: “la implantación de mecanismos que legitiman la actuación y comunicación de la alta administración (incluyendo al consejo de administración y sus comités de apoyo) y los propietarios del negocio.” (Deloitte México, Institucionalización de la estructura de Gobierno Corporativo con enfoque GRC, 2009)

La institucionalización representa el transformar la empresa privada a pública, en el cual se involucra la participación de los inversionistas, los dueños de la empresa y acreedores; implica adoptar las buenas prácticas de Gobierno Corporativo con lo cual se crean organismos de vigilancia, administración y dirección de la empresa a fin de mantener la permanencia. Como resultado puede percibir recursos de Capital Privado o de Riesgo, incrementar su credibilidad ante préstamos financieros de la Banca Comercial más atractivos sin demasiados trámites u obstáculos, el riesgo disminuye al contar con políticas para la ordenada transición a la siguiente generación sobre el control de la empresa, sin conflictos familiares que creen caos sobre quien tomará el cargo en la dirección. Separa los vínculos de la familia de manera clara evitando crear controversias con terceros como es el caso de accionistas, ya que los pequeños empresarios optan por ingresar a familiares en puestos directivos sin preparación, pero ¿cuál es el camino para institucionalizar las

PyMEs? Una solución propuesta es mediante la implantación de un modelo SAPI con un enfoque financiero.

### 3.1.2 El Gobierno Corporativo

El institucionalizar conlleva implementar un Gobierno Corporativo en la empresa familiar, pero ¿cuáles es la estructura del Gobierno Corporativo? ¿Puede ser implementado en la PyME? La figura SAPI plantea crear un consejo de administración, auditor independiente, consejos auxiliares, Asamblea de accionistas, entre otros puntos. Existen modelos para su adaptación a las Pequeñas y Medianas Empresas. “El Gobierno Corporativo es una ventaja competitiva que no es exclusiva de las grandes empresas, ni un tema que se limita al cumplimiento de obligaciones, es una mejor práctica que promueve la buena salud del negocio, y por ende, puede mejorar la imagen en el mercado y atraer nuevas inversiones o financiamientos” (Mendoza & Orozco, 2011).

El Gobierno Corporativo es un modelo de administración para la gestión de la empresa, representa un factor importante para que los inversionistas se acerquen y puedan tener certeza del retorno de su inversión, además permite al empresario contar con una visión más clara sobre su negocio. Explícitamente, “el Gobierno Corporativo es un sistema por el cual las sociedades son gobernadas, dirigidas y controladas, siguiendo los criterios establecidos por los accionistas, principios de mejores prácticas e incluyendo la participación de todas las partes legítimamente interesadas en la organización” (Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo, 2009).

Asimismo, un Gobierno Corporativo se inicia creando acuerdos entre los familiares y la empresa, definiendo límites sin que afecte sus beneficios; este organismo es denominado como **Asamblea Familiar** y/o **Consejo Familiar**. Con esto se logra la participación de la empresa y los accionistas, un trabajo conjunto ante las decisiones sobre el rumbo de la empresa, permiten trabajar de manera ajena a la empresa, sin conflicto de interés anteponiendo el bienestar de la empresa. Construirá una vía de comunicación entre el Gobierno Corporativo y la familia, con el fin de no perder la soberanía de su patrimonio.

La estructura del Gobierno Corporativo está conformado por la Asamblea de Accionistas, siendo este el órgano supremo de la empresa, en él se encuentran los poseedores de acciones de acuerdo en libros sociales de la empresa. En seguida se localiza el Consejo de Administración de acuerdo al orden de importancia; es el órgano designado por la Asamblea de Accionistas, en él recae la responsabilidad total de la empresa, es decir, garantiza mediante mecanismos necesarios la buena comunicación adecuada entre la sociedad y los accionistas. El Consejo de Administración se encarga de definir la visión estratégica de la empresa que maximice su valor, vigila las operaciones a través de políticas que ayuden a evaluar el desempeño de la dirección y aprueba la gestión de la dirección. Además se encarga de construir un código de ética, asegurar el cumplimiento de leyes y normas, supervisar los sistemas de control interno relacionados con los reportes financieros; formular y revelar la política de remuneración entre los ejecutivos claves y sus miembros. Asimismo define el funcionamiento del propio consejo, la selección, evaluación y cambio de sus miembros. Entre otras actividades, aprueba los estados financieros, establece lineamientos de control interno, supervisa el funcionamiento del Director General y directivos relevantes.

En el consejo de Administración de una PyME no es necesaria la independencia de los consejeros, pero es recomendable serlo para brindar una visión más objetiva sobre los intereses de la empresa, recordando que en el caso de rechazar dicha independencia se someten a la LGSM. Un número excesivo de miembros en el Consejo de Administración también entorpece el adecuado funcionamiento del Gobierno Corporativo, la LMV establece un máximo de 25 miembros para las Sociedades Anónimas Bursátiles; los expertos recomiendan un número de 15 consejeros, en cuestión de las PyMEs no está definido el número, pero al menos se requiere de un 25 % del total de consejeros que sean independientes.

Dentro del Gobierno Corporativo se encuentra el Comité de Auditoría, en él se debe contar con al menos un auditor externo independiente; se encarga de auxiliar al Consejo de Administración a través del seguimiento del control interno asegurando la transparencia en la rendición de cuentas. Vigila las operaciones de la dirección que estas sean llevadas a

cabo como lo han establecido el Consejo de Administración y las Asambleas de Accionistas. Revisa los estados financieros en conjunto con los directivos y el Auditor Externo, previa a su aprobación por el Consejo de Administración. Puede consultar la opinión de otros expertos independientes y convocar a Asamblea de Accionistas si es necesario.

Por último está un comité auxiliar al Consejo de Administración que es de manera opcional, la LMV no obliga a crearlo; es el Comité de Prácticas Societarias. Se encarga de los aspectos de nominación y compensación, manejo de las operaciones relevantes y con partes relacionadas; su labor es evitar conflictos. Después de los órganos descritos, prosigue el puesto de Director General y directivos relevantes de cada área en particular o departamento.

La instalación de Gobierno Corporativo requiere cohesión entre el empresario y los accionistas, la implementación es compleja al ser una forma de organización dividida en funciones de vigilancia, dirección y administración. En resumen, los beneficios de un Gobierno Corporativo a partir de la SAPI hacia la empresa y los inversionistas son:

- Definición de roles y responsabilidades de los diferentes órganos de gobierno.
- Brinda protección de derechos a todos los inversionistas.
- Revelación de información y transparencia en la administración.
- Consideración de la existencia de los terceros interesados en la buena marcha de la empresa.
- Responsabilidad de la emisión de información.
- Prevención de operaciones ilícitas y conflicto de interés.
- Incremento de valor en la empresa.
- Fortalece la estructura financiera.
- Mejora la imagen de la empresa.

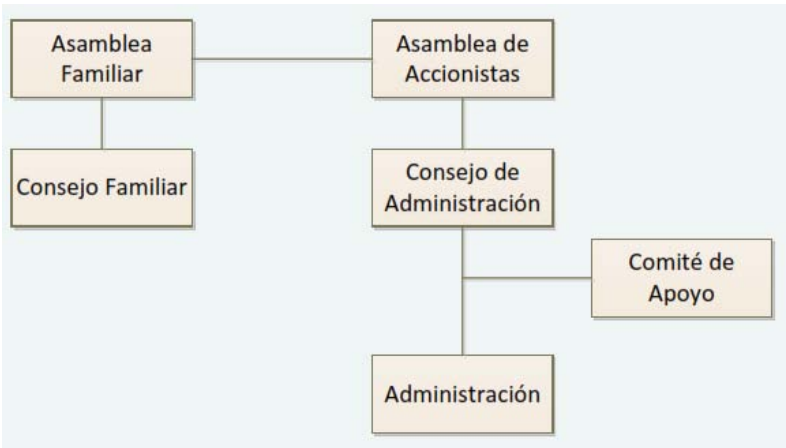
### **3.2 Modelo de Estrategia Financiera**

En la literatura se plasman procedimientos sobre la integración del Gobierno Corporativo a las Sociedades Anónimas para convertirlas en SAPI; la mayoría proveniente de reconocidas consultoras. Sus metodologías se basan en implementar organismos

pertencientes al Gobierno Corporativo, dejando a un lado aspectos importantes, tales como: emisión de información financiera, planeación estratégica y financiera, entre otros aspectos que hacen más integra la sobrevivencia PyME. La figura SAPI, por sí sola, no soluciona el problema totalmente de las PyMEs, pues se concibió como un modelo plenamente jurídico y administrativo con enfoque de buenas prácticas corporativas. El problema de la SAPI radica en que se abarca exclusivamente desde el punto jurídico.

Una estructura sencilla de Gobierno Corporativo es como la que se muestra en la Figura 8. De acuerdo a los principios revisados sobre Gobierno Corporativo en una empresa de tamaño pequeño y mediano tenemos las dos partes fundamentales de este tipo de empresas, que bien podría ser extrapolado a empresas de mayor tamaño; la Asamblea Familiar y la Asamblea de Accionistas. Como complemento están los consejos familiares y administración, quienes establecen las reglas sobre la dirección y el incremento de valor en la Empresa. Este modelo es bastante sencillo pero cumple con todas las características propias de una buena administración.

**Figura 8.** Modelo de Gobierno Corporativo.



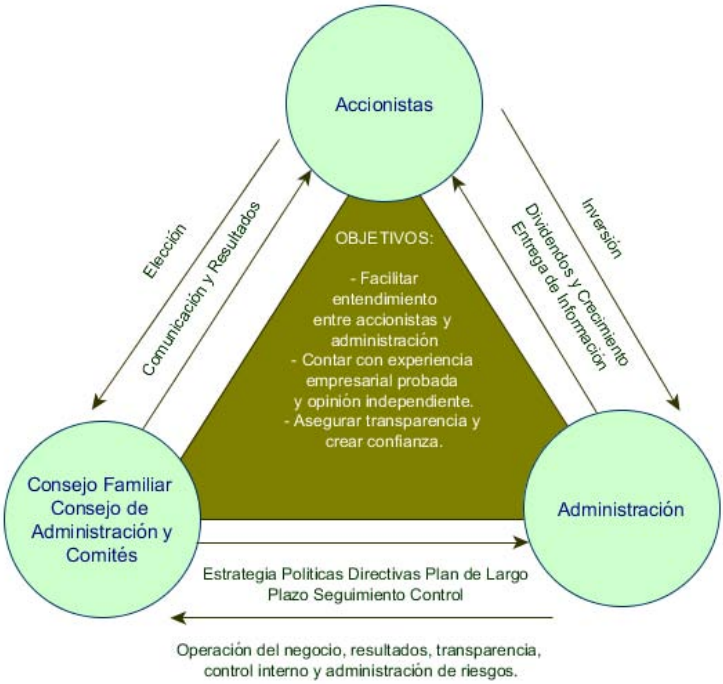
Fuente: Deloitte México (2011)

El siguiente modelo mostrado en la Figura 9 es más explícito en cuanto al funcionamiento del Gobierno Corporativo, denota la relación entre los tres miembros importantes de una empresa PyME: administración, accionistas y familia. Las separa en tres partes totalmente independientes que se comunican entre sí, sin entorpecer el desarrollo de la empresa. Los accionistas y la familia llevarán una estrecha comunicación sobre los



resultados de la empresa, la elección del Consejo de Administración; los accionistas a su vez transmitirán su mensaje al Consejo de Administración quienes deben hacer valer su inversión en crecimiento y rendición de cuentas claras. Finalmente, la coordinación de las tres partes logran una mayor transparencia, confianza y profesionalismo.

**Figura 9.** Interrelación de los integrantes del Gobierno Corporativo en una PyME.

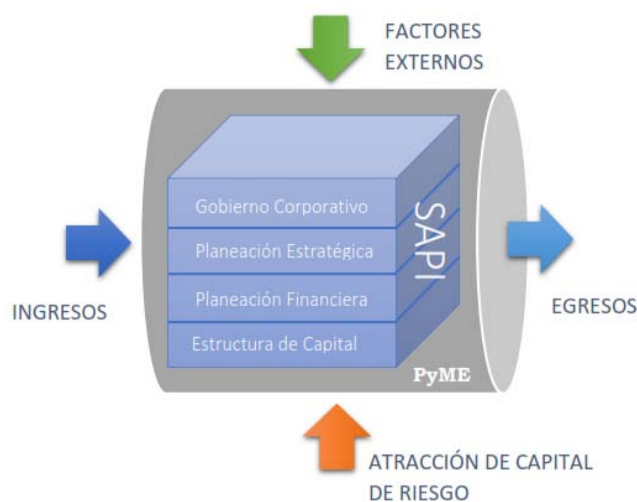


Fuente: Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (2009), “Guía para la institucionalización de la Empresa: acceso al mercado de valores y mejora del Gobierno Corporativo”.

El proceso de institucionalización es un proceso evolutivo en donde la vida de la empresa ya no depende de un conjunto de hombres excepcionales ni de las capacidades excepcionales de los mismos (Llano Cifuentes, 2004). La duración de la empresa va más allá de una segunda generación, añade personal capacitado de acuerdo a sus áreas funcionales. Es imposible para una persona encargarse de todas las áreas directivas; un buen vendedor no suele ser un buen financiero o quienes son capaces de diagnosticar oportunidades carecen generalmente de valentía para decidir con riesgo, para optar una de las oportunidades del diagnóstico (Llano Cifuentes, 2004). Además, representa un esfuerzo sobrehumano hasta el punto de perjudicar la salud.

La estrategia financiera es un modelo evolutivo de la empresa, sus componentes principales están expresados en la Figura 10. La PyME se reestructura con cuatro ejes básicos entornos a la figura jurídica SAPI, permitiendo financiarse de manera más óptima con Capital de Riesgo.

**Figura 10.** Estructura de la Estrategia Financiera.



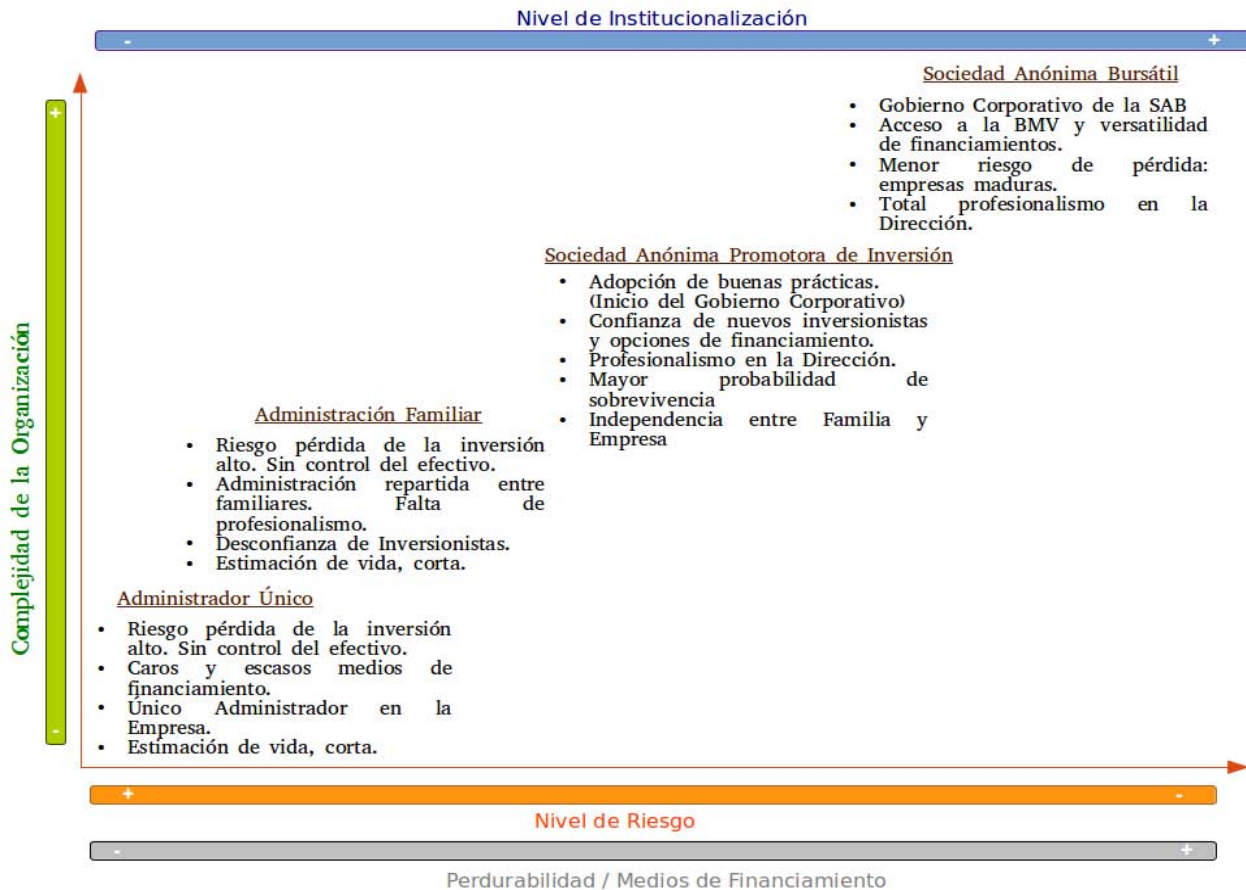
Fuente: Elaboración Propia

Se considera la empresa PyME como un sistema dinámico abierto que se ve afectada o beneficiada por factores externos como pueden ser, tasas de interés de financiamiento, inflación, competitividad, oferta y demanda, por mencionar algunos. El sistema recibe entradas y salidas de efectivo, basándose en la definición de flujo de efectivo libre, las cuales suelen ser desmedidas, superando generalmente las salidas a las entradas. La estrategia se construye sobre cuatro ejes: Gobierno Corporativo, Planeación Estratégica, Planeación Financiera y Estructura de Capital, entendiendo este último como la inclusión de Capital de Riesgo y balanceo del nivel de deuda.

En la Figura 11 se muestra un cuadro comparativo del grado de institucionalización respecto a la estructura de la organización, riesgo, acceso a medios de financiamiento y perdurabilidad de la empresa. A continuación se detalla cada uno de los niveles.<sup>20</sup>

<sup>20</sup> La SAPIB, es una figura intermedia entre la SAPI y SAB, es una transición que solo dura tres años por eso no se considera en la Figura 11; adopta los mecanismos y Gobierno Corporativo de la SAB, lo que prácticamente la hace una SAB.

**Figura 11.** Niveles de Institucionalización.



Fuente: Elaboración Propia

**Administrador Único:** cuenta con poca o nula institucionalización, es el propietario quien tiene a su cargo las funciones de accionista, administración y dirección. Esta estructura persiste en las PyMEs puesto que adoptan la política de que el dueño es la única persona que sabe cómo dirigir el negocio. Su nivel de riesgo es elevado, tienden a desaparecer por deudas con acreedores, excesivos gastos personales, falta de control del dinero y pago de impuestos. Como resultado del alto riesgo, las tasas de financiamiento son elevadas y limitadas, por lo general son los bancos.

**Administración Familiar:** Al igual que el punto anterior, este nivel de institucionalización también es popular entre las PyMEs. Su institucionalización es escasa o nula aunque presenta signos de una organización más complicada. Generalmente suele ser la administración repartida entre miembros de la familia, adoptando una persona moral, llámese Sociedad Anónima. El riesgo es elevado, la administración está en personal no

capacitado, presentándose fugas de dinero por gastos entre los miembros. Se vuelve hermética hacia los nuevos inversionistas impidiendo salida de información que les propicie confianza. El financiamiento es caro y limitado, aún se auxilian de la banca comercial. La perspectiva de vida es baja.

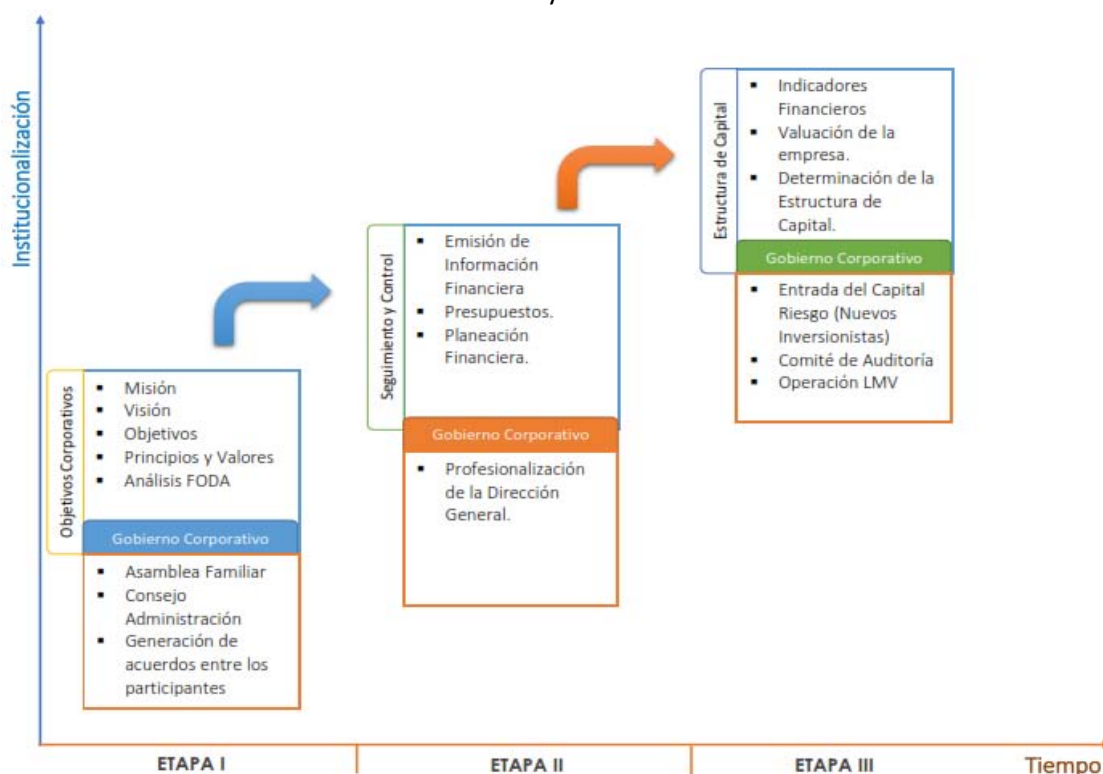
**Sociedad Anónima Promotora de Inversión.** Sus niveles de institucionalización no son los más altos pero si los óptimos para iniciar las buenas prácticas. Incorpora un Gobierno Corporativo simple en su administración, separa a la familia de los asuntos de la empresa. Promueve confianza entre los inversionistas al incluir auditorías en sus actividades; existe una mayor confianza de aseguramiento de retorno de inversión a nuevos accionistas, acceso a capital privado, lo que equivale a un financiamiento más económico. Se programan estrategias de corto y largo plazo, por lo que se anticipan escenarios futuros incrementando las posibilidades de sobrevivencia ante efectos negativos del entorno. Su organización es más compleja que una Sociedad Anónima, pero menor a una Sociedad Anónima Bursátil.

**Sociedad Anónima Bursátil.** La Sociedad Anónima Bursátil (SAB), es la máxima expresión de la institucionalización de una empresa. Finalmente la empresa se vuelve una empresa pública todo el mundo tiene acceso a su información, desde el Gobierno Corporativo hasta financiera. El riesgo es menor, su operación está siendo registrada y monitoreada por inversionistas, comités y organismos como la BMV; además obtiene demasiada confianza de nuevos socios, bancos e instituciones crediticias junto con otros medios de financiamiento como son swaps, futuros, papel bursátil, etc. Su organización es compleja, el Gobierno Corporativo contiene distintos organismos en su estructura corporativa. Su expectativa de vida es larga, los expertos en valuación de empresas usan horizontes de hasta 20 años en sus análisis.

El modelo de la Estrategia Financiera queda estructurado en la Figura 12. Su implementación requiere de bastante tiempo, por tal motivo el eje X se mantiene expresado implícitamente como una variable de tiempo; en el eje Y esta la variable de institucionalización. La Estrategia Financiera se compone de tres apartados y en cada uno

contempla herramientas propias de las Finanzas y la Administración. La separación se hace de acuerdo al nivel de implementación de órganos del Gobierno Corporativo, entre más complejidad presentan estos órganos se requiere una mayor estabilidad en la empresa, es decir, orden y transparencia.

**Figura 12.** Modelo de Estrategia Financiera para la Institucionalización PyME



Fuente: Elaboración Propia

### 3.3 Etapa I: Estructuración de Objetivos Corporativos

La primera etapa del modelo consiste en iniciar a la empresa en el hábito de planear y construir los objetivos corporativos máximos mediante la Planeación Estratégica. Planear no significa adivinar el futuro, no es lo mismo planear que predecir. Planear permite formular los pasos necesarios para construir el escenario que se desea. En el contexto actual es más que necesario la planeación, pues se vive en un mundo con cambios constantes, demasiada incertidumbre y volatilidad. La información fluye de polo a polo mediante novedosos sistemas informáticos actualizándose segundo a segundo. Entre los beneficios propios de la planeación son, la adaptación a los nuevos cambios e imprevistos

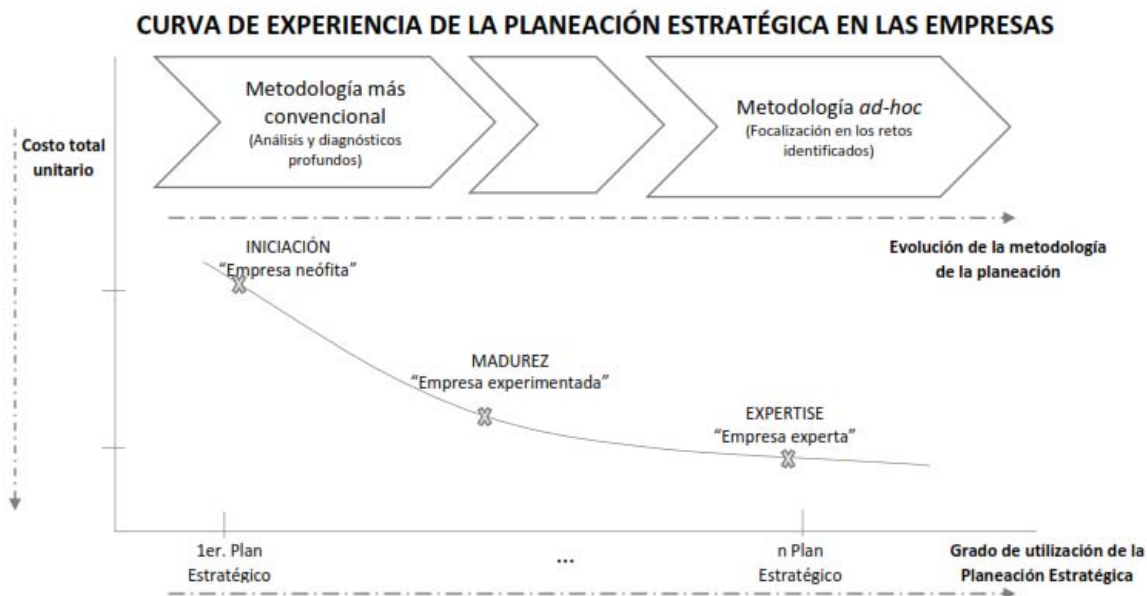
que surjan en la empresa, establecimiento de objetivos a corto o largo plazo, medición del nivel de eficiencia y eficacia de la empresa.

En esta primera etapa se emplea la Planeación Estratégica. Antes de adentrarse a este tipo de planeación, es importante conceptualizar qué es estrategia y planeación. Se relaciona la palabra “estrategia” con actos militares para lograr la conquista de algún territorio. La definición de estrategia proviene de la palabra del griego “strategos” que significa general. The America Heritage Dictionary, la define como la “ciencia y el arte del mando militar aplicados a la planeación y conducción de operaciones de combate en gran escala”. Entonces, una estrategia representa una secuencia de operaciones planteadas para alcanzar un fin máximo. Estrategia puede ser definida en dos sentidos (Francés, 2006): amplia y restringida. En su forma amplia, es la definición de objetivos, acciones y recursos que orientan el desarrollo de una organización; por otro lado, en su forma restringida es un plan de acción para alcanzar los objetivos en presencia de incertidumbre.

Se define un objetivo a alcanzar a través de un plan. El significado de planear; se concibe como “proceso en el cual se definen de manera sistemática los lineamientos estratégicos o líneas maestras de la empresa u organización, y se desarrollan en guías detalladas para la acción, se asignan recursos y se plasman en documentos llamados planes” (Francés, 2006). Precisamente la Planeación Estratégica, es un plan maestro formulado por la Alta Dirección, donde se plasman las decisiones estratégicas; considera la incertidumbre mediante la identificación de oportunidades y amenazas del entorno. Son decisiones que se han adoptado en el presente, que repercutirán en un futuro, buscando crear una empresa más competitiva.

La Planeación Estratégica puede ser tan sencilla o compleja como lo requiera la empresa. Incluso brinda flexibilidad, dinamismo y adaptabilidad, que puede ser sujeta a modificaciones si así lo considera la dirección. En la Figura 13, se aprecia la Planeación Estratégica de acuerdo al tamaño de la empresa.

**Figura 13.** Curva de experiencia de la Planificación Estratégica en las empresas.



Fuente: Sainz de Vicuña (2012), “El Plan Estratégico en la Práctica”

Entre los puntos básicos a establecer son: fines, misión, visión, valores, políticas, objetivos e indicadores; introduciendo la PyME a las buenas prácticas y organizar su estructura de Gobierno Corporativo base.

### 3.3.1 La Matriz FODA

Es un análisis externo e interno que sirve para conocer de la empresa sus fortalezas, debilidades, amenazas y oportunidades, es el primer paso del proceso de la Planeación Estratégica; de este análisis se desprende la conocida Matriz FODA, que es la abreviatura de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas.

**Fortalezas.** Es parte del análisis interno; son características propias de la empresa que contribuyen al logro de los objetivos. Son controlables; su contraparte son las debilidades.

**Debilidades.** Al igual que las fortalezas, forma parte del análisis interno de la empresa y son controlables. No benefician el logro de los objetivos por tal, son perjudiciales.

**Oportunidades.** Forman parte del análisis externo, ajenos a la empresa, por lo tanto, son variables que no pueden controlar. De la misma manera que las fortalezas, contribuyen con el logro de los objetivos.

**Amenazas.** Representa la equivalencia de las debilidades pero de manera externa; no pueden ser controladas por la empresa. Deterioran el camino al éxito del cumplimiento de los objetivos.

La matriz FODA permite identificar en dónde se encuentra situada la empresa; analiza ventajas y descubre puntos débiles que puedan ser solucionados; explota las oportunidades del entorno presente para minimizar el impacto de las amenazas y potencializa las fortalezas.

### 3.3.2 La Matriz Estratégica

El segundo paso de la Planeación Estratégica consiste en, a través de la Matriz FODA, formular escenarios alcanzables de acuerdo a las características propias de la empresa; establecer los lineamientos que regirán a la organización para cumplir los objetivos máximos en conjunto con ambas partes relacionadas de la empresa, entiéndase familia y accionistas; construirá los objetivos corporativos o también llamada Matriz Estratégica. Estos objetivos corporativos serán básicamente acuerdos entre los accionistas y la familia que no afecte a los intereses de ambos. Los objetivos a construir son:

- **Misión.** La misión permite identificar el sector a donde quiere ingresar la empresa o liderar; otorga mayor claridad hacia que clientes va dirigido el producto. Brinda identidad a la empresa; responde a la preguntas ¿por qué existimos? ¿En qué negocio estamos? ¿En qué negocio queremos estar? Los objetivos se fijan alrededor de ella. Ejemplos:<sup>21</sup> “Ser reconocida por nuestros clientes, empleados y accionistas como la mejor compañía del área del sector” (Continental Airlines); “Ser la empresa que, globalmente, mejor entiende y satisface las necesidades de productos, servicios y autorrealización de las mujeres” (Avon).

---

<sup>21</sup> Ejemplos tomados del libro de Sainz de Vicuña (2012), “El Plan Estratégico en la práctica”



- **Visión.** La visión es un gran objetivo; se caracteriza por ser ambicioso y a largo plazo. Sin embargo, debe ser alcanzable en un horizonte de tiempo. Es el escenario futuro donde la empresa desearía estar; responde a la pregunta ¿qué queremos ser? Ejemplos: “un ordenador en cada despacho y en cada hogar” (Microsoft); “Seremos el productor de vinos de calidad más preeminente del mundo” (Mondavi).

- **Valores.** Los valores son las directrices de comportamiento de los individuos en la empresa, rige el comportamiento ético - social para llevar a cabo los planes de acción de la empresa. Generalmente, los valores que adoptan son los más representativos de acuerdo a la actividad de la empresa; responde a la pregunta ¿en que creemos?

- **Objetivos y Fines.** La diferencia entre estos dos es que los objetivos son logros intermedios temporales, estados que se desean alcanzar y medibles en un determinado tiempo, sirven para alcanzar los fines; en cambio, los fines son objetivos permanentes, van de la mano con la razón de ser, son complementarios. Los objetivos se establecen de acuerdo a los intereses de los accionistas.

- **Políticas.** Son reglas o guías dentro de las cuales se puede actuar. Orientan a la toma de decisiones que contribuyan con el logro de los objetivos de mayor jerarquía. Se apegan a los valores de la empresa.

- **Cultura Organizacional.** Recaba en su estructura los valores, la filosofía empresarial, el clima empresarial, normas, tradiciones y comportamientos organizativos.

### 3.3.3 Matriz de Priorización

Una segunda parte de la matriz FODA es la determinación de acciones o planes para solucionar los problemas detectados en el análisis que impidan el alcance de los objetivos máximos.<sup>22</sup> Sin embargo, se pueden tener n cantidad de planes y acciones sin saber cual debemos ejecutar primero, por esto, entra en juego la Matriz de Priorización. Esta matriz jerarquiza de acuerdo al nivel de urgencia e importancia que tengan los planes de acción (Figura 14), de manera muy similar a la matriz FODA.

**Figura 14.** Matriz de Priorización.

<b>Importancia</b>	Alta	<b>Vigilancia estratégica</b> Comité de Dirección Analizar incremento de urgencia	<b>Acciones prioritarias</b> Comité de Dirección Implementación y control
	Baja	"No pasa nada" si no se ponen en marcha	Trasladar su realización a niveles operativos de la empresa
		Baja	Alta
		<b>Urgencia</b>	

Fuente: Elaboración Propia

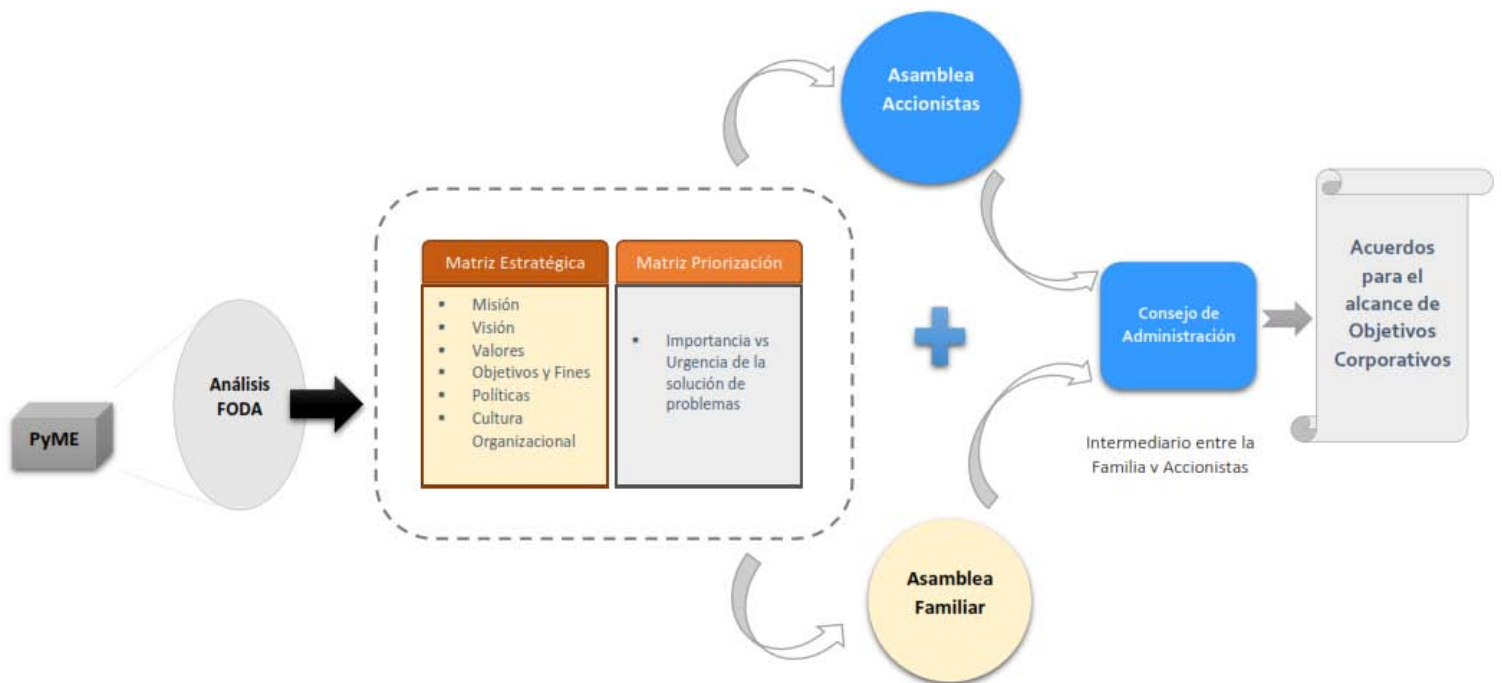
En la matriz de priorización se colocan los planes o acciones; a estos se les asigna un cuadrante que de acuerdo a la empresa considerará su importancia y la urgencia de cada uno. Es lógico pensar que aquellos que coloque de alta importancia y urgencia, sean vitales llevarlos a cabo lo más pronto posible, asimismo para los de baja importancia y urgencia pueden realizarse en un plazo muy lejano, pues no afecta en nada a la empresa. Los de baja urgencia y alta importancia, se revisan cotidianamente con el objetivo de ser corregidos a largo plazo. Por último los de cuadrante de poca importancia o nula pero de urgencia alta, se pueden delegar a los propios operarios para ser llevados a cabo, sin dejar de monitorear su progreso.

<sup>22</sup> El lector debe saber que no existe una acción única. Existen infinidad de herramientas muy sofisticadas para construir planes en la Planeación Estratégica que pueden ser consultadas en el libro de la "Estrategia y planes para la empresa" de Antonio Francés.

### 3.3.4 Alineación de Objetivos Corporativos y Participantes en la Toma de Decisiones

La generación de acuerdos entre las partes involucradas en la toma de decisiones es el puente para alcanzar el estado deseado de la Planeación Estratégica. La separación de la familia fuera de la toma de decisiones es el primer paso hacia la profesionalización de la dirección. Sin embargo, se mantienen los intereses de la familia dentro de los objetivos corporativos pero de manera objetiva sin interés particular. Por ello, el resultado obtenido se resume en acuerdos priorizando, las necesidades propias de la empresa.

**Figura 15.** Integración de la Planeación Estratégica y el Gobierno Corporativo



Fuente: Elaboración Propia

En la Figura 15 se muestra a los dos participantes influyentes en la toma de decisiones de la empresa; accionistas y familia. Para ello se crea la Asamblea de Accionistas y la Asamblea Familiar. Estos dos organismos logran conjuntar una visión unificada de la empresa a largo plazo, construida a través del resultado del Análisis FODA para aterrizar las características inherentes de la PyME. Entre ambos organismos estará como mediador un Consejo de Administración que será quien unifique tanto los deseos del Accionista como

los de la Familia traducido en Objetivos Corporativos Máximos (Plan Estratégico). Este Consejo es designado de acuerdo por los Accionistas y la Familia.

El Plan Estratégico contendrá acciones que se ejecutarán para posicionar a la PyME con la visión unificada y así reaccionar ante circunstancias adversas que pudiesen afectar su buen desempeño operativo y financiero. Se elimina el conflicto de interés familiar y empresarial.

### **3.4 Etapa II: Seguimiento y Control de Objetivos Corporativos**

Los acuerdos formulados entre la familia y los accionistas plasmados en la misión, visión, objetivos y metas, por sí solos carecen de sentido, faltan los mecanismos para alcanzarlos. El camino hacia un Plan Estratégico exitoso debe ser medible y controlable, por ello se conjunta con la Planeación Financiera; con ella se construirán indicadores para determinar si la estrategia seleccionada es la correcta para alcanzar los objetivos corporativos máximos deseados. La Planeación Estratégica engloba dentro de su definición a la Planeación Financiera, pues la primera busca asignar recursos para alcanzar los objetivos máximos, mientras que la segunda otorga el control para asignar los recursos de acuerdo a los objetivos.

En esencia, los presupuestos son el corazón de la Planeación Financiera; contribuyen al control de situaciones a corto plazo para alcanzar objetivos de largo plazo, permite detectar desviaciones inmediatas de los objetivos, así como situaciones exógenas que afecten la salud financiera de la empresa y pongan en riesgo la operación. Se logra alcanzar Estados Financieros provisionales, presupuestados o también llamados Proforma. No obstante, antes de formular los Estados Financieros Proforma, es necesario conocer las normas contables generalmente aceptables que servirán a su vez para construir Estados Financieros del periodo que generalmente no existen en las Pequeñas y Medianas Empresas.

### 3.4.1 Emisión de Información Financiera

La presentación de información financiera se realiza mediante la elaboración de Estados Financieros apegados a principios contables generalmente aceptados. El Instituto Mexicano de Contadores Públicos (IMCP) propone normas de información financiera (NIF), para el adecuado cumplimiento de emisión de información financiera verídica y transparente. En este compendio de NIFs se plasman los fundamentos en la elaboración de estados financieros: Estado de Resultados, Balance General, Flujo de Efectivo, cambios en el Capital Contable, así como la clasificación de cuentas contables.

En esta Estrategia Financiera, es precisa la elaboración de los tres Estados Financieros básicos, con la finalidad de cumplir con el requisito de emisión de información financiera, tanto para que sirva de base en la toma de decisiones, así como información para los accionistas, y proporcionar herramientas para los modelos de Planeación Financiera.

En principio de cuentas la elaboración de los estados financieros parte de la información proporcionada por el área contable, la cual está sujeta a un catálogo de cuentas que guía a los contadores y financieros para agrupar en la sección correcta cada rubro; capital contable, activo o pasivo circulante o de largo plazo.

Generalmente la estructura de un Estado Financiero se compone de tres partes:

1. Encabezado
  - a. Nombre de la empresa
  - b. Nombre del estado financiero de que se trate
  - c. La fecha fija del ejercicio correspondiente
2. Cuerpo
  - a. Destinado para el contenido del estado financiero para el que se trate.
3. Pie
  - a. Destinado para notas en los estados financieros
  - b. Nombre y firma de quien los confecciona, audita, etc.

El Balance General se compone de tres secciones básicamente y cumple con la ecuación contable **Activo = Pasivo + Capital Contable**

La presentación comúnmente usada es como la que se muestra en la Figura 16; del lado izquierdo están los activos y del lado derecho los pasivos y el capital contable.

**Figura 16.** Estructura del Balance General.

Activos		Pasivos
Circulante		Corto Plazo
Fijo		Largo Plazo
Diferido		Capital Contable
<b>Total</b>		<b>Total</b>
<b>Total Activo</b>	=	<b>Total Pasivo + Capital Contable</b>

Fuente: Elaboración Propia

El Estado de Resultados, contiene todos los ingresos y egresos del periodo, su estructura es como se muestra en la Figura 17. En el Estado de Resultados, o también llamado Estado de Pérdidas y Ganancias, aparece la utilidad bruta, utilidad operacional, utilidad antes de impuestos y la utilidad neta. En situaciones de inflación se utilizan apartados adicionales (REPOMO) para considerar dicho efecto en el estado financiero.

**Figura 17.** Estructura del Estado de Resultados.

## INGRESOS y EGRESOS

### VENTAS NETAS

- COSTO DE VENTAS

### UTILIDAD BRUTA

- GASTOS DE ADMINISTRACIÓN y VENTAS

### UTILIDAD DE OPERACIÓN

+ OTROS INGRESOS

- OTROS INGRESOS

### UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS

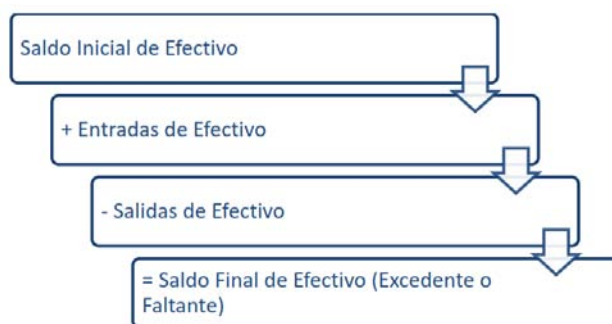
- IMPUESTOS

### UTILIDAD NETA

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente el Flujo de Efectivo contiene todas las entradas y salidas del efectivo en el periodo, su utilización es para evaluar cuánta liquidez tiene el negocio. A las entradas del efectivo se le restan las salidas del mismo y el resultado se considera como el flujo de efectivo (excedente o faltante). Las entradas de efectivo las componen recursos provenientes de ventas al contado, cobranza de cuentas por cobrar, venta del equipo al contado y aportaciones por los accionistas. Las salidas de efectivo son el desembolso de efectuar transacciones tales como: compras de mercancía al contado, pago de gastos y retiro de capital de parte de los accionistas. Dentro del Flujo de Efectivo, tanto las entradas como las salidas se clasifican en actividades de operación, financiamiento o inversión. (Figura 18)

**Figura 18.** Estructura del Flujo de Efectivo



Fuente: Elaboración Propia

### 3.4.2 Presupuestos

Los presupuestos se definen como una herramienta de la planeación, que sirve para determinar, integrar y coordinar las áreas, actividades, departamentos y responsables de una organización, y que expresa en términos monetarios los ingresos, gastos y recursos que generan en un período determinado para cumplir con los objetivos fijados en la estrategia.<sup>23</sup>

Los presupuestos brindan flexibilidad permitiendo adaptarse a los cambios que se generen en el entorno de la empresa. Añaden seguridad y motivación a los involucrados en su elaboración, generando compromiso para su cumplimiento. Minimiza el riesgo,

---

<sup>23</sup> Adaptación de la definición tomada del libro “Control presupuestario: planificación, elaboración y seguimiento del presupuesto” de Luis Muñiz (2009)

redireccionando los objetivos a un plano más real y accesible; dentro de sus ventajas está el relacionar los recursos obtenidos contra los recursos utilizados en forma de ingresos, gastos e inversiones, contraponiendo lo real con lo estimado, prácticamente fungiendo como pronóstico, ayuda a determinar para cada área cuánto son los recursos necesarios para llevar a cabo sus actividades. Una de características más importantes que tienen los presupuestos es que permite la previsión de futuros problemas que puedan presentarse, anteponiendo de esta manera soluciones o planes alternativos. En contraste, tenemos algunas desventajas como son, el tiempo requerido para su elaboración; creación de presupuestos ficticios, es decir, manipulados o alterado; presupuesto sin apego a la realidad, inalcanzables que pierdan la esencia del objetivo. En ciertas empresas puede ser tedioso y muy largo.

### Tipos de Presupuesto

Los presupuestos presentan diferentes técnicas presupuestarias; su estructura depende de la función que tomaran en la empresa. Entre las técnicas presupuestarias están:

- Presupuesto rígido o estático. Son empleados para actividades que no se ajustaran posteriormente, su variación con respecto al real es insignificante.
- Presupuesto flexible. Tal y como se llaman, permiten ajustar el presupuesto de acuerdo a los diferentes niveles de actividades de la empresa. Su precisión es más exacta, pues va muy relacionado con los costos fijos y variables. En contraposición, se requiere conocer el comportamiento de los diferentes niveles de actividades a presupuestar, por lo tanto, requiere una inversión mayor de tiempo y personal.
- Presupuesto por programas. Generalmente usado en administración pública; se calcula y desglosa por sub actividades, creando en cada sub actividad un programa o paquete completo. Se confecciona de acuerdo a los objetivos del programa.
- Presupuesto base cero. Se confecciona año con año reevaluando todos los programas y gastos de la entidad, no se basa en los gastos de períodos anteriores. Permite



eliminar operaciones repetitivas, fijar objetivos y metas; rompe con las metodologías de presupuesto tradicionales, otorgando libertad al responsable de su elaboración.

- Presupuesto por actividades. Es empleado para empresas que presentan algún sistema de costo basado en actividades (ABC), pues se confecciona de la misma manera, en actividades (ABC).

Además de los presupuestos anteriores tenemos otros no tan tradicionales como son:

- Presupuesto de supervivencia. Es el presupuesto mínimo para operar en una empresa.

- Presupuesto garantizado. Es el ingreso garantizado a percibir por parte de la empresa.

- Presupuesto óptimo. Es un ingreso extra que se obtiene al cubrir los ingresos normales. Pasa después a formar parte del presupuesto habitual de trabajo.

#### Proceso de Elaboración del Presupuesto

El presupuesto es un documento que se revisa y se ajusta continuamente, en él contiene los argumentos tanto monetarios como no monetarios para la toma de decisiones sobre el alcance de los objetivos corporativos. Su elaboración involucra a los responsables de cada área, pues son ellos quienes conocen la cantidad de recursos necesarios para lograr los objetivos, y no el área contable o financiera; esta última solo guiará en el proceso. Los objetivos que se establecen en la elaboración deben estar alineados a lo plasmado en la Planeación Estratégica, además de ser alcanzables y proveer a las áreas con los recursos necesarios para lograrlos. El presupuesto es una herramienta de gestión que pretende alcanzar una realidad prediseñada, la información contenida es cualitativa y cuantitativa, su elaboración debe ser hecha para que pueda ser analizada mediante comparaciones entre lo presupuestado contra la realidad. Las etapas de la planificación se puede observar en la Figura 19.

**Figura 19.** Etapas del proceso presupuestario.

Descripción	Contenido
1 Inicio del proceso de confección del presupuesto	Comunicación de objetivos e instrucciones. Entrega de dossier presupuestario. Comunicación del calendario o planning del presupuesto. Definir la estructura de los diferentes presupuestos.
2 Elaboración de los presupuestos operativos	Determinar el contenido del presupuesto. Confeccionar cada presupuesto operativo.
3 Negociación de los presupuestos	Determinar la forma de negociación. Realizar entrevistas y reuniones previas.
4 Obtención de presupuestos	Obtener los presupuestos operativos de los diferentes responsables. Consolidar los presupuestos operativos para obtener el presupuesto final.
5 Aprobación	Reuniones de aprobación final. Revisión del presupuesto.
6 Seguimiento y control	Determinar los plazos y forma de análisis de las desviaciones. Realizar las reuniones oportunas para analizar las desviaciones.
7 Actualización de datos	Analizar la situación. Actualizar el presupuesto si es necesario.

Fuente: Luis Muñiz (2009), “Control presupuestario. Planificación, elaboración y seguimiento del presupuesto”.

*Primera Etapa.* En esta etapa se fijan los objetivos y se comunican hacia la organización; los objetivos van de acuerdo a la Planeación Estratégica. Se entrega la documentación necesaria para elaborar el presupuesto, cédulas, así como el llamado “*planning*”. En este *planning* incluirá los medios necesarios a utilizar ya sea calendarios, informes, plazos, forma de trabajo y todo lo referente para la construcción del presupuesto. Adicionalmente se debe definir la estructura de los diferentes presupuestos; esto se refiere a los presupuestos de cada nivel:

- Presupuestos operativos: de venta e ingresos, de compras, de gastos generales, de gastos financieros y de producción.
- Presupuesto de inversiones.

- Presupuesto de tesorería (previsión de cobros y financiación, así como previsión de pagos)

*Segunda Etapa.* Se elaboran los presupuestos operativos y se le adiciona el de inversiones para dar como resultado el presupuesto general o maestro; otra forma de expresarlo en sus componentes es:

- Presupuesto de ventas.
- Presupuesto de producción.
- Presupuesto de gastos comerciales.
- Presupuesto de materiales de producción.
- Presupuesto de mano de obra.
- Presupuesto de costes indirectos de fabricación
- Presupuesto de inversiones
- Presupuesto de investigación y desarrollo.

*Tercera Etapa.* La negociación de los presupuestos; es decir, entablar acuerdos con los diferentes responsables de cada departamento, de acuerdo a si los objetivos establecidos son alcanzables. En este punto es válido que los responsables defiendan con argumentos de por qué no pueden lograr perfectamente cumplir sus actividades con el presupuesto asignado, si acaso se requiere una mayor asignación de recursos.

*Cuarta Etapa.* En esta etapa se obtienen todos los presupuestos para conformar el presupuesto global; es la base para decidir si se aprueba o no el presupuesto final. De aprobarse se procede a obtener los Estados Financieros Proforma.

*Quinta Etapa.* Finalmente, en este paso pueden ocurrir dos opciones; la primera, el presupuesto es aprobado sin complicación alguna. La segunda, donde no se cumplen con los requisitos establecidos, por lo tanto, se regresa a revisión y a la primera etapa nuevamente.

*Sexta Etapa.* Un plan sin control es inservible, por ello se establece mecanismos de control y seguimiento del cumplimiento del presupuesto.

*Séptima Etapa.* Esta última va de la mano con la sexta, al darle seguimiento se aprecian los cambios hechos en el entorno, para ello se actualizará el presupuesto ajustándose a estas variaciones. También dichos cambios pueden ser debido a acontecimientos importantes o a que la empresa se encuentra en un sector donde las ventas tienen variaciones constantemente.

### Seguimiento y Control del Presupuesto

Un presupuesto debe ser vigilado y controlado; un presupuesto sin vigilancia es dejar a la deriva las acciones, esfuerzos y tiempo del personal. La inexistencia de un seguimiento impide poder comparar las cifras reales obtenidas frente a las planificadas, ni saber si se logró el cumplimiento de los objetivos establecidos inicialmente. Un seguimiento y control permite identificar desviaciones entre lo presupuestado contra lo real, para determinar posibles causas por las que no se está logrando conseguir el objetivo; de igual forma, determina si el objetivo que se planteó es correcto y no sobrepasa de la realidad. Las desviaciones encontradas permitirán hacer correcciones pertinentes, priorizar de mayor a menor orden de importancia y evaluar si las causas fueron por fenómenos ajenos al comportamiento de la empresa o fueron propios. No necesariamente las desviaciones son desfavorables, existen casos donde estas desviaciones son favorables y aun así deben ser analizadas para identificar posibles fortalezas no identificadas.

Las desviaciones pueden expresarse en valores absolutos, unidades previstas menos unidades reales; o como porcentaje. Finalmente, en lo que respecta a los controles, dependerán de cada empresa pues se pueden definir e imponer desde diferentes perspectivas. Como medida precautoria, no se debe confiar en las cifras de un presupuesto operativo, es obligatorio analizar el presupuesto en conjunto, es decir, el presupuesto maestro o global; se dan casos donde se consigue el objetivo del presupuesto de ventas pero con unos gastos comerciales excesivos, sobrepasando lo presupuestado; o bien, en caso contrario, conseguir los objetivos de ventas sin usar todo el presupuesto de gastos comerciales.

### 3.4.3 La Planeación Financiera

El hablar de Planeación Financiera involucra el uso del término Planeación Estratégica Financiera, pues son herramientas complementarias; busca conseguir los objetivos corporativos máximos plasmados en el plan estratégico mediante el uso de modelos y métricas financieras. La Planeación Financiera, a diferencia de los presupuestos, es usada para plazos más allá de un año, por consiguiente es un perfecto compañero de la Planeación Estratégica. Generalmente se le atribuyen los Estados Financieros Proforma, pues son Estados Financieros proyectados a lo largo de un horizonte de análisis, contruidos sobre premisas determinadas por la empresa con base en estudios técnicos, estudios de mercado o modelos matemáticos complejos como series de tiempo o regresiones lineales.

La Planeación Financiera es esencial en la consecución de los objetivos a largo plazo, ayuda a determinar el nivel de financiamiento, ya sea capital o deuda, que se requerirá. Incluso en el financiamiento bancario la empresa busca optimizar el pago de sus obligaciones equilibrando su Estructura de Capital. Sirve como rector para planificar la llegada de nuevo capital accionista y revisar cómo afectará sus resultados financieros. Adicionalmente, la Planeación Financiera permitirá compartir sus metas a largo plazo a nuevos accionistas, como puede ser el caso de ingresar al Mercado de Valores mediante una OPI.

### 3.4.4 Vigilancia y Seguimiento de Planes por la Dirección

La incorporación de una Dirección General independiente de alguno de los grupos de interés (Familia o Accionistas), que sea capaz y preparado para asumir las importantes decisiones que protejan, vigilen y se encarguen de cumplir con el Plan Estratégico aprobado por los tomadores de decisiones. La Dirección General es designada previamente por el Consejo de Administración, quien seleccionará al candidato más acorde a los requerimientos de la PyME.

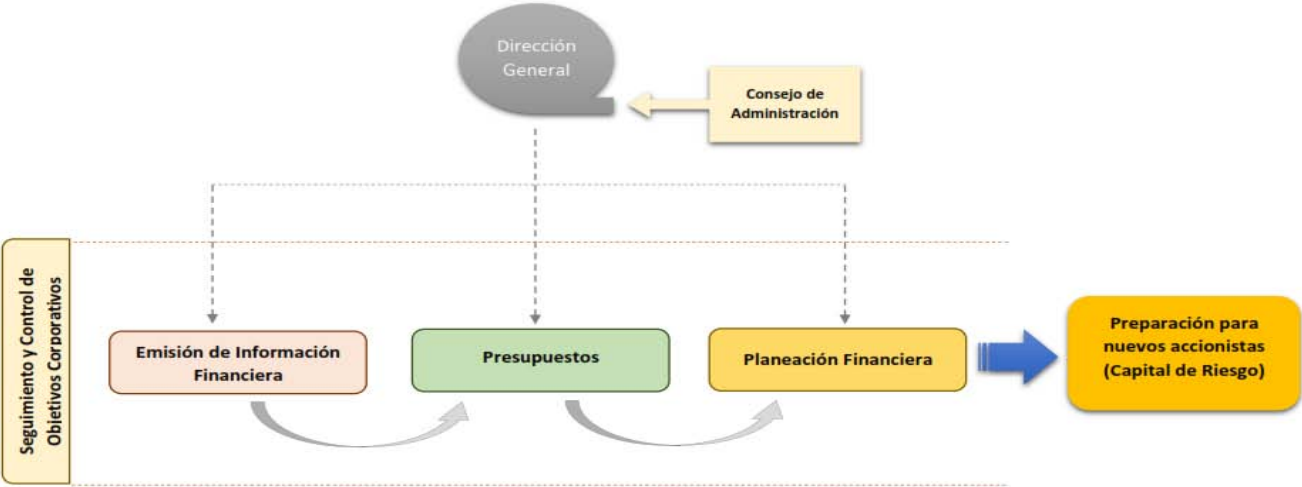
Los seguimientos y controles se van construyendo a pequeños esfuerzos; cada etapa es necesaria realizarse para que el subsecuente proceso se lleve a cabo de manera

eficaz. En la Figura 20 aparece la integración de todos los componentes de esta etapa. El cumplimiento de los Objetivos Corporativos máximos serán vigilados a través de la Dirección General, sin embargo para su control se requiere tener la información íntegra, clara y precisa de la empresa, por ello se desencadena un proceso de Emisión Financiera de toda la compañía, permitiendo de tal forma una fotografía de cómo se encuentra la empresa financieramente y cuál ha sido su desempeño, si ha ido desarrollándose alejado de los Objetivos Corporativos máximos y qué se ha hecho bien que contribuyan para alcanzar el estado deseado.

En un segundo paso, se desarrolla el presupuesto que soluciona problemas de corto plazo ya definidos previamente en la matriz de priorización, así se controlan los objetivos inmediatos del Plan Estratégico. Finalmente, el último paso es la proyección a largo plazo de Estados Financieros para solucionar los problemas del mismo horizonte de tiempo.

Reunida toda esta segunda etapa obtenemos orden en la organización. La PyME puede compartir a nuevos accionistas sus planes de expansión y seleccionar e integrar a aquellos inversionistas que compartan el mismo deseo y visión de la empresa. Adicionalmente, hace más atractiva y facilita los mecanismos para determinar el nivel de participación que quiere que tenga el accionista, con esta etapa concluida se procede a determinar la Estructura de Capital óptima para la PyME.

**Figura 20.** Vigilancia y Seguimiento de los Objetivos Corporativos.



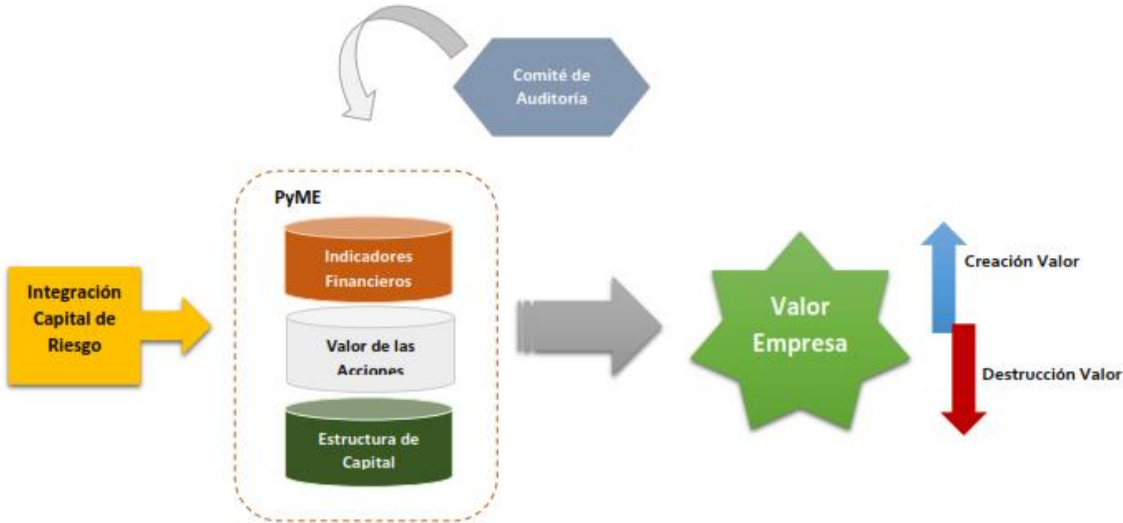
Fuente: Elaboración Propia

### 3.5 Etapa III: Incorporación del Capital de Riesgo y Optimización de la Estructura de Capital

La última Etapa de la Estrategia Financiera consiste en la integración del Capital de Riesgo en la Estructura de Capital de la PyMEs. Su adición se realiza mediante la determinación del valor de sus acciones. La PyME requiere saber cuánto ofrecerá de participación en el capital al nuevo inversionista y cuánto pertenecerá a los accionistas actuales sin perder el control de la empresa.

La Figura 21 engloba los mecanismos necesarios para consolidar la Estrategia Financiera y complementar el modelo. La métrica de eficiencia de la Estrategia será el uso del Valor de la Empresa. Muestra la integración de un último organismo, Comité de Auditoría, su adopción es necesaria puesto que determina si la PyME se rige bajo la LMV o se mantiene con la LGSM. Por lo tanto, es importante destacar que la PyME al integrarlo podrá hacer emisiones de Capital Privado (Riesgo) ante las instituciones pertinentes con permiso de la autoridades.

**Figura 21.** Integración del Capital de Riesgo en las PyMEs.



Fuente: Elaboración Propia

### 3.5.1 Indicadores Financieros

El primer paso consiste en la determinación de indicadores financieros que servirán como muestra de la sana operación, capacidad de financiamiento y riesgo financiero que serán mostrados ante los inversionistas. Estos indicadores ayudarán a tomar al inversionista la decisión de si invertir en la empresa o no, además, permitirá dimensionar el nivel de riesgo al que se afronta. Los indicadores de mayor utilización son de solvencia, liquidez, y rentabilidad, todos ellos se obtienen a partir de los Estados Financieros.

#### Indicadores de Liquidez

Estos indicadores de liquidez se basan en el activo circulante y pasivo circulante, su resultado expresará la capacidad que una empresa tiene para poder cubrir sus deudas a un corto plazo. Entre las más destacadas están:

**Razón Circulante.** Es el cociente del Activo Circulante entre el Pasivo Circulante; indica qué tanto puede hacer la empresa frente a sus obligaciones a corto plazo. Un número mayor e igual a uno indica que la empresa puede cubrir sus pasivos a corto plazo completamente o hasta tener exceso en sus activos circulantes; en otras palabras, tiene liquidez a corto plazo.

$$\text{Razon Circulante} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

**Razón rápida (prueba del ácido).** Este indicador omite del Activo Circulante el valor de los inventarios. Los inventarios representan dinero inmóvil que no se pueden hacer líquido rápidamente, por ello a veces la razón del circulante suele ser elevada porque gran parte del Activo Circulante es inventario y por lo tanto es una falsa liquidez de la empresa. En esta prueba se le resta al Activo Circulante los inventarios, dando el siguiente cociente:

$$\text{Prueba del ácido} = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

**Razón de Efectivo.** Esta razón es utilizada por si algún prestamista o acreedor le interesa únicamente saber si se tiene el efectivo suficiente, usados en casos de muy corto plazo, sin contar cuentas por cobrar, inventarios, u otros componentes del Activo Circulante.



$$\text{Razón de Efectivo} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

## Indicadores de Solvencia

Los indicadores de solvencia sirven para determinar si la empresa tiene la capacidad de hacer frente a sus obligaciones a largo plazo, a esto también se le considera como su apalancamiento financiero.

**Razón de Deuda Total.** La razón de deuda total sirve para analizar cuánta deuda utiliza la empresa; se desprende de la ecuación de *Activo = Pasivo + Capital Contable*; despejando el total de deudas nos queda *Activo – Capital Contable = Pasivo*, por ello la fórmula es como se muestra a continuación:

$$\text{Razón de deuda total} = \frac{\text{Activos total} - \text{Capital total}}{\text{Activos total}} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$$

**Razón de cobertura de interés.** Sirve para analizar cuánto cubren los intereses a pagar por las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT<sup>24</sup>).

$$\text{Razón de cobertura de interés} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Intereses}}$$

**Razón de cobertura de efectivo.** La razón de cobertura de efectivo a diferencia de la cobertura de interés considera en su cálculo a la depreciación y amortización. Esto sucede porque la EBITDA<sup>25</sup> no es prácticamente una medida de flujo de efectivo disponible. El añadirle al EBIT la depreciación y amortización se tiene lo que se denomina como utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA). La EBITDA es una medida de generación de efectivo derivado de las operaciones.<sup>26</sup>

$$\text{Razón de cobertura de efectivo} = \frac{\text{EBIT} + (\text{Depreciación y Amortización})}{\text{Intereses}}$$

<sup>24</sup> Por sus siglas en Inglés: Earning Before Interes and Taxes

<sup>25</sup> Por sus siglas en Inglés: Earning Before Interes, Taxes, Depreciation and Amortization

<sup>26</sup> Flujo de efectivo de la operación.

Otra medida de solvencia empleada que considera las deudas que devenga interés (documentos por pagar) es el siguiente cociente:

$$\frac{\textit{Deuda que devenga interés}}{\textit{EBITDA}}$$

Un resultado obtenido menor a uno indica que la empresa es fuerte, capaz de pagar sus deudas e intereses a largo plazo, mientras que un número menor a cinco indica debilidad en la empresa o en otras palabras, insolvente.

### **Indicadores de Rentabilidad**

Las medidas de rentabilidad son fundamentales en el análisis de inversión en un negocio. Los indicadores de rentabilidad son usados para medir la eficacia del uso de los activos de la empresa y la eficiencia de la administración de sus operaciones. La mayoría de ellos se calculan a partir de las utilidades.

**Margen de Utilidad.** Representa el porcentaje de utilidad que se genera de acuerdo a sus ingresos de ventas.

$$\textit{Margen de Utilidad} = \frac{\textit{Utilidad Neta}}{\textit{Ventas}}$$

**Margen EBITDA.** De forma similar al Margen de Utilidad, representa un porcentaje de cuánta EBITDA se genera según el ingreso de ventas. Sin embargo, el usar la EBITDA implica más allá, pues representa el flujo de efectivo de operación antes de impuestos; en su estructura se le suma las partidas que no representan una salida de efectivo real (depreciación y amortización), por ello analiza de forma más directa generación de efectivo derivado de la operación de la empresa.

$$\textit{Margen EBITDA} = \frac{\textit{EBITDA}}{\textit{Ventas}}$$

**Rendimiento sobre los activos (ROA).** La forma más común de representar esta razón es la utilidad neta entre los activos totales de la empresa. Mide la utilidad obtenida por una unidad de los activos.

$$ROA = \frac{Utilidad\ Neta}{Activos\ Totales}$$

**Rendimiento sobre el capital (ROE).** Es una medida financiera importante para los accionistas pues en ella indica el desempeño que obtuvo el capital. En términos contables, representa el verdadero desempeño de la empresa.

$$ROE = \frac{Utilidad\ Neta}{Capital\ Total}$$

Existe una interacción entre el ROA y ROE denominada como Identidad Du Point<sup>27</sup>, empleada para el análisis de la empresa en su descomposición de rotación de activos totales (operación) y multiplicador de capital (deuda).

Partiendo de la definición de:

$$ROE = \frac{Utilidad\ Neta}{Capital\ Total}$$

Multiplicando por la unidad  $\frac{Activos}{Activos}$ , obtenemos:

$$ROE = \frac{Utilidad\ Neta}{Capital\ Total} = \frac{Utilidad\ Neta}{Capital\ Total} \times \frac{Activos}{Activos} = \frac{Utilidad\ Neta}{Activos} \times \frac{Activos}{Capital\ Total}$$

La expresión del ROE quedó expresada en términos del ROA y el Multiplicador de Capital:<sup>28</sup>

$$ROE = ROA \times Multiplicador\ de\ capital = ROA \times (1 + razón\ deuda\ a\ capital)$$

Ahora multiplicando al ROE por la unidad de ventas:

$$ROE = \frac{Ventas}{Ventas} \times \frac{Utilidad\ Neta}{Activos} \times \frac{Activos}{Capital\ Total}$$

<sup>27</sup> Demostración obtenida del libro de "Finanzas Corporativas", Ross (2012) pág. 59.

<sup>28</sup> El Multiplicador de Capital es otra medida de solvencia expresada como Activos totales/Capital total derivado del cálculo de la Razón de deuda total. También de esta última se obtiene la Razón de deuda a capital, otra medida de solvencia, que se expresa como Deuda total/Capital total. El Multiplicador de capital a su vez se expresa en términos de la razón de deuda capital como 1 + Razón deuda a capital.

Reordenando se obtiene finalmente:<sup>29</sup>

$$ROE = \frac{Utilidad\ Neta}{Ventas} \times \frac{Ventas}{Activos} \times \frac{Activos}{Capital\ Total}$$

$$ROE = Margen\ de\ Utilidad \times Rotación\ de\ activos\ totales \times Multiplicador\ de\ capital$$

### 3.5.2 Determinación del Valor de las Acciones

Un segundo proceso es el cálculo del valor de las acciones. Se tienen diversos métodos para determinar cuánto es el valor actual del capital (Equity) y se selecciona el más óptimo de acuerdo a la historia e información disponible de la empresa: valuación por flujo de efectivo libre, valuación en libros por acción y valuación por liquidación.

El primer método de valuación de flujos de efectivo libre es un método para empresas que no han realizado con anterioridad emisión de acciones o dividendos. Consiste en determinar el valor presente de los flujos de efectivos futuros esperados, descontados a una tasa, generalmente usando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC en Inglés) en un horizonte de tiempo. La expresión general está dada de la siguiente forma:

$$V_c = \frac{FCF_1}{(1 + K_\alpha)^1} + \frac{FCF_2}{(1 + K_\alpha)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1 + K_\alpha)^\infty}$$

Dónde:

$V_c$  = Valor de toda la compañía

$FCF_t$  = Flujo libre de efectivo esperado al final del año t.

$K_\alpha$  = Costo de capital promedio ponderado

Se tiene que  $V_c$  es el valor total de la compañía, el valor del mercado de la empresa de todos sus activos; por ello para encontrar el valor de sus acciones ordinarias,  $V_s$ , se resta el valor de mercado de toda la deuda de la empresa,  $V_D$ , y el valor de las acciones preferentes,  $V_P$

---

<sup>29</sup> La rotación de los activos se define como Ventas/Activos, es una medida usada en la administración de activos; el tiempo que la empresa realiza la rotación de los activos como pueden ser inventarios, cuentas por cobrar, etc.

$$V_S = V_C - V_D - V_P$$

En el método de **valor en libros por acción**, se refiere a la cantidad del número total de acciones ordinarias que se recibiría de la venta de los activos al valor en libros después de pagar las obligaciones, incluidas las acciones preferentes. Las desventajas de este método es que depende del histórico del Balance General; ignora todas las posibles ganancias futuras, además de no considerar el valor de mercado de la empresa.

Finalmente el método de **valor por liquidación**, en él se considera la cantidad real de acciones que se recibirá si la empresa vendiese todos sus activos a valor de mercado y se pagaran todas los pasivos de la empresa, entre ellos las acciones preferentes; el saldo restante se dividirá entre los accionistas comunes. A diferencia del método anterior, se considera el valor del mercado actual de los activos de la empresa.

### 3.5.3 Determinación de la Estructura del Capital

En un último y tercer proceso, se determina la Estructura de Capital óptima, es decir; la integración de nuevos inversionistas también contribuye a facilitar financiamientos bancarios y, usando la Teoría de Miller – Modigliani (1958), se logra una combinación entre estos dos para alcanzar el máximo Valor de la Empresa. La Estructura de Capital óptima será aquella que genere valor a la empresa dentro de los límites permisibles.

Mucha de las empresas PyMEs recurren al financiamiento mediante la adquisición de pasivos a largo plazo de la banca comercial, esto no significa que este tipo de financiamiento sea un mal hábito ya que en modelos como el de *Weight Average Cost of Capital (WACC)*, incluyen en su cálculo y recomiendan el uso de deuda para acrecentar la rentabilidad (disminuyendo la tasa de riesgo e incrementando el flujo de efectivo). Sin embargo, en la estructura deuda -capital tiene un límite; no es lo mismo financiar totalmente con capital puesto que llegará un punto donde no sé tengan los recursos suficientes, así como no se puede financiar totalmente de deuda aunque se obtengan beneficios fiscales (escudo fiscal) por el hecho de poder caer en insolvencia y alcanzar la quiebra de la empresa.

Las PyMEs, poco de su financiamiento proviene del capital accionista, como consiguiente el financiamiento es más por deuda que recursos propios. Una empresa se financia por medio de pasivos a corto y largo plazo (obligaciones), y capital contable (recursos propios). A esta estructura, valga la expresión, se le conoce como estructura financiera de una empresa. Lo que respecta a pasivos a largo plazo y la composición del capital contable (sin utilidades retenidas) es considerado como Estructura de Capital (Figura 22). La Estructura de Capital es un proceso mediante el cual se va construyendo a través de la toma de decisiones financieras del día a día. Su composición afecta en el crecimiento de la empresa, flujos de efectivo y rentabilidad.

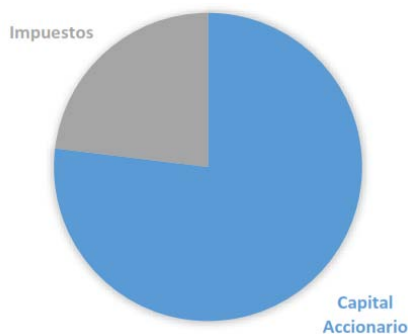
**Figura 22.** Estructura financiera y de capital.



Fuente: Adaptado de Grajales Darío (2008), “Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura óptima de capital”.

La Estructura de Capital de una empresa puede ser representada como una gráfica de pastel (Figura 23 y 24). Una empresa que compone su financiamiento a base de accionistas (capital accionario) se muestra en la Figura 23; capital e impuestos.

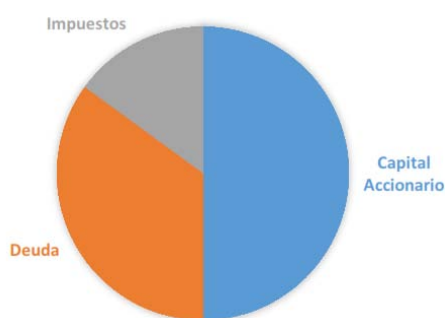
**Figura 23.** Empresa totalmente financiada con Capital



Fuente: Ross (2012), “Finanzas Corporativas”

Por otro lado está la composición de la Figura 24 donde se divide en tres partes: capital accionario, impuestos y deuda. Se asumiría que la empresa tiene el mismo tamaño en ambos gráficos, sin embargo no es así; su valor se maximiza en aquella donde el porcentaje de impuestos a pagar es menor, como es el caso de una empresa financiada con deuda (empresa apalancada). Esto se logra gracias a las leyes fiscales, contribuyendo con una proporción menor de impuestos a pagar en una empresa apalancada que en una de puro capital.

**Figura 24.** Empresa apalancada.



Fuente: Ross (2012), “Finanzas Corporativas”

Las teorías más modernas sobre la Estructura de Capital surgen del trabajo hecho por Modigliani y Miller (1958), en donde pretendieron explicar la determinación de la Estructura de Capital de las empresas. De su modelo original, Modigliani y Miller, le incorporaron beneficios contraídos por las ventajas fiscales de la deuda. En concordancia con su teoría, los flujos de efectivo se maximizan por la ventaja de los beneficios fiscales en una empresa endeudada; por lo tanto una empresa apalancada tendrá mayor valor que una empresa sin deuda. No obstante, una empresa con un elevado apalancamiento pierde los beneficios fiscales en la realidad.

Los estudios realizados por Modigliani y Miller sirvieron para construir la Teoría del Equilibrio Estático o *Trade-off Theory*, en ella explica que debe existir un balance entre los beneficios fiscales de la deuda y los costos de insolvencia financiera; una Estructura de Capital óptima. Además evita el uso excesivo de la deuda para racionalizar los índices de deuda. La Estructura de Capital óptima se encontrará donde la empresa alcance su valor

máximo y su costo de capital sea mínimo. La deuda será sustituida por acciones y las acciones serán sustituidas por deuda hasta encontrar una combinación óptima que máxime el valor.

Existe otra corriente fuerte en cuanto a la Estructura de Capital, la teoría de la Jerarquía financiera o *Pecking Order Theory*. Explica que las empresas seleccionan su Estructura de Capital de acuerdo a su preferencia, según Myers (1984), lo resume en cuatro renglones y no involucra el Valor de la Empresa:

1. Las empresas prefieren la financiación interna.
2. La tasa de reparto de dividendos estimada se adapta a las oportunidades de inversión.
3. Aunque la política de dividendos es fija, las fluctuaciones en la rentabilidad y las oportunidades de inversión son impredecibles, con lo cual los flujos de caja generados internamente pueden ser mayores o menores a sus gastos de capital.
4. Si se requiere de financiación externa, la empresa emite primero los títulos más seguros (esto es, primero deuda, luego títulos híbridos como obligaciones convertibles, y recursos propios como último recurso para la obtención de fondos).

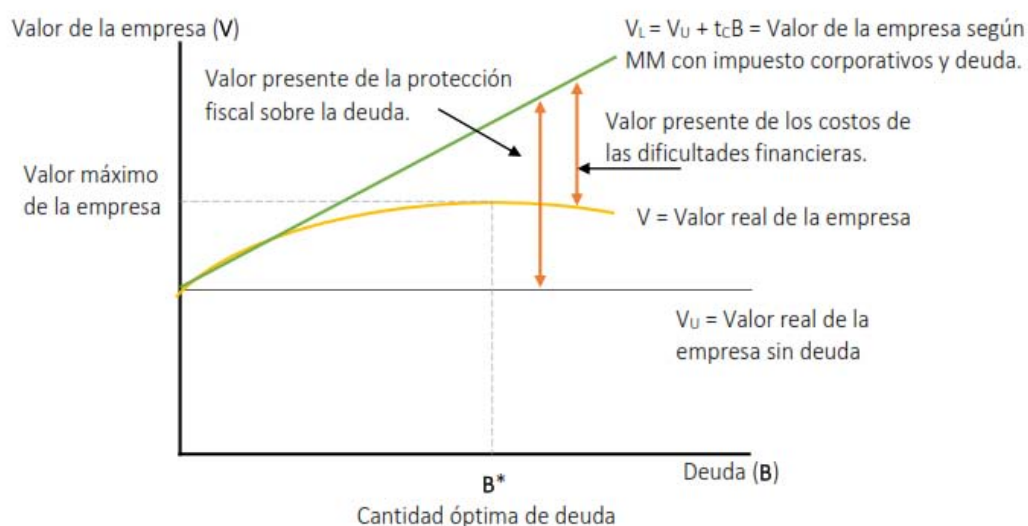
El modelo de Estrategia Financiera emplea el uso de la Teoría del Equilibrio Estático al ser las PyMEs poco rentables y acudir constantemente al financiamiento externo en sus operaciones, ya que los recursos generados por la propia empresa no alcanzan para cubrir sus requerimientos de capital. Además requerimos maximizar su valor en el mercado para que inversionistas puedan sentirse más cómodos y seguros en alcanzar una plusvalía mayor que en cualquier otro instrumento de inversión.

Encontrar una Estructura de Capital óptima dentro de la Teoría de Equilibrio Estático no es simple, pues no existe fórmula exacta para calcularla; se requiere un equilibrio entre los beneficios fiscales de la deuda y los costos de las dificultades financieras (Figura 25); cada empresa cuenta con su combinación óptima de deuda - capital. En la Figura 25 muestra curvas de valores que la empresa podría alcanzar en un momento dado y una combinación deuda capital óptima. En esta gráfica en su eje “y” tiene el Valor de la



Empresa (V) contra su nivel de deuda en el eje “x”; el nivel óptimo de deuda es aquel donde maximiza el Valor de la Empresa, hace uso de las ventajas fiscales y sobrepasa el valor de una empresa sin deuda o no apalancada. Una empresa apalancada obtiene un escudo fiscal sobre la deuda, incrementando su valor hasta alcanzar un valor máximo teórico. Desafortunadamente, las empresas no alcanzan ese máximo valor teórico, pues en el mundo real presentan problemas financieros al incumplir con sus acreedores por un excesivo nivel de deuda.

**Figura 25.** Cantidad óptima de deuda y el Valor de la Empresa.



Fuente: Ross (2012), “Finanzas Corporativas”

El aplicar la estrategia financiera a una PyME permitiría evitar el punto donde se decae el valor real de la empresa y existen costos por dificultades financieras. Partimos del supuesto, derivado de la problemática de financiamiento mostrada en el Capítulo I, que las PyMEs conllevan en su Estructura de Capital un nivel de pasivo tal que alcanzan el punto de quiebra, para ejemplificarlo como es que actúa la estrategia se retoma la Estructura de Capital como un pastel (Figura 26).

**Figura 26.** Efecto de la Estrategia Financiera.

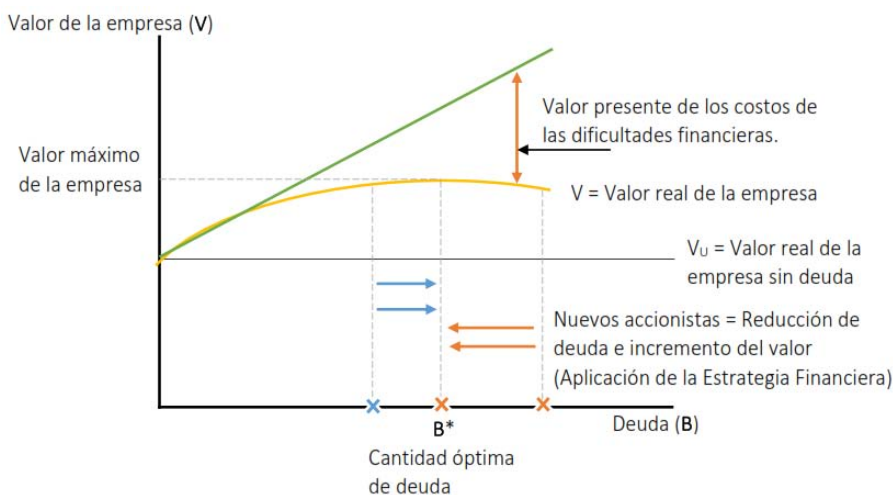


F

Fuente: Elaboración Propia

Es claro que una empresa no puede vivir solo de deuda, de la misma manera una empresa con puro capital accionista su valor no incrementa más que una empresa apalancada. Si bien no existe una fórmula concreta para calcular los porcentajes idóneos de deuda - capital, aún no está determinada, se puede tomar como referencia el Valor de la Empresa e indicadores de solvencia contables. Una PyME al inyectar más capital accionista disminuirá la deuda para alcanzar la combinación óptima del máximo valor permisible ( $B^*$ ).

**Figura 27.** Optimización del Valor de la Empresa por la Estrategia Financiera en relación al Capital de Riesgo.

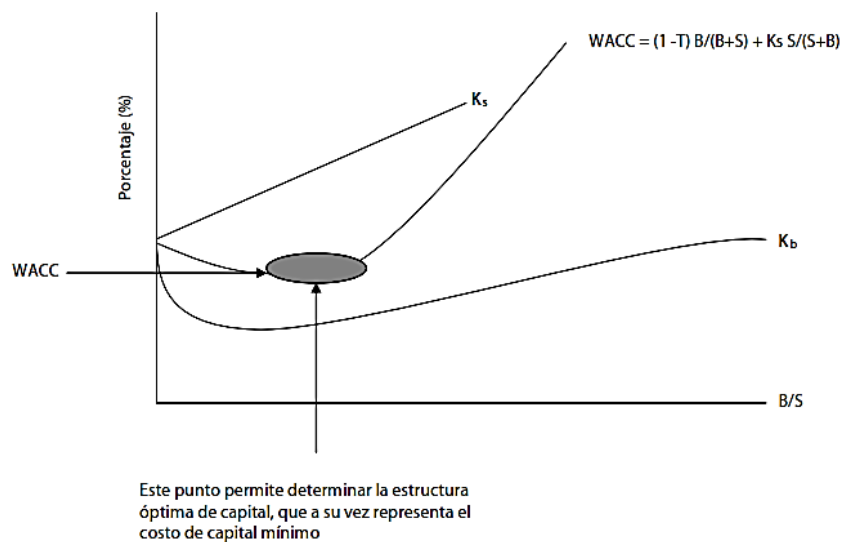


Fuente: Elaboración Propia

Para determinar una **Estructura de Capital óptima** se usa también la variante que está implícita dentro de la definición del Valor de la Empresa: el costo de capital. Se busca la combinación donde el costo de capital sea mínimo (*Weighted Asset Cost of Capital*) y por ende el Valor de la Empresa también se verá afectado en un resultado positivo incrementándose.

En conclusión, la introducción de nuevos accionistas en la conformación de la Estructura de Capital permitirá mover el Valor de la Empresa de la zona de quiebra a una zona de valores óptimos de que mejore el valor y rentabilidad de la empresa.

**Figura 28.** Estructura óptima de Capital – Deuda en relación a la WACC.



Fuente: Grajales Darío (2007), “Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura óptima de capital”

### 3.5.4 Capital Asset Pricing Model

La determinación del WACC (*Weighted Asset Cost of Capital*), métrica que nos permitirá determinar el costo de capital; se realiza usando en primera instancia el Capital Asset Pricing Model (CAPM) o Modelo de Valuación de Activos. Este modelo en su estructura matemática se expresa de la siguiente manera:

$$E(R_j) = R_f + \beta [E(R_M) - R_f] \rightarrow (3.3)$$

Es decir que el rendimiento esperado de un activo  $j$ ,  $E(R_j)$ , es igual a la adición del rendimiento de un activo libre de riesgo,  $R_f$ , más una prima por el riesgo,  $E(R_M) - R_f$ . Se asume que el rendimiento de un activo debe ser mayor que el un activo libre de riesgo, pues no sería lógico tomar dicho activo cuando,  $R_f$ , da un rendimiento seguro. La  $\beta$  de la ecuación hace referencia al nivel de riesgo que tiene el activo en cuestión, en otras palabras, es una medida estadística que permite mostrar la sensibilidad del rendimiento que tendrá un activo de acuerdo a las variaciones del rendimiento del mercado. La  $\beta$  cumple con intervalos que indican el comportamiento de un activo:

$\beta < 1$  Indica que el rendimiento del activo tienden a bajar o subir en menor proporción que los rendimientos del mercado.

$\beta = 1$  Indica que los rendimiento del activo tiende a seguir los rendimientos del mercado.

$\beta > 1$  Indica que los rendimientos del activo tienden a subir o bajar más que el rendimiento del mercado.

La estimación de beta en el modelo de CAPM se suele emplear el uso de la técnica de regresión lineal. Se ajusta una pendiente a los datos históricos tomados; este resultado se denomina línea "característica de valor", la pendiente de la línea es beta.

Existen cuatro tipos betas dentro de las empresas: la beta de los activos sin deuda, beta del activo con deuda, beta del capital, y beta de la deuda. La beta del activo sin deuda es la misma que la del capital. Cuando la empresa se encuentra apalancada financieramente, sucede que en un portafolio de inversión cualquiera; el portafolio se encuentra compuesto de **B** como el valor de la deuda en el mercado, y **S** que es el valor en el mercado del capital accionario, es decir;<sup>30</sup>

$$\beta_{Portafolio} = \beta_{Activos} = \frac{S}{B+S} \times \beta_{Capital} + \frac{B}{B+S} \times \beta_{Deuda} \rightarrow (3.4)$$

---

<sup>30</sup> Demostración tomada de "Finanzas Corporativas"; Ross, pág. 405

En otras palabras, partiendo de la definición de Modigliani-Miller (1963), el valor de una empresa ( $V_L$ ), se define por el valor de los activos sin deuda más las desgravaciones fiscales de los intereses de la deuda  $tB$ .

$$V_L = V_{Activos} + tB \rightarrow (3.5)$$

Por otro lado, si se considera el Valor de la Empresa por el lado del pasivo, se compone del valor de mercado de los recursos propios  $S$  más el valor del mercado de las deudas  $B$

$$V_L = S + B \rightarrow (3.6)$$

Igualando las expresiones 3.5 y 3.6, obtenemos:

$$V_{Activos} + tB = S + B \rightarrow (3.7)$$

Por lo tanto obtenemos que el valor del mercado de las acciones,  $S$ , es igual al valor de los activos sin endeudamiento,  $V_{Activos}$ , menos el valor de la deuda ( $B$ ), más el valor actual de las desgravaciones fiscales de los intereses de la deuda ( $tB$ )

$$S = V_{Activos} - B(1-t) \rightarrow (3.8)$$

De acuerdo a la Ecuación 3.2, la beta del activo de una empresa apalancada se expresa como la combinación de las betas de un portafolio ponderada por sus porcentajes en la Estructura de Capital; podemos reescribirla como:

$$\beta_{Activos} = \beta_{Capital} \times \frac{S}{V_L} + \beta_{Deuda} \times \frac{B}{V_L} \rightarrow (3.9)$$

Sabemos que el valor de una empresa de acuerdo a Modigliani y Miller, se expresa como  $V_L = V_{Activos} + tB$ ; descomponiéndola en sus dos sumandos con sus respectivas betas y ponderaciones correspondientes, se tiene una segunda beta del activo de una empresa endeudada:

$$V_L = V_{Activos} + tB \rightarrow (3.10)$$

$$\beta_{Activos} = \beta_L = \beta_{Activos} \times \frac{V_{Activos}}{V_{Activos} + tB} + \beta_{Deuda} \times \frac{tB}{V_{Activos} + tB} = \beta_{Activos} \times \frac{V_{Activos}}{V_L} + \beta_{Deuda} \frac{tB}{V_L} \rightarrow (3.11)$$

Igualando por  $\beta_L$  las ecuaciones 3.9 y 3.11, despejamos y obtenemos el valor de la beta de las acciones o capital accionario  $\beta_{Capital}$ :

$$\beta_{Capital} \times \frac{S}{V_L} + \beta_{Deuda} \frac{B}{V_L} = \beta_{Activos} \times \frac{V_{Activos}}{V_L} + \beta_{Deuda} \frac{tB}{V_L} \rightarrow (3.12)$$

$$\rightarrow \beta_{Capital} \times S + \beta_{Deuda} \times B = \beta_{Activos} \times V_{Activos} + \beta_{Deuda} \times tB \rightarrow (3.13)$$

$$\beta_{Capital} \times S = \beta_{Activos} \times V_{Activos} - \beta_{Deuda} \times B(1-t) \rightarrow (3.14)$$

$$\beta_{Capital} = \beta_{Activos} \times \frac{V_{Activos}}{S} - \beta_{Deuda} \times \frac{B(1-t)}{S} \rightarrow (3.15)$$

Sabemos que  $S = V_{Activos} - B(1-t) \rightarrow V_{Activos} = S + B(1-t)$ , entonces:

$$\beta_{Capital} = \beta_{Activos} \times \frac{S + B(1-t)}{S} - \beta_{Deuda} \times \frac{B(1-t)}{S} \rightarrow (3.16)$$

$$\beta_{Capital} = \beta_{Activos} \left[ 1 + \frac{B(1-t)}{S} \right] - \beta_{Deuda} \times \frac{B(1-t)}{S} = \beta_{Activos} + (\beta_{Activos} - \beta_{Deuda}) \times \frac{B(1-t)}{S} \rightarrow (3.17)$$

Esta última ecuación describe que el riesgo sistemático de las acciones ( $\beta_{Capital}$ ) es igual a la empresa no apalancada ( $\beta_{Activos}$ ) más el producto diferencial de riesgos sistemáticos relación deuda/acciones teniendo en cuenta la desgravación fiscal. Si se considera que en la práctica el riesgo involucrado en la deuda es muy bajo,  $\beta_{Deuda} = 0$ , obtenemos de la Ecuación 3.17:

$$\beta_{Capital} = \beta_{Activos} \left[ 1 + \frac{B(1-t)}{S} \right] \rightarrow (3.18)$$

Retomando la ecuación del CAPM (Ecuación 3.3), la beta que se estima en la práctica con la regresión lineal es la  $\beta_{Capital}$  porque se basa en el rendimiento de las

acciones. Por ende, partiendo de la ecuación 3.18 se despeja para obtener las betas de los activos que será la que se ingresará en la fórmula del CAPM.

$$E(R_j) = R_f + \beta [E(R_M) - R_f] \rightarrow (3.19)$$

En resumen, a un mayor nivel de apalancamiento financiero de la empresa el costo de los recursos propios también incrementa por ende el riesgo incrementa, lo que induce que los accionistas quieran una mayor rentabilidad.

### 3.5.5 Weighted Average Cost of Capital

La determinación precisa del costo de capital (deuda y capital social) se determina mediante el Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP) o en inglés Weighted Average Cost of Capital (WACC). Consiste en involucrar la teoría del CAPM para determinar el costo del capital accionario  $R_S$  y el costo de la deuda que es la tasa de endeudamiento de la empresa  $R_B$  la cual es generalmente el rendimiento a la fecha de vencimiento de la deuda. El resultado inicial de la ponderación queda de la siguiente manera:

$$\frac{S}{S+B} \times R_S + \frac{B}{S+B} \times R_B \rightarrow (3.20)$$

Donde:

- S** es el Valor del Capital Social
- B** es el Valor de la Deuda
- R<sub>S</sub>** es la tasa del costo de Capital
- R<sub>B</sub>** es la tasa del costo de la Deuda

La parte de la ponderación para lo que respecta al capital accionario es  $\frac{S}{S+B}$  y para la deuda es  $\frac{B}{S+B}$ . Sin embargo, hace falta considerar la paga de impuestos y la deducción fiscal hecha a los intereses pagados. Obtenemos que el costo de la deuda después de impuestos es:

$$\text{Costo de la deuda (después del impuesto sobre la renta de las empresas)} = R_B \times (1 - t_c) \rightarrow (3.21)$$

Donde  $t_c$  es la tasa tributaria de los impuestos corporativos.

Por lo tanto, integrando la fórmula 3.20 el pago de impuestos, la fórmula completa del costo promedio de capital es:

$$\text{Costo promedio de capital} = \left( \frac{S}{S+B} \right) \times R_s + \left( \frac{B}{S+B} \right) \times R_b \times (1-t_c) \rightarrow (3.22)$$

### 3.5.6 El Valor de la Empresa como métrica de la Estrategia Financiera.

La creación de valor es un tema de suma importancia que ha ido adquiriendo impacto en los últimos años. El valor de las empresas implica riqueza para los accionistas, crecimiento de la empresa, inversión en nuevos proyectos, entre otros factores. Generalmente, se determina el valor de una empresa cuando esta va a ser vendida; no obstante su uso no se limita ahí. Sirve como parámetro para determinar si estamos incrementando el Valor de la Empresa o destruyendo. Pero ¿qué es el valor en una empresa? El valor difiere del precio, el valor hace más énfasis en la cualidad de las cosas por lo que se está dispuesto a pagarle acuerdo a su uso, demanda y oferta relativo al mercado. En el mundo de los negocios, el valor se refiere al rendimiento que se otorga a los accionistas en efectivo, a su vez representa una sana administración ante el mercado. En términos económicos, el valor en una empresa se dice que se crea cuando el rendimiento del capital excede dicho costo del capital, es decir:

#### *Utilidad /Capital Invertido*

Existen diversos métodos para determinar si una empresa está generando valor, el más conocido y empleado a nivel mundial es el modelo de flujos de efectivos libres; la creación del valor se determina por diversos factores que se involucran directamente en el modelo de flujos de efectivos libres.

$$\text{Valor de la Empresa} = \frac{\text{Flujos de Efectivo Futuros}}{\text{Tasa de Descuento (WACC)}} = \sum \frac{f_i}{(1+i)^i}$$

Este modelo, analiza a la empresa con base a expectativas futuras, esto es, relaciona el crecimiento potencial de la empresa en conjunto con las variables macroeconómicas y del sector. El Valor de la Empresa muestra la eficacia que tiene la estrategia financiera en la empresa al permitir múltiples escenarios y opciones de financiamiento para la PyMEs. En



esencia, contribuye a la captación de nuevos recursos mediante accionistas a través del Capital de Riesgo para que se logre optimizar la proporción de capital y deuda limitada por indicadores financieros y la métrica de valor.

## **IV. Simulación de la Estrategia Financiera a Inmobiliaria S.A. de C.V.**

El primer acercamiento para visualizar los efectos de la Estrategia Financiera propuesta es mediante la simulación en una mediana empresa. Por tal motivo, se utiliza como objeto de estudio una empresa inmobiliaria mediana, que por razones de confidencialidad se le denominará Inmobiliaria S.A de C.V.

Se construyen dos escenarios los cuales servirán para comparar la efectividad de la Estrategia Financiera por medio del uso de la métrica de Valor. Los escenarios son los siguientes:

1. El Valor de la Empresa sin los lineamientos de la Estrategia Financiera.
2. El Valor de la Empresa con los lineamientos de la Estrategia Financiera.

### **4.1 Valuación de la Empresa sin efecto de la Estrategia Financiera**

#### **4.1.1 Empresa Inmobiliaria**

La Inmobiliaria S.A. de C.V. es una mediana empresa con una trayectoria de 14 años en el mercado. Inició en el año 2003 en la Ciudad de México. Su mercado se enfoca en la comercialización de viviendas de interés residencial, medio y social; cuenta con dos accionistas principales.

Entre los puntos a destacar en el Acta Constitutiva son:

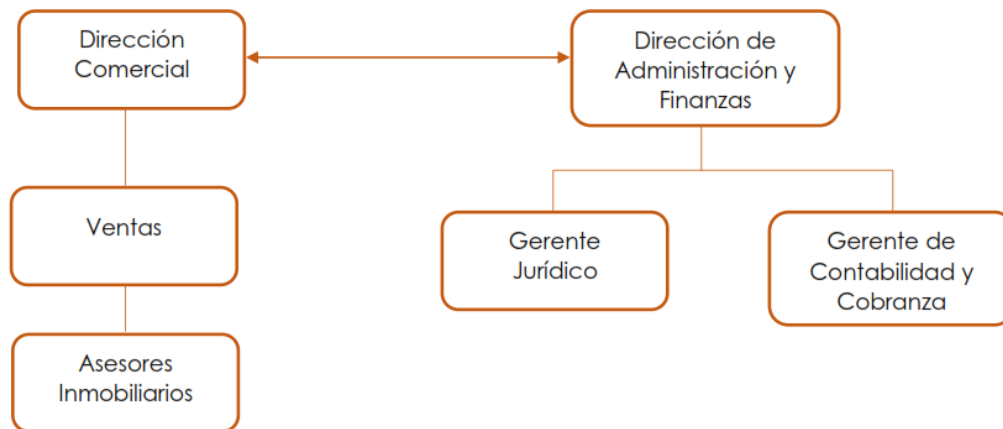
- Se declara como una Sociedad Anónima de Capital Variable “S.A. de C.V.”, con una duración de 99 años.
- El capital fijo mínimo es de cincuenta mil pesos, dividida en cincuenta acciones.
- Se nombran a los mismos accionistas como administradores de la sociedad con todas las facultades que se establecen en los estatutos.

- Designación del comisario de la sociedad.

- El capital mínimo fijo de cincuenta mil pesos, en moneda nacional, dividida la parte fija en cincuenta acciones ordinarias, nominativas con valor nominal de mil pesos cada una. Estará amparado por diversas series de acciones que podrán expedirse por diferentes razones, incluyendo acciones preferentes de voto limitado de acuerdo con el artículo 113 de la LGSM.

Su organización actual, se muestra en la Figura 29.

**Figura 29.** Organigrama Inmobiliaria S.A. de C.V.



Fuente: Elaboración Propia

Su misión, visión y valores se agrupan en el siguiente cuadro:

- Misión** “Brindar a nuestros clientes desarrolladores un servicio integral de comercialización y asesoría en desarrollo inmobiliario, y así aumentar sus ventas de forma eficaz”
- Visión** “Llegar a ser líder en la comercialización, desarrollo y asesoría inmobiliaria”
- Valores**
- Cumplir siempre con nuestro compromiso
  - Transparencia total y comunicación directa
  - Responsabilidad con nuestros clientes
  - Innovación en procesos de comercialización y administración
  - Integridad siendo éticos y congruentes para ser dignos de confianza

#### 4.1.2 Análisis FODA

En el análisis interno y externo de la empresa se identifican las oportunidades de explotación de la PyME. En la Figura 30 se muestra la Matriz Estratégica de la Inmobiliaria

S.A de C.V. Algunos de los puntos encontrados se obtuvieron con ayuda de un análisis financiero detallado más adelante.

**Figura 30.** Análisis FODA de Inmobiliaria S.A. de C.V.

		Fortalezas		Debilidades	
INTERNAS		<p>Crecimiento en sus ingresos en el último año</p> <p>Poco activo fijo</p> <p>Acceso a financiamientos bancarios</p> <p>Bajo nivel de endeudamiento a corto plazo</p> <p>Sin pasivos a largo plazo</p>		<p>No presenta información financiera de acuerdo a Normas Financieras</p> <p>No existen controles internos</p> <p>Sin claridad en la definición de la Dirección en el organigrama</p> <p>Excesiva cantidad de Cuentas por Cobrar</p> <p>Sin lineamientos contables (Guía Contable)</p> <p>Evaluación de Proyectos de acuerdo a tasas de riesgo proporcionadas por el banco</p> <p>Toma de decisiones soportadas en Utilidades</p>	
		Amenazas		Oportunidades	
EXTERNAS		<p>Escaso crecimiento del sector Inmobiliario</p> <p>Condiciones macroeconómicas adversas (Inflación, PIB y Tipo de Cambio)</p> <p>Incremento de inventarios por menor comercialización</p> <p>Contracción de la desarrollos inmobiliarios</p>		<p>Proceso de quiebra de grandes compañías Inmobiliarias (Urbi, Homex, etc).</p> <p>Baja exigencia en tasa de rendimiento por mercado Inmobiliario</p> <p>Nuevas condiciones bancarias accesibles para adquirir un bien inmobiliario</p> <p>Condiciones de crédito bancario permite a clientes adquirir viviendas de mayor valor</p> <p>Vivienda de segmentos medios y residenciales han acrecentado su valor</p>	

Fuente: Elaboración Propia

**Fortalezas;** cuentan con poco activo fijo, es decir, al ser inmobiliaria requiere solo capital para oficinas, equipos de cómputo, papelería y otros insumos muy básicos. Su función no es construir, pues únicamente es intermediario entre estas últimas y el cliente. Sus pasivos son casi nulos, no poseen pasivos a largo plazo por lo que les permite tener o ser sujetos a créditos bancarios.

**Debilidades;** muestra información financiera muy incompleta, inconsistente y falta de claridad. El organigrama presenta confusiones sobre la dirección de la empresa, no se cuenta con una Dirección General. Al ser una empresa inmobiliaria, posee una excesiva cantidad de cuentas por cobrar lo que impide tener dinero de forma inmediata y arriesgándose a un incremento de morosidad por parte de sus Clientes. Finalmente de este rubro, sus evaluaciones de proyectos lo realizan a tasas proporcionadas por los bancos. Esto significa que basta con cumplir la exigencia de retorno por la banca comercial dejando a un lado el rendimiento del accionista.

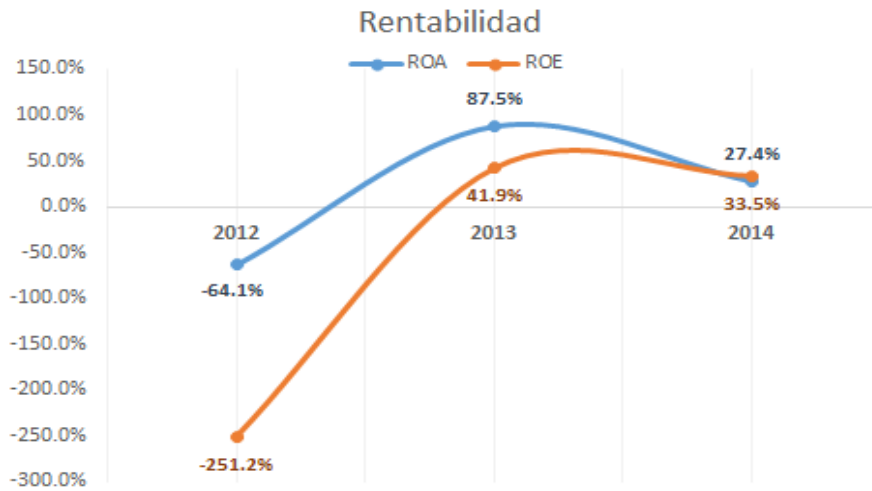
**Amenazas;** el sector inmobiliario tuvo una baja recuperación en el año 2012 pero a finales del 2013 cerro con caídas debido a un ajuste del mercado por una excesiva oferta por parte las empresas constructoras, ya que antes del 2012 se tenían grandes expectativas de crecimiento debido a la tendencia que mostraba el mercado en conjunto con el ritmo de crecimiento que estaba mostrando en su momento la población mexicana. Este exceso de oferta detuvo los desarrollos inmobiliarios, resarcido esta situación mediante el ajuste de créditos hipotecarios y disminución de las tasas bancarias. Otro aspecto desfavorable son las variables macroeconómicas de desempeño de la economía mexicana, el PIB tuvo una variación menor a la esperada en el 2014, cerrando con un crecimiento apenas del 2.10 (variación anual) y un incremento en la inflación en 4.08 % afectando directamente la economía del consumidor.

**Oportunidades;** las grandes empresas como Urbi o Homex, entraron a concurso mercantil por la insolvencia de sus pasivos a largo plazo, permitiendo de tal forma que en el mercado que dominaban ingresen nuevos jugadores. Las tasas de rendimiento exigidas por los inversionistas han disminuido, en tanto el sector inmobiliario y de construcción no está dando el retorno esperado, por ello la mediana empresa representa una fuente más atractiva de inversión con una tasa de retorno más flexible y exigible. También existen nuevas prácticas de cofinanciamiento de los bancos e instituciones del gobierno para ayuda del trabajador. Aunado a esto, los trabajadores buscan viviendas más cómodas y de mayor valor dejando atrás las viviendas de interés social; como resultado, las viviendas de segmentos medios y residenciales han acrecentado su valor en los últimos años.

### 4.1.3 Análisis Financiero

Durante el año 2012 el desempeño financiero de Inmobiliaria S.A. de C.V. fue catastrófico, su rentabilidad en términos de ROE (Utilidad Neta/Capital Contable) y ROA (Utilidad Neta/Activo Total) fue negativo a años completos. En el año 2013, se aprecia una mejora tanto en ingresos como en sus métricas contables de rentabilidad debido a un incremento en su Utilidad Neta (Figura 31). En el 2014, tuvo una caída en sus métricas, sin embargo se mantuvieron aún en cifras positivas durante ese periodo.

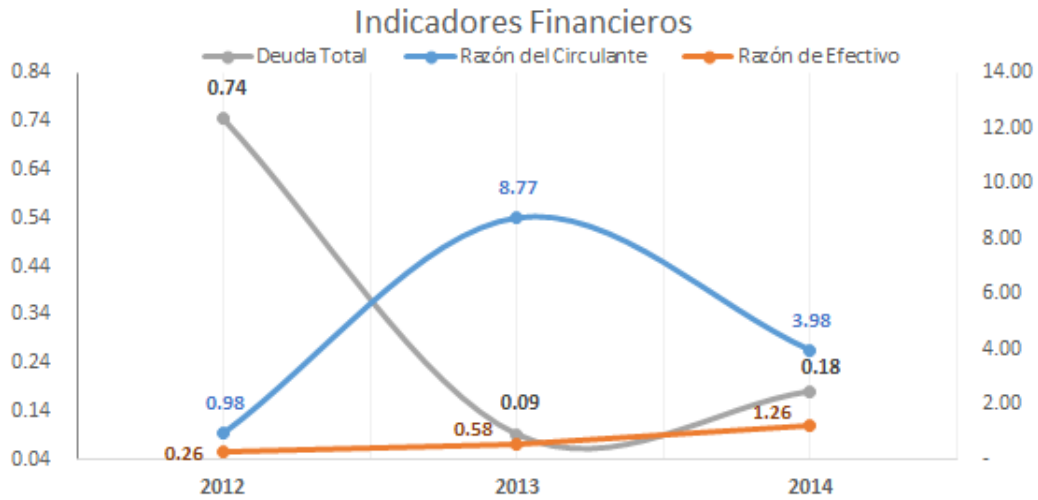
**Figura 31.** Indicadores de Rentabilidad de Inmobiliaria S.A. de C.V.



Fuente: Elaboración Propia

Graficando sus indicadores de Deuda Total, Razón del Circulante y Razón de Efectivo (Figura 32) se observa que para la Razón del Circulante alcanza un punto cúspide 8.77 en el año 2013, es decir, sus activos a corto plazo son 8.7 veces más que sus pasivos a corto plazo, cuando en el año 2012 apenas si alcanzaba a cubrirlos a razón en 1. En el 2014, mantiene una relación de activos a corto plazo con sus pasivos a corto plazo cerca de 4 veces más. En contraste, la razón de deuda disminuyó de lo que la empresa contaba en el año 2012, donde la composición de su pasivo total respecto a su activo total era de 0.74, es decir, tres cuartas partes de sus activo total equivalía a pasivos. Por último, el efectivo ha ido incrementándose pero gran parte de sus activos se compone de cuentas por cobrar, por tal motivo la razón de efectivo está por debajo de 1 en los años 2012 y 2013, significando que si le hubiesen hecho exigible sus obligaciones a corto plazo no tendrían los suficientes recursos para cubrirlos.

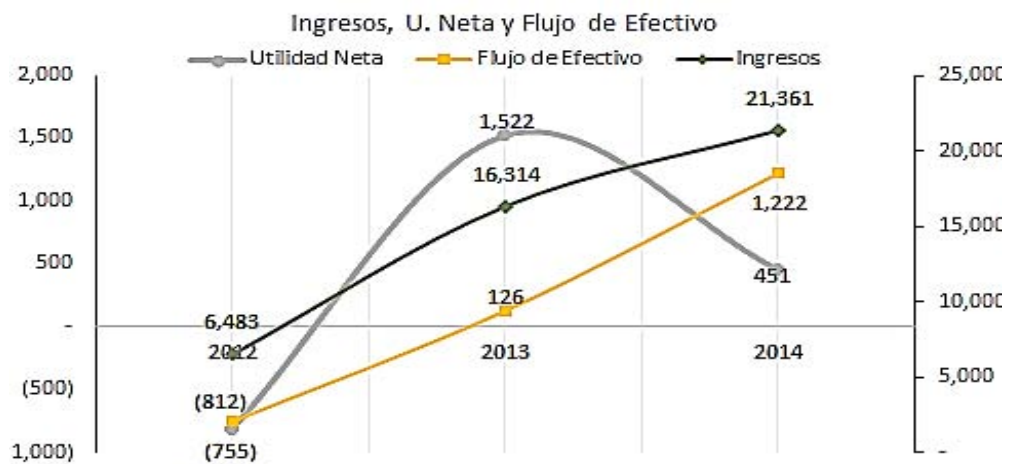
**Figura 32.** Indicadores Financieros de Inmobiliaria S.A. de C.V.



Fuente: Elaboración Propia

En lo que respecta a su Utilidad Neta y Flujo de Efectivo son negativos (Figura 33); los ingresos son mucho menores a los obtenidos en el 2013, donde su situación empieza a mejorar. En el año 2014 sus ingresos y su Flujo de Efectivo logran su mayor crecimiento y su Utilidad Neta alcanza su máximo valor en el año 2013.

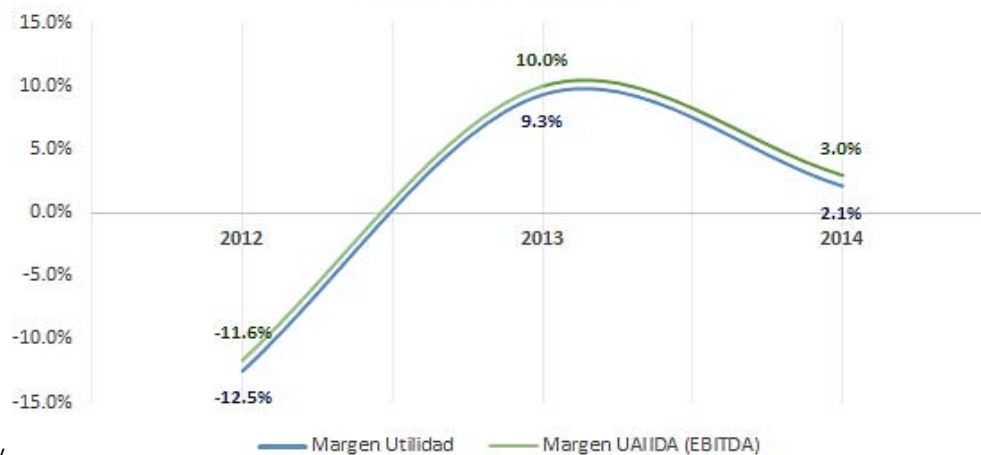
**Figura 33.** Ingresos, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo de Inmobiliaria S.A. de C.V.



Fuente: Elaboración Propia

Finalmente el Margen de Utilidad Bruta y a EBITDA (Flujo de Operación) alcanzó su cúspide en el 2013 descendiendo en el 2014 debido a un incremento en su Gastos Administrativos y de Ventas (Figura 34).

**Figura 34.** Ingresos, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo de Inmobiliaria S.A. de  
**Margen de Utilidad**



C.V.

Fuente: Elaboración Propia

#### 4.1.4 Cálculo WACC

Su Estructura de Capital de la empresa Inmobiliaria es simple como se muestra en la Figura 35, al año 2014. Al no contar en su estructura pasivo de largo plazo (deuda) su WACC es únicamente el valor del Capital determinado por el Modelo de CAPM, de los estudios de Modigliani y Miller una empresa tiene mayor costo de capital al ser financiada con puro Capital Social que una empresa con deuda (vale menos una empresa apalancada).

**Figura 35.** Estructura Financiera de Inmobiliaria S.A. de C.V.

<b>PASIVO</b>	
<b>PASIVO CIRCULANTE</b>	
IMPUESTOS POR PAGAR	300
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>300</b>
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	
CAPITAL DE APORTACIÓN	270
APORTACIONES PARA FUTUROS AUMENTO	2,620
RESULTADO DE EJERCICIOS ANTERIORES	(2,178)
RESULTADO DEL EJERCICIO	632
<b>TOTAL CAPITAL CONTABLE</b>	<b>1,344</b>

Fuente: Elaboración Propia

El cálculo del rendimiento del mercado se toma de los últimos 5 años del Índice del Precio y Cotizaciones (IPC) a precios corrientes, obteniendo una tasa nominal del 11.4 % y un rendimiento libre del riesgo del CETE a 28 días a tasas nominales promedio de 5 años de

3.9 %. La beta estimada del mercado es del 0.63 y se considera un riesgo adicional por ser una economía emergente en México del 4.6 % para obtener un rendimiento del capital del **13.2 %** a tasa nominal y en términos reales del **9.1 %** ajustándolo con el Índice Nacional de Precios del Consumidor (INCP) (Figura 36).

**Figura 36.** Tasa de Capital de Inmobiliaria S.A de C.V.

Rm	11.4%		
Rf	3.9%		
Beta	0.63	RS Nom	13.2%
Tasa de riesgo adicional	4.6%	* Valores Nominales	
		RS Real	9.1%

Fuente: Elaboración Propia

Por lo tanto, al realizar el cálculo de la WACC para determinar el Valor de la Empresa se muestra en la siguiente ecuación:

$$WACC = R_s \left( \frac{S}{S+B} \right) + R_B \left( \frac{B}{S+B} \right) (1-t)$$

$$WACC = (9.1\%) \left( \frac{1,344,000}{1,344,000+0} \right) + 0 = \boxed{9.1\%}$$

El valor obtenido de la WACC es igual al Costo de Capital ( $R_s$ ), puesto que el término aditivo donde se relaciona la proporción de la Deuda ( $B$ ) y la tasa del costo de la deuda ( $R_B$ ) existente en la empresa es igual a cero, al financiarse sólo con puro capital del único accionista.

#### 4.1.5 Valor de la Empresa

La valuación financiera se elaboró considerando los Estados financieros de los últimos tres años. El horizonte de valuación fue realizada a 10 años a pesos constantes del 2014 usando para su ajuste el INPC. El método empleado fue el de flujos de efectivo descontado.

La proyección se realizó de acuerdo al crecimiento esperado en al sector inmobiliario de 6.0 % según la Asociación Mexicana de Profesionales Inmobiliarios (AMPI), debido al comparativo que se realizó en los crecimientos reales de la empresa y la Tasa



Anual de Crecimiento Compuesto (TACC). Los crecimientos de la Tabla 11 son demasiado altos y muy difíciles de volverse a repetir debido a la inestabilidad de la economía y del mismo sector.

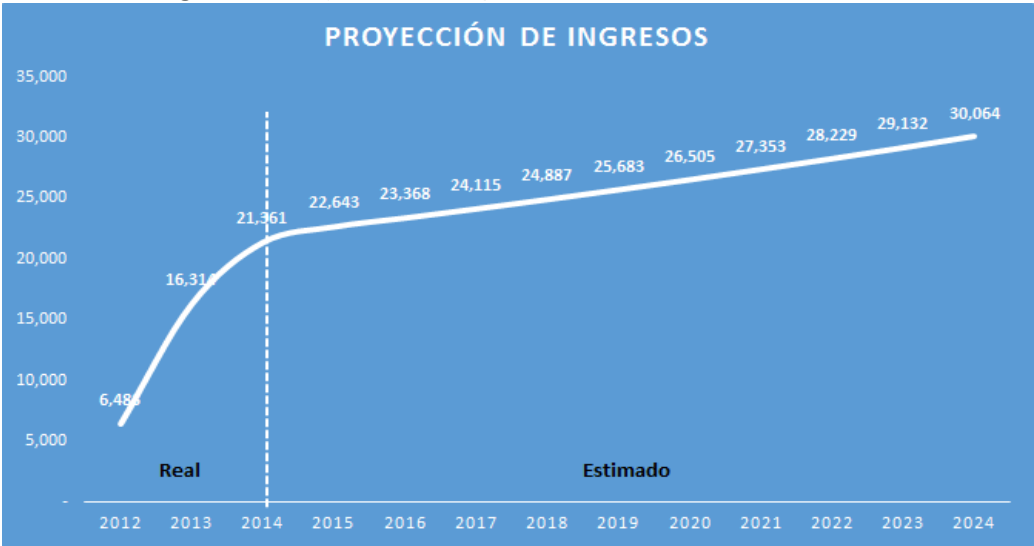
**Tabla 11.** Crecimientos Reales de Inmobiliaria S.A. de C.V.

Crecimientos Reales		
2012 - 2013	2013 - 2014	TACC
133.7%	26.4%	75.3%

Fuente: Elaboración Propia

La proyección del flujo a 10 años con base a sus tres años de historia se muestra en la Figura 37, alcanzando al décimo año ventas de 30 MDP.

**Figura 37.** Proyección de Ingresos de Inmobiliaria S.A. de C.V.



Fuente: Elaboración Propia

La integración del Flujo de Efectivo proyectado se muestra en la Figura 38. El modelo considera la proyección de ingresos de la Figura 37; en el caso de los Gastos Generales de Administración y Ventas se modela como proporción a la venta de los datos históricos. Asimismo, se determina el cambio en el Capital de Trabajo para calcular el efectivo promedio que requerirá la empresa para su operación. Las depreciaciones se realizan de manera lineal, de acuerdo a la Ley del Impuesto sobre la Renta (ISR).

La WACC utilizada para descontar los flujos es de 9.1 % real, dando como resultado un valor del negocio de \$ 12.43 millones de pesos; el Valor de la Empresa es de 13.6 millones de pesos.

**Figura 38.** Modelo Financiero de Inmobiliaria S.A. de C.V.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	n
<b>+ INGRESOS</b>	22,643	23,368	24,115	24,887	25,683	26,505	27,353	28,229	29,132	30,064	30,064
- G. G. ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	21,261	21,906	22,572	23,259	23,968	24,699	25,454	26,233	27,038	27,867	27,867
- DEPRECIACIÓN	155	115	78	38	38	38	38	32	16	-	-
<b>= UTILIDAD OPERATIVA</b>	1,227	1,347	1,466	1,590	1,678	1,768	1,861	1,964	2,078	2,197	2,197
<b>+/- OTROS INGRESOS</b>	.10	.11	.11	.11	.12	.12	.13	.13	.13	.14	.14
											-
<b>= UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	1,227	1,347	1,466	1,590	1,678	1,768	1,861	1,964	2,078	2,197	2,197
- IMPUESTOS	466	539	586	636	671	707	744	785	831	879	879
PTU	98	135	147	159	168	177	186	196	208	220	220
ISR	368	404	440	477	503	530	558	589	623	659	659
<b>= UTILIDAD NETA</b>	760	808	880	954	1,007	1,061	1,117	1,178	1,247	1,318	1,318
<b>= EBITDA</b>	1,382	1,462	1,544	1,628	1,716	1,806	1,899	1,995	2,095	2,197	2,197
<b>+ DEPRECIACIÓN</b>	155	115	78	38	38	38	38	32	16	-	-
<b>- INVERSIONES</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
											-
<b>+/- CAPITAL DE TRABAJO</b>	54	30	31	32	33	34	35	37	38	39	39
<b>+ VALOR DE RESCATE</b>										14,097	-
<b>= FLUJO DE EFECTIVO</b>	862	893	926	960	1,012	1,065	1,119	1,173	1,226	15,376	1,279
<b>= FLUJO DE EFECTIVO DESCONTADO</b>	791	750	714	678	655	632	609	586	561	6,451	426

Fuente: Elaboración Propia

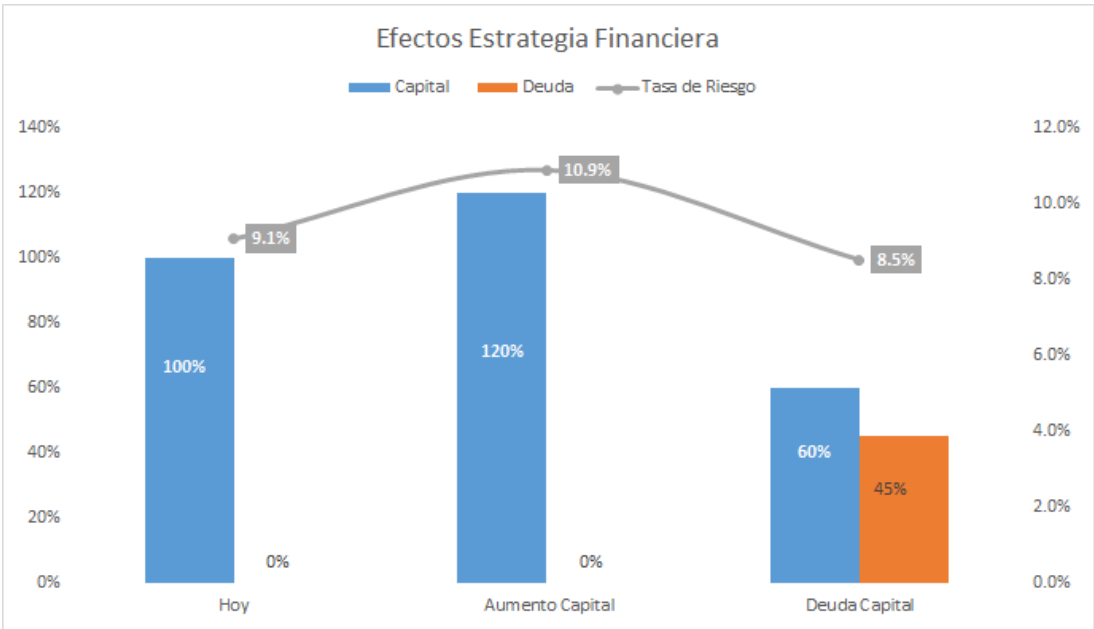
## 4.2 Valuación de la Empresa con efecto de la Estrategia Financiera

### 4.2.1 Incremento del Capital Social

La implementación de la estrategia financiera abre las vías al incremento del Capital Social, es decir, atracción de nuevos inversionistas. Sin embargo, el incremento del Capital Social aumenta el nivel de exigencia de la tasa de rendimiento y riesgo.

La última etapa es crucial pues consiste en la adopción de la LMV y modificación del Capital Social por el efecto de los nuevos inversionistas (emisión de acciones). Se requiere contrarrestar el efecto del aumento en la tasa de riesgo, mediante la adquisición de la deuda. En la Figura 39, nos muestra a la empresa con puro Capital Social asociada a una tasa de riesgo del 9.1 %; si su Capital Social crece en un 20 % la tasa de riesgo aumenta proporcionalmente a un 10.9 %.

**Figura 39.** Efectos en la Tasa de Capital por incremento de Capital Social.

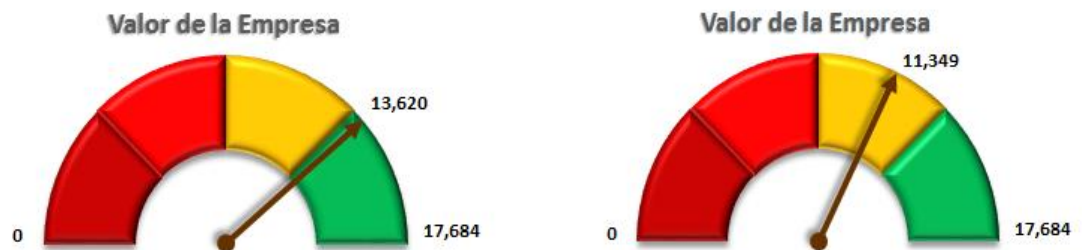


Fuente: Elaboración Propia

La incursión de mayor Capital Social a través de inversionistas solicitará una tasa más exigente, pues el riesgo asumido por su dinero es mayor. En cambio, al incrementar ese mismo capital nuevo pero adicionando el efecto de la deuda, la tasa disminuye a 8.5 % por el efecto de la transferencia de riesgo a terceros y el beneficio fiscal que otorga incluir deuda en la Estructura de Capital.

Con el aumento de la tasa de capital a 10.9 %, el valor original de la empresa de 13.6 MDP decrece a 11.3 MDP, por el incremento de riesgo y una mayor exigencia en el retorno de capital. (Figura 40)

**Figura 40.** Efecto en el Valor de la Empresa por Incremento de Capital Social.



Fuente: Elaboración Propia

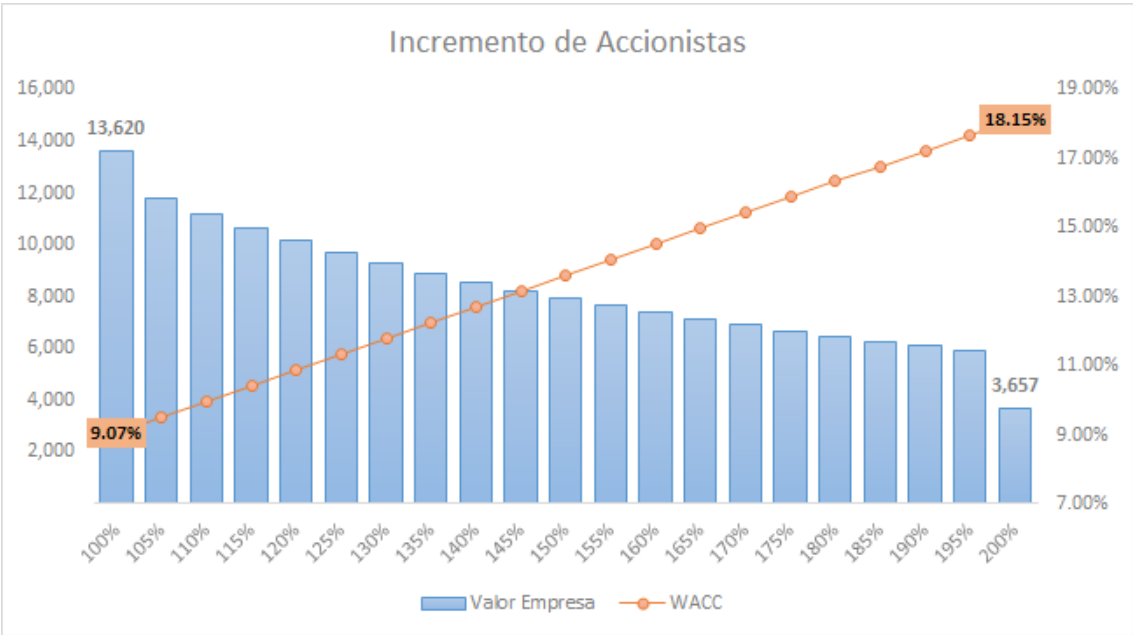
#### 4.2.2 Estructura de Capital Óptima

La Estructura de Capital está financiada al 100 % por accionistas. Al incluir cierto nivel de deuda siguiendo la teoría de Modigliani - Miller, existirá un punto donde el Valor de la Empresa será el máximo posible asociado a una determinada combinación de Deuda - Capital. Al llevar a la Inmobiliaria S.A. de C.V. en condiciones donde se financia únicamente de deuda (0 % de Capital Social), se logra el valor máximo que puede tener la empresa. Sin embargo, este escenario es inviable ya que hace insolvente a la empresa para pagar sus obligaciones y quita del poder a los accionistas actuales. En estas condiciones se dice que el valor es irreal y se pierde la permanencia de los accionistas en la toma de decisiones y administración de la empresa.

La determinación de la Estructura de Capital óptima se guía mediante el apoyo en los indicadores financieros, pues permiten determinar la capacidad de solvencia de la empresa y el punto de fallo donde no pueda continuar pagándola. El siguiente caso se da cuando se incluye el Capital de Riesgo como incremento en el Capital Social por la compra de acciones de la empresa. La tasa de capital al tener este efecto incrementa a 10.9 %; para mitigar este efecto se incluye deuda en su Estructura de Capital.

En la simulación realizada para dimensionar el efecto de la entrada de capital se considera un incremento de un 5 % del Capital Social, variando su efecto en la tasa de capital. La Figura 41 muestra la variación de la tasa de descuento con respecto al incremento del capital. El punto de partida son los 13.6 MDP del Valor de la Empresa, conforme se le exige mayor tasa de riesgo de manera proporcional al incremento del Capital Social, es decir; si 9.1% es el 100 % del capital actual de la empresa su variación en 5 % de capital incrementará de manera directa su tasa al exigir un mejor retorno por ser un inversión mayor. El valor máximo obtenido de la tasa de capital es de 18.15 % con un valor mínimo de la empresa de 3.6 MDP.

**Figura 41.** Sensibilización de la WACC respecto al incremento de Capital Social.



Fuente: Elaboración Propia

En un segundo escenario, las tasas de capital mostradas en la Figura 41 se usaron como entrada para determinar una nueva WACC<sup>31</sup> ( $WACC_{CapitalDeuda}$ ) conforme se añade deuda a la empresa para mitigar el incremento en la exigencia del rendimiento. Los resultados se muestran en la Figura 41. La WACC calculada por la entrada de nuevos accionistas  $WACC_{IncrementoCapital}$  es mayor a la que se tenía inicialmente  $WACC_{Original}$ , esto sucede porque al incrementar el capital en un 5 %, la tasa de capital ( $R_s$ ) se eleva a 9.53 %.

$$WACC_{Original} = 9.1\%$$

Si incrementamos el capital actual en un 5 %; partiendo que la  $WACC = R_s = 9.1\%$  es directamente proporcional a la variación del capital por el incremento del riesgo.

$$WACC = R_s = 9.1\% \alpha \Delta Capital$$

A un 5 %:

$$WACC_{IncrementoCapital} = R_s = 9.53\%$$

$$WACC_{CapitalDeuda} = 9.53\%(0.95) + 7\%(0.5)(1-0.3) = \boxed{9.3\%}$$

Por lo tanto:

$$WACC_{IncrementoCapital} > WACC_{Original}$$

$$9.53\% > 9.1\%$$

No obstante, por el efecto de la deuda en la Estructura de Capital (95 % Capital y 5 % Deuda) la  $WACC_{CapitalDeuda}$  disminuye a 9.3 %, pero aun siendo inferior a  $WACC_{Original}$ .

$$WACC_{IncrementoCapital} > WACC_{CapitalDeuda} > WACC_{Original}$$

$$9.53\% > 9.3\% > 9.1\%$$

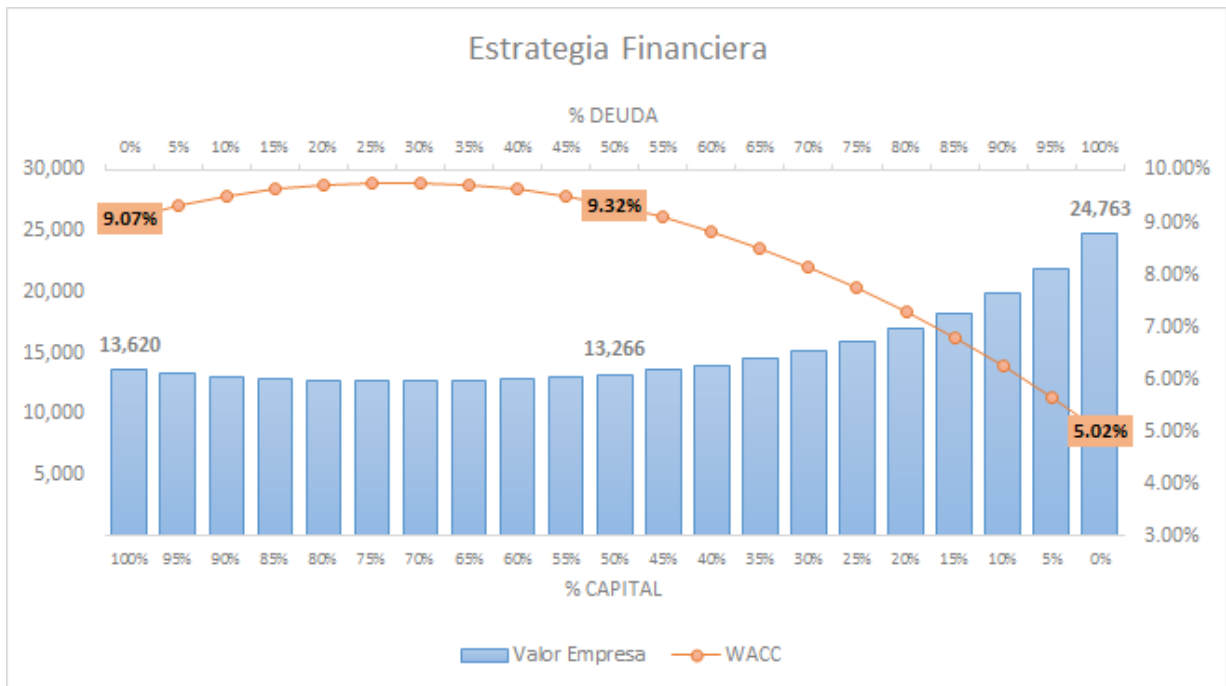
En cuanto al Valor de la Empresa este se ve disminuido de 13.62 MDP a 13.3 MDP.

---

<sup>31</sup> Tasa bancaria (Rd) promedio a pequeños negocios del 7 %. Fuente: CNBV, 2013

La gráfica de la Figura 42, muestra la variación de la WACC con respecto al Valor de la Empresa. A pesar del incremento de capital, el Valor de la Empresa no supera al original, sino hasta donde la Estructura de Capital se compone casi en su totalidad de deuda.

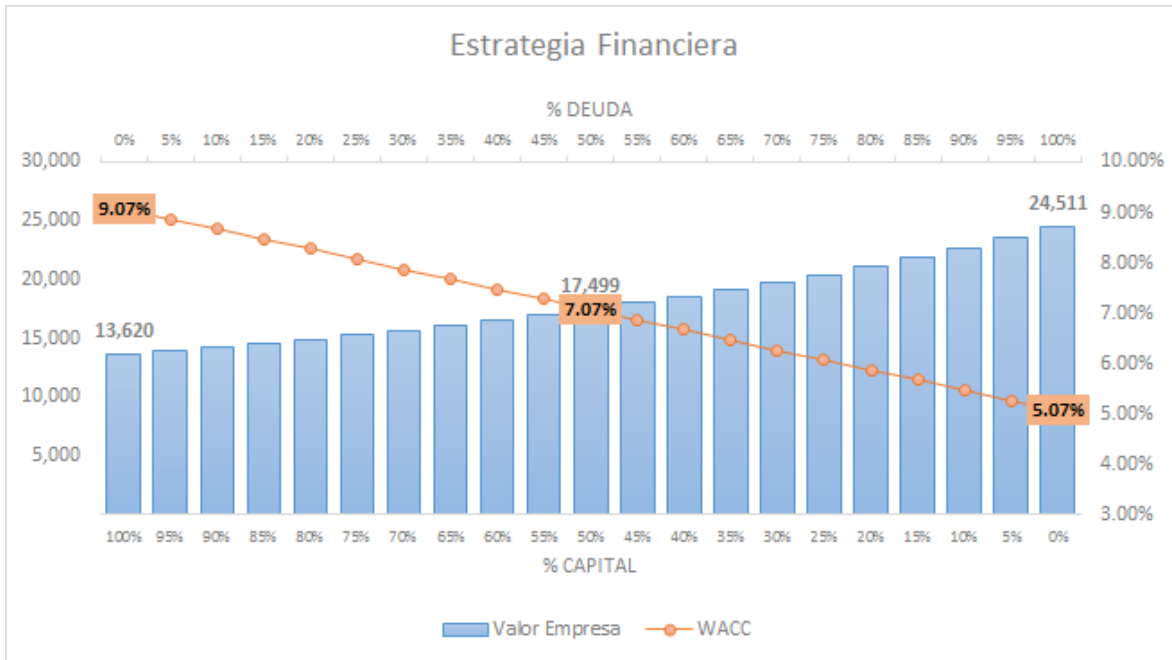
**Figura 42.** Sensibilización de la WACC incluyendo el efecto de la Deuda.



Fuente: Elaboración Propia

Un tercer escenario simulado es en el que la empresa no modifica totalmente su Estructura de Capital, sino que mantiene el mismo nivel de Capital Social, pero adicionando deuda, se muestra en la Figura 43. Con esto, se determina un punto medio donde la deuda representa un 50 % y el capital el 50 % de la composición de la Estructura de Capital a una tasa de descuento de 7.07 %, dando como resulta el máximo valor posible de la empresa de 17.5 MDP.

**Figura 43.** Sensibilización de la WACC incluyendo el efecto de la Deuda sin alterar el Capital Social.



Fuente: Elaboración Propia



## V. Conclusiones

Las Pequeñas y Medianas empresas representan un papel importante dentro de la economía mexicana. Son negocios en marcha cuyo propósito aún no se encuentra definido y ni la razón de su constitución. Juegan un papel importante de estudio; sus organizaciones son muy adaptables a nuevos modelos. La escasez de técnicas administrativas y financieras ayuda a crear modelos ad hoc a la empresa, inherentes a sus características.

Los programas gubernamentales no son aún suficientes para suministrar los recursos que requieren las PyMEs y darle seguimiento a la efectividad del programa. La distorsión de la información hacia las PyMEs, hace ineficiente el destino de los recursos proporcionados por las instituciones federales.

La adaptación de la Estrategia Financiera, representa una solución hacia la escasez de financiamiento y apoyo a las PyMEs pues abre accesos a otro tipo de financiamiento no tradicional, ya que el fin del nuevo inversionista no es recibir intereses sino unificar su visión con la del empresario para alcanzar un mayor Valor de la Empresa.

La Estrategia Financiera construye una PyME con mayor organización, menor riesgo y mayor transparencia de operaciones. Así mismo facilita la entrada de terceras personas a la toma de decisiones, más aún ayuda a ser objeto de préstamos bancarios por entidades bancarias. Sin embargo, el punto central de la estrategia se localiza en la composición de la Estructura de Capital. La Figura Jurídica central en el desarrollo del modelo, Sociedad Anónima Promotora de Inversión, arraiga beneficios implícitos como la mejoría de su imagen ante inversionistas y/o prestamistas. No obstante por sí sola carece de sentido, pues no se dictan los mecanismos ni los pasos necesarios para cumplir los requisitos que la hagan convertirse en una SAPI, es decir, una empresa que empieza a institucionalizarse con el Gobierno Corporativo.

Al analizar la mediana empresa Inmobiliaria S.A. de C.V. carece en su mayoría de todas las herramientas planteadas en la Estrategia Financiera, siendo un objeto de estudio potencial para su aplicación. Uno de los principales problemas de la Estrategia Financiera es el periodo de tiempo para su implementación y observar resultados de las mejoras en la empresa. Los beneficios no se pueden cuantificar de manera inmediata.

La Estrategia Financiera abre paso a un grupo de inversionistas denominado como Capital de Riesgo o Privado, quienes son conscientes del riesgo asumido y cuyo principal objetivo es poder vender su parte de las acciones a un precio más elevado del que se adquirieron. Unifica la visión de los accionistas (nuevos y actuales) con la visión de la empresa y a la par la visión de la familia para que repercuta en una mejoría de la rentabilidad de su inversión, y alcance de una empresa más unificada. También propone una manera de reducir los costos de la institucionalización y no recaigan en el empresario para la implementación de un Gobierno Corporativo.

La medición del impacto de la Estrategia Financiera se realizó con diversos escenarios en la empresa Inmobiliaria S.A. de C.V. mostrando la variación en la tasa de riesgo (WACC) y su valor, logrando cumplir con el objetivo plasmado en la introducción del trabajo.

El sembrar las bases de acuerdo a los lineamientos de la Sociedad Anónima Promotora de Inversión y establecer lineamientos financieros - administrativos, contribuyeron a poder modificar la Estructura de Capital permitiendo que los escenarios contruidos se realizaran alterando la relación Deuda – Capital.

Los resultados obtenidos de las simulaciones en la empresa Inmobiliaria S.A. de C.V. se efectuaron sobre el impacto en el valor actual de la empresa. En el primer escenario, apreciamos una caída del Valor de la Empresa (destrucción del valor) por el incremento de capital y mayor exigencia de tasa de riesgo. Es congruente el incremento pues son diversos accionistas con un nivel de inversión (recursos) aún mayor.

En el segundo escenario denota como la deuda disminuye la WACC compensando el incremento de Capital Social por el ingreso de nuevos accionistas y a la vez incremento del Capital Social. La disminución de la WACC no es lo suficiente para equiparar el valor que se tenía inicialmente sin la aplicación de la Estrategia Financiera, aún se muestra un deterioro en el Valor de la Empresa.

En un tercer escenario, manteniendo el Capital Social de la misma manera como estaba inicialmente, se obtiene un Valor de la Empresa mayor al originalmente plasmado (generación de valor) con una WACC de igual manera menor.

La Estrategia Financiera ayuda al tomador de decisiones a encontrar la opción más acorde a su visión y que fomente la creación de valor en la empresa al mostrar escenarios diversos en los que puede ir modificando la Estructura de Capital. Tiene la facilidad de poder agregar Capital Social (por nuevos accionistas del Capital de Riesgo) y no únicamente deuda.

En el caso particular de la empresa Inmobiliaria S.A. de C.V., la hipótesis inicial no se cumple, ya que no favorece en su valor el incursionar nuevos accionistas, al contrario lo destruye elevando la tasa de riesgo; es más factible solo introducir deuda para mejorar su valor. Sin embargo, existen otros factores que alteran directamente los resultados de la mediana empresa, en específico el crecimiento del mercado inmobiliario. Por lo tanto, la Estrategia Financiera ayuda y soluciona de manera parcial a las empresas PyMEs puesto que solo es potencialmente aplicable a empresas que requieran financiamiento pero con expectativas de crecimiento del mercado.

Por último, la Estrategia Financiera es adaptable y permite analizar el entorno para ajustar los controles internos y modificar su estructura financiera, mostrando solidez ante personas ajenas a la empresa, haciéndola más atractiva para invertir y acercar nuevos accionistas, sin modificar los intereses de las personas involucradas en la toma de decisiones enfocada a una creación del Valor de la Empresa.

## VI. Recomendaciones

Las acciones realizadas por las instituciones gubernamentales no han dimensionado el poco o nulo impacto que han obtenido sus programas, más aún de ser ineficientes no llegan al pequeño o mediano empresario que recién inicia en la organización de su empresa. Lejos de apoyar la sobrevivencia de las actuales empresas, la política se ha desviado en el fomento de emprendedores cuando actualmente las PyMEs no son capaces de superar las barreras ni constituirse en una empresa grande. Es indispensable realizar un esfuerzo conjunto de instituciones educativas para la aplicación de programas, modelos, bases de datos, entre otras herramientas; cooperando mutuamente con el empresario para guiarlo hacia una administración efectiva que repercutirá en una salud financiera estable. Con estas nuevas medidas se podrían ahorrar miles de recursos provenientes de las instituciones hacia las PyMEs, eliminando la carencia de control.

El crédito bancario ha hecho la lucha por atraer nuevos clientes. En los pequeños y medianos empresarios observan un mercado potencial al ser estos los que más dinero exigen para su operación por ser insuficientes sus propios flujos derivados de la operación para el pago de Capital de Trabajo o inversiones en activo fijo. Sin embargo, las imposiciones de los créditos bancarios hacen aún la opción inviable para financiar a las PyMEs, siendo la mejor recomendación la atracción de nuevos socios. Adicionalmente, los bancos su único propósito es el pago de intereses y del capital principal, dejando atrás los intereses del pequeño empresario.

La Estrategia Financiera permite flexibilidad enfocada al valor, mediante la adquisición de deuda y atracción de nuevos accionistas. El no planear como se indica en la estrategia puede ocasionar pérdida de control sobre la empresa o en casos más extremos, abusar del beneficio de la deuda y ocasionar quiebra de la empresa. Los análisis deben realizarse de manera objetiva, en caso contrario puede generar resultados erróneos y en lugar de generar valor se estaría destruyendo. La comunicación a diferentes estratos es indispensable para el logro de los objetivos, cada uno de ellos contribuye en medida para la

creación del Valor de la Empresa y permitirá llegar a los objetivos deseados, aunque en la estrategia se focaliza en la alta dirección no hay que perder de vista que las demás áreas son los pilares para la generación de valor.

Finalmente, la Estrategia Financiera puede medirse no solamente con el valor, sino que se puede integrar con otras herramientas como puede ser el Valor Económico Agregado (EVA, por sus siglas en inglés) o valuación de opciones para la toma de decisiones. El fin último de la estrategia es reestructurar su organización, implementar controles y seguimiento, mediante la optimización de la Estructura de Capital con la integración Capital de Riesgo dentro de ella.

## Bibliografía

- Álvaro, R. A. (2012). México's Growth will come from entrepreneurship and small and medium-sized enterprises. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*.
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. (2007). Valores por la fortaleza de México. *Boletín Informativo*.
- Ayala Brito, G., & Becerril Sánchez, B. (2011). *Finanzas Bursátiles*. Instituto Mexicano de Contadores Públicos.
- Banco Mundial. (2010). Evaluación de impacto de los programas para PyME Latinoamérica y el Caribe. Obtenido de [www.bancomundial.org.mx](http://www.bancomundial.org.mx)
- Besley, S., & F. Brigham, E. (2008). *Fundamentos de Administración Financiera*. Cengage Learning.
- Bolsa Mexicana de Valores*. (2014). Obtenido de Información de Empresas en la BMV: [www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx)
- Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo. (2009). Guía práctica para la institucionalización de la empresa: acceso al mercado de valores y mejora del Gobierno Corporativo.
- CGAP, G. d. (2010). *Financial Access 2010: La inclusión financiera durante la crisis - Estado de situación*. Obtenido de [www.cgap.org/financialindicators](http://www.cgap.org/financialindicators)
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2010). Financiamiento a las microempresas y las PyMEs en México. *Sección de Estudios del Desarrollo*. Obtenido de [www.cepal.org](http://www.cepal.org)
- Cue Mancera, A. (2003). Algunas Precisiones sobre el Mercado Cambiario, el Bursátil y la Banca en México. *El Cotidiano*.
- Deloitte México. (2009). Institucionalización de la estructura de Gobierno Corporativo con enfoque GRC. *Boletín Gobierno Corporativo*.
- Deloitte México. (2011). Estructurando el crecimiento de la empresa familiar. *Boletín Gobierno Corporativo*.
- Deloitte México. (2011). Modelo Institucional en la empresa familiar. *Boletín Gobierno Corporativo*.
- Día Rivera, E. I. (2007). *Capital Financiero e Intelectual para el Desarrollo de la Empresa Mexicana*. IMEF.

- Enrique, D. P. (2004). Pequeña y Mediana empresa en México: condiciones, relevancia en la economía y retos de la política. *Economía UNAM*.
- Francés, A. (2006). *Estrategia y planes para la empresa: con el cuadro de mando integral*. Pearson Educación.
- Guillermo, V. V. (2008). ¿Las pequeñas y medianas empresas mexicanas requieren aplicar diagnósticos organizacionales? *Mundo Siglo XXI*.
- Hernández, N., & Gaona, E. (2010). Un análisis a la nueva ley del mercado de valores y la empresa en México. *Monterrey Venture Capital Conference 2010*. Obtenido de <http://2010.mvcc.mx/espanol>
- INEGI. (2009). *Micro, Pequeña, Mediana y Gran Empresa: Estratificación de establecimientos*. Censos Económicos 2009.
- Jiménez Castañeda, P. E., & Álvarez Jiménez, J. A. (2010). Evolución de MIPYMES, como catalizador del fondeo y sustentabilidad. *Revista Contaduría Pública*.
- KPMG, & AMEXCAP. (2013). El impacto del Capital Privado para las empresas en México: 17 casos de éxito.
- Legorreta Hernández, G. L. (2006). Nueva Ley del Mercado de Valores. *Fundación Rafael Preciado Hernández A.C.*
- Ley del Mercado de Valores. (2014). Obtenido de [www.diputados.gob.mx](http://www.diputados.gob.mx)
- Llano Cifuentes, C. (2004). *Análisis de la acción directiva*. Limusa.
- López Pérez, L. (2012). Institucionalizar a las empresas. *Revista Contaduría Pública*.
- Luna Lara, G. (2009). El Capital de Riesgo y la creación de valor en las micro, pequeñas y medianas empresas (PyMEs). *Tesis de Maestría*. Instituto Politécnico Nacional. Escuela Superior de Economía.
- Mendoza, V., & Orozco, E. (2011). Gobierno Corporativo, ¿exclusivo de grandes empresas? Obtenido de <http://www.ccpm.org.mx/>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review.
- Muñiz Gonzalez, L. (2009). *Control Presupuestario: Planificación, elaboración, implantación y seguimiento del presupuesto*. Profit Editorial.
- National Venture Capital Association. (Enero de 2015). Obtenido de NVCA - National Venture Capital Association: [www.nvca.org](http://www.nvca.org)

- Programa de Mercado de Deuda.* (2012). Obtenido de Requisitos para ingresar al Programa de Mercado de Deuda: <http://www.mercadodedeuda.com>
- Ramírez Acosta, R. d. (2005). Financiamiento bursátil en la pequeñas y medianas empresas. *Comercio Exterior.*
- Rosario, C. Y. (2004). Las pequeñas y medianas empresas en el desarrollo económico de la región occidente. *Carta económica regional.*
- Sainz Vicuña, A. (2012). *El plan estratégico en la práctica.* Alfaomega.
- Seco Benedicto, M. (2008). Capital de Riesgo y financiación PyME. *Fundación EOI.*
- Secretaría de Economía. (2009). *Diario Oficial de la Federación.* Obtenido de Secretaría de Economía: <http://www.economia.gob.mx/>