

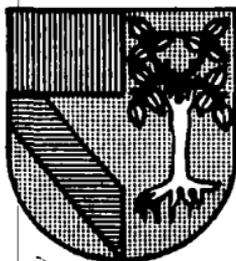
308902

UNIVERSIDAD PANAMERICANA

ESCUELA DE ADMINISTRACION

Con estudios incorporados a la Universidad Nacional Autónoma de México

6
2Ej



**EMISION DE EURO BONOS COMO
ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO
PARA LA EMPRESA MEXICANA**

**TRABAJO QUE COMO RESULTADO DEL
SEMINARIO DE INVESTIGACION
PRESENTA COMO TESIS**

JESUS ALFONSO BRINGAS PIÑA

**PARA OPTAR POR EL TITULO DE
LICENCIADO EN ADMINISTRACION**

DIRECTOR DE TESIS: LIC. ARMANDO SANCHEZ SOTO

MEXICO, D. F.

1994

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está 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.

A mis padres, mi hermano y mi abuela, quienes con esmero no descansaron hasta ver culminado esta ilusión hecha realidad, a ellos a quienes les debo mucho y más, les doy las gracias por lo que soy.

**Con respeto, admiración y
cariño a alguien con quien
concluí este trabajo, a
alguien que me ofreció su
ayuda, su tiempo, su
conocimiento, su apoyo, su
dirección y su mano amiga,
al ING. JAVIER MORA
GALAZ un eterno
agradecimiento.**

**Al Dr. Jose Luis Guerrero
Alvarez, Ing. Manuel
Sánchez Guzmán, Ing
Enrique Rivera de la Vega,
Lic. Victor Bravo Martfn, a
Octavio Valdés, Carlos
Arechiga, Fernando Salinas
y al Grupo ICA, gracias por
su apoyo y confianza.**

LA EMISION DE EUROBONOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA EMPRESA MEXICANA.

CASO: Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.

INDICE

	Página
INTRODUCCION	
I. LA EMPRESA MEXICANA Y SU ENTORNO	1
1.1. El Entorno	1
1.2. La Empresa	6
1.2.1 Aspectos de la empresa de los noventas	7
1.3. Los Sectores del Sistema Productivo Mexicano	11
II. INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES	17
2.1. Introducción	17
2.2. Sistema Financiero Mexicano	18
2.3. Tipos de Instrumentos Domésticos del Mercado de Dinero	23
2.4. Tipos de Instrumentos Domésticos del Mercado de Capitales	26
III. EL MERCADO FINANCIERO NACIONAL	29
3.1. Antecedentes	29
3.2. Cambio en las Inversiones	30
3.3. Desarrollo Bursátil	33
3.4. La Apertura Mexicana: Retos y Oportunidades	36
IV. EL AMBITO ECONOMICO INTERNACIONAL	40
4.1. Antecedentes	40
4.2. Evolución y Perspectivas	42
4.2.1. Actividad Productiva	42
4.2.2. Inflación	46
4.2.3. Tasas de Interés Internacionales	47
4.2.4. Mercados Bursátiles	50
4.2.5. Mercado de Cambios	52
4.3. Los Euromercados	54
4.3.1. Eurobonos	57
V. EMISION DE EUROBONOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO	62
5.1. La Empresa	62
5.1.1. Historia	63
5.1.2. Generalidades	68
5.2. Información Financiera antes de la emisión	79
5.2.1. Análisis Financiero	84
5.3. Características de la Emisión	88
5.3.1. Procedimiento	92
5.3.2. Comparativo de Ofertas	94
5.3.3. Selección de la mejor Oferta	96
5.4. Información Financiera después de la emisión	102
5.4.1. Análisis Financiero	106

CONCLUSIONES

BIBLIOGRAFIA

INTRODUCCION

La tesis tiene como objeto mostrar al empresario mexicano una alternativa de financiamiento vía el mercado de deuda Internacional.

A lo largo de la misma se sitúa a la empresa mexicana dentro de la economía nacional, así como los efectos sobre ella de los principales indicadores económicos internacionales, presentando así un panorama muy promisorio en pro de un mercado netamente global. A través del análisis de los sectores productivos nacionales, se tomó a una de las empresas líderes dentro del sector construcción, del cuál dependerá en gran parte el crecimiento de la infraestructura requerida para satisfacer los retos que presenta la globalización económica.



El excesivo costo del dinero y la recesión económica por la que pasaba México, fueron las principales causas que incidieron en la búsqueda de recursos en el extranjero, mismos que resultaban ser más competitivos respecto a los nacionales; de tal manera

que, el Grupo decide hacer una emisión de deuda a través de la figura de "Eurobono", el cuál es una nueva alternativa financiera.

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V., fundada en 1947 ante las necesidades de construcción de infraestructura y el crecimiento urbano, se destacó muy tempranamente como empresa líder en su ramo, con 55% de penetración en el mercado. Las firmes políticas, visión a largo plazo y una estructura financiera sólida para responder ante cualquier cambio, fueron piezas clave de su éxito; mismo que llevó para 1992 a tener presencia en los mercados financieros nacional e internacional.

La combinación de los retos y oportunidades de la empresa mexicana, con los mismos de las economías internacionales, logran dar al lector un amplio panorama de la situación que prevalecía durante 1992 y 1993, panorama que junto con el análisis numérico de la empresa, hacen a la emisión de Eurobonos una de las mejores alternativas de financiamiento para la empresa de los 90.

LA EMPRESA MEXICANA Y SU ENTORNO

Entenderemos por empresa a la persona moral jurídica y legalmente constituida que a través de un lucro realice actividades comerciales, industriales, agrícolas, ganaderas, pesqueras y silvícolas.¹

Entorno será todo aquello que rodea a la empresa, factores que no están dentro de la actividad empresarial, como economía, política, cultura, sociedad.

1.1 EL ENTORNO.

A lo largo de este siglo XX, toda la experiencia Mexicana gira alrededor de una transición múltiple, en donde la realidad es una totalidad de fenómenos interrelacionados que se dividen para su estudio.

Evidentemente, detrás de la evolución mundial de este siglo, se encuentra el proceso de cambio y su relación con México.

A los historiadores les llama la atención que en tan sólo cincuenta años, la humanidad haya experimentado acontecimientos trascendentales como la Guerra de las Trincheras, La Gran Recesión, La Segunda Guerra Mundial, el Bipolarismo de Posguerra, La Crisis de los setenta, el Multipolarismo, la Integración Regional de la Economía Mundial Globalizada y el Derrumbe del Sistema Comunista.²

¹ cfr "Código Fiscal de la Federación.1993. 16/17A-1"

² "Jaime G. Graf et al México y su Política. pág.43"

A nivel mundial, la década de los noventa presenciara la consolidación de este fenómeno integrativo, probablemente con la formación de cinco grandes regiones económicas en franca competencia por los mercados de todo el mundo: La Europa Occidental integrada, Alemania y la Europa Oriental, la antigua URSS con los países Índicos y tibetanos, Japón con el Oriente incluyendo a China, y América detrás del liderazgo del norte del Continente, con la alianza de los tres grandes de esta zona del mundo. África seguirá relativamente al margen y los países del sur del Pacífico se convertirán en la sorpresa del siglo venidero.

El cambio de México durante el siglo XX está en franca relación con los acontecimientos mundiales. La revolución fue paralela a la Primera Guerra Mundial; la estructuración institucional aconteció durante la Recesión; la industrialización se aceleró durante la Segunda Guerra mundial; el extraordinario crecimiento industrial fue consecuencia del bipolarismo; la crisis de los ochenta fue mundial; la apertura de fines de los ochenta es consecuencia de la globalización; y la mayor vinculación con las potencias del Norte de América, que será lo que en materia económica presenciaremos durante la década de los noventa, será resultado de los tratados de libre comercio.³

En 1985, el gobierno inició un proceso de reforma que perseguía acercar a México a la transformación económica que arrastraba al mundo, proceso que ahora

³ "El 17 de noviembre de 1993 fue aprobado por el senado norteamericano el TLC, días antes fue aprobado por el senado candiense y el 18 de noviembre fue aprobado por el senado mexicano."

transforma al país, tanto en su estructura económica como en la política. El escenario relevante para el México de hoy se refiere a la apertura e integración en la economía internacional.⁴

Para una economía que estuvo aislada del resto del mundo por más de cuarenta años, la reforma que se llevaría a cabo entraña cambios extraordinarios en todos los ámbitos, así como ajustes políticos complejos, de los cuales no todos encontrarían fácil acomodo.

Las prioridades en una economía abierta son distintas: el consumidor se convierte en centro de la actividad económica, dejando así de privilegiar a la industria y al capital, que fue la principal característica de la sustitución de importaciones. Las bases de apoyo político tradicionales se desgastan en la medida en que el gobierno deja de tener una capacidad ilimitada para influir en las decisiones y acciones políticas y económicas, como ocurría en el pasado. La liberalización, la desregularización y la privatización están minando muchos cacicazgos políticos.

Por todo lo anterior se creó que la situación de México y su evolución próxima, contemple lo siguientes aspectos:

- La inflación es todavía alta, por lo que, para los años siguientes, debe llegar a niveles próximos a la de los Estados Unidos y al de sus otros socios comerciales.

⁴ "Luis Ramos. El Reto Político de la Economía Mexicana.pág.74"

- El poder adquisitivo del salario mínimo ha bajado considerablemente y no alcanzará su nivel máximo anterior en el mediano plazo.
- Es de esperarse que continúe la política de suprimir subsidios generalizados a bienes y servicios, tanto públicos como privados. No obstante, continuará el apoyo a los grupos más necesitados.
- Según avance la recuperación económica el desempleo irá disminuyendo, con la consiguiente escasez de trabajadores en muchas zonas.
- La producción agropecuaria es deficitaria y su mejoramiento se demorará por la dificultad de llevar a cabo cambios estructurales en el campo, sin embargo es previsible que estos cambios se realicen porque el incremento de la producción es indispensable para la recuperación económica del país.
- En los próximos años el crecimiento económico será lento, no sólo porque los planes de inversión nacional y extranjera toman tiempo, sino porque los inversionistas esperan ver más clara la situación económica y política de México.
- Como consecuencia de los años de crisis, el rezago en el gasto de inversión del gobierno dará lugar, sin duda, a cuellos de botella en la producción, como puede ser en la generación de energéticos, carreteras, ferrocarriles y puertos. Esto limitará seriamente los planes de inversión de las empresas.
- Un elemento clave en la evolución económica del país, no sólo en la década sino en el futuro a largo plazo, es el que se lleve con éxito el Tratado de Libre Comercio (TLC) con los Estados Unidos y Canadá, el cual abre enormes posibilidades de progreso para los tres países.

- La apertura comercial y el TLC, habrán de producir un cambio fundamental en todas las actividades económicas de los mexicanos; sin duda tendremos contratiempos y ajustes dolorosos, pero nuestra competitividad tendrá que aumentar mediante el mejoramiento en la productividad, calidad y capacidad exportadora.
- Aunque los pactos para la estabilidad han sido útiles, cada día se ven más comprometidos; en el momento en que la inflación llegó a un dígito, dichos pactos comenzaron a diluirse.
- Continuará la política gubernamental de desregularización y simplificación administrativa para hacer más ágiles y eficientes las actividades económicas.
- Para contar con los recursos que requiere la economía nacional se seguirá impulsando la inversión extranjera, la privatización de las empresas estatales, la inversión nacional privada, la repatriación de capitales, el ahorro interno y el endeudamiento selectivo, tanto público como privado.
- El impulso al ahorro será también importante, ya que su falta puede ser una de las principales limitantes para nuestro desarrollo, por lo que la promoción de planes privados de pensiones y del seguro en general van en esa dirección.⁵
- Al mejorar la situación económica es probable que se establezca un tipo de cambio fijo, que desde muchos puntos de vista es deseable; sin embargo quizá se adopte una política de desliz flexible para evitar las devaluaciones

⁵ vgr Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) que entró en vigor en enero de 1993.

bruscas.

- Hay incertidumbre respecto a la relaciones laborales; los posibles cambios en el liderazgo sindical traerán trastornos, es posible que se desarrolle un nuevo clima de trabajo que propicie el entendimiento y la colaboración.
- Continuará por muchos años la insuficiencia de viviendas para renta, hasta que no se establezcan medidas de seguridad para los propietarios y un régimen favorable de impuestos que promueva su construcción.

1.2 LA EMPRESA.

La década de los noventas, se perfila con cambios que se suceden vertiginosamente, sin poderlos anticipar. Esta situación parece incomodar al hombre, acostumbrado a creer que puede controlar y que es dueño de su devenir histórico; "la enseñanza que tiene el hombre a lo largo de su existencia es que en lugar de reaccionar con frustración ante los eventos, se debe aprender a mover con ellos, aprovecharlos, asumirlos y aceptarlos como realidades que se debe incorporar al diario quehacer."⁶

La empresa no escapa a estas tendencias; una de las características fundamentales de una compañía de los noventas es que deberá estar **orientada al mercado**. El significado de esta afirmación va más allá del simple contacto con la clientela, sino el de llegar hasta el último consumidor. La dificultad de mantener

⁶ "Javier Gavito et al La Empresa.pág.176 "

esta orientación radica en que el mercado está continuamente cambiando y las exigencias que impone el cambio permanente sobre la empresa la afectan por entero.

1.2.1 Aspectos de la empresa de los noventas.

La empresa de los noventas debe tener los siguientes aspectos:

1) **Orientación Hacia el Mercado.** La empresa que desee ser exitosa tendrá que ser capaz de estructurarse para dar respuesta a las cambiantes necesidades del mercado. Este, cada vez más finamente segmentado, nos rebasa y exige, obligando a la empresa a responder de manera ágil y oportuna a nuevas condiciones y a necesidades particulares.

Uno de los grandes beneficios de la apertura es que compañías que vieron amenazado su sector, altamente protegido, fueron capaces de reaccionar ante esta realidad, reconvirtiéndose con mayor éxito que el que tenían antes de la apertura.

La diferencia de mercados es fundamental y lleva a la empresa a enfocarse en la atención a la clientela y no en la producción. La organización de la producción está determinada por el mercado y el tipo de clientela a la que se atiende. Los mercados se segmentan y los productos y servicios se individualizan, esta tendencia exige una relación más estrecha con el cliente. En empresas de servicios, la puntualidad y la confianza han pasado a ser características indispensables de organizaciones exitosas.

Esta tendencia debe ser asumida no sólo por sus directivos, sino que debe ser asumida a todos los niveles para que la cultura generalizada se enfoque en el cliente y sea capaz de identificar oportunidades de mercado y atenderlas. El personal deberá entender que la razón de ser de la empresa es su clientela y su vocación fundamental es servirla; una clientela que ante la apertura y globalización de los mercados será cada día más exigente, buscando productos y servicios de mayor calidad a menor precio.

2) Participación del Personal. La empresa que desee mantener esta vocación de servicio al mercado requerirá de un personal más motivado e involucrado con esta tarea, atento a producir y ofrecer servicios que satisfagan las exigencias de sus mercados. Su perfil requerirá de iniciativa, capacitación, responsabilidad, participación e involucramiento con la misión de la organización, para ello la compañía deberá contar con estructuras y técnicas que encaucen esta iniciativa y faciliten la participación.

Existe un gran número de teorías y sistemas de administración que pueden ser utilizados, pero la técnica globalizadora de mayor éxito en los últimos años es la de calidad total.

3) Estructura Organizacional Flexible y Descentralizada. Los requerimientos de un personal involucrado y un entorno cambiante exigen organizaciones estructuradas con mayor flexibilidad, ligeras, más descentralizadas, que reduzcan los niveles jerárquicos, deleguen autoridad y compartan responsabilidades. Las

estructuras centrales y autoritarias pierden capacidad de respuesta y producen empleados pasivos, burocratizados, poco responsables y altamente mecanizados, eliminando con ello su creatividad.

4) Producción Flexible. La orientación hacia el mercado no sólo ha modificado las estructuras organizacionales, sino también las teorías de la administración y las formas de producción. Tecnología y sistemas de producción deben adecuarse a nuevas realidades; en este sentido, en los últimos años han surgido importantes cambios que están alterando las formas de producción, se está pasando de sistemas de producción masivos a lo que se denomina producción flexible o "adelgazada (lean production)". Los japoneses y algunas industrias, como la automotriz, han contribuido enormemente al desarrollo de estas nuevas tecnologías; un aspecto interesante de su desarrollo es que surgieron de la problemática práctica que enfrentan las empresas con actitudes innovadoras, más que de los centros de enseñanza e investigación.

Este enfoque requiere que la producción esté organizada de manera que pueda ajustarse al cambio en el diseño de productos y servicios; algunos de sus elementos son: relaciones cercanas con los proveedores; fuerza de trabajo involucrada, responsable y capacitada; trabajo en equipo; inventarios cero; eliminación del personal de supervisión, división del trabajo en redes de cooperación (sociedades o equipos de valor agregado).

5) Distribución de los Beneficios. Las exigencias que la empresa orientada hacia el mercado plantea a su personal, deben recompensarse con esquemas que den mayor acceso a los beneficios obtenidos de una gestión exitosa. Cuando se le pide al personal mayor responsabilidad, que se involucre con su trabajo, que participe con mayor intensidad, que esté más presente en la organización, su participación y cambio de actitud serán pasajeros si no perciben que los cambios que se le piden van acompañados de los beneficios adicionales que contribuyan a generar su mayor productividad. Hay diversos esquemas para lograrlo, uno de los más exitosos han sido los programas de participación en las acciones, cuando están bien instrumentados, no sólo permiten un reparto más equitativo de los beneficios, sino que refuerzan y consolidan el cambio de actitud del personal.

Subsistirán las empresas que presenten tendencias hacia la globalización e integración de bloques económicos, a una mayor competencia y exigencias de los mercados, esencialmente deberán ser empresas que aprendan a vivir con el cambio y que sepan adecuarse a él.

La apertura comercial y la internacionalización de la economía mexicana han enfrentado a las empresas a la disyuntiva de renovarse o desaparecer; esta renovación, que será en distintas áreas y a varios niveles de la empresa, deberá de fundamentarse en una transformación cultural, que es el reto de sobrevivencia y competitividad más importante y trascendente del sector productivo en general. Lo anterior no se podrá lograr sin el desarrollo de estrategias, sistemas y criterios de actuación sustentados en los valores de calidad y productividad, este binomio

debe ser compartido por todos los miembros de la organización, de ahí su carácter de total. "Si queremos una sociedad más productiva y un empresario más competitivo, el esfuerzo deberá empezar por las cabezas de los diferentes sectores productivos del país."⁷

1.3 LOS SECTORES DEL SISTEMA PRODUCTIVO MEXICANO.

Son tres los sectores que conforman el sistema productivo Mexicano, el Primario, el Secundario y el Terciario.

El sector primario esta integrado por la actividad Agropecuaria, Silvicultura y Pesca; el sector secundario por la actividad Minera, Manufacturera, Construcción y Electricidad y el sector Terciario está integrado por la división de Comercio, Transportes y Comunicaciones, Servicios financieros, Servicios comunales y sociales, y Servicios bancarios.

Para efectos prácticos y sustentado en la gráfica siguiente, analizaremos algunas divisiones, que por su crecimiento esperado serán de gran trascendencia para el desarrollo de México.⁸

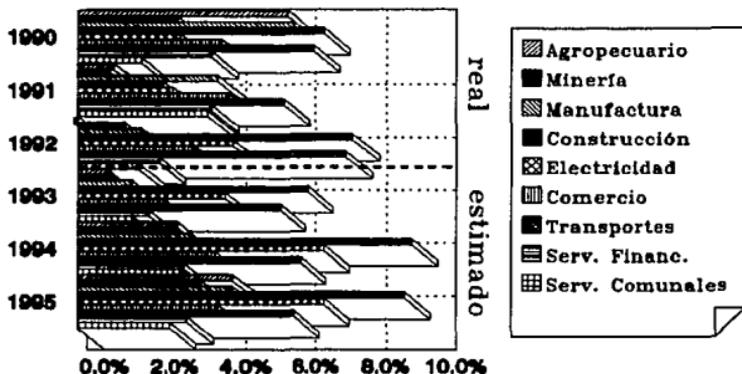
⁷ Julio G. Trujillo et al El Reto Cultural de las Empresas Mexicanas. pág.186"

⁸ "CIEMEX-WEFA Perspectivas Económicas de México.pág.91 Julio 1993"

Oferta Agregada por División como % de cambio

Variación Anual

Base junio 1993



CIEMEX-WEFA, junio 1993

División Construcción.

La industria de la construcción por las funciones que cumple y por la diversidad de factores que a ella concurren, tiene una conformación globalizadora, de características muy particulares que la remite a un trato especial y único.⁹ Desde sus inicios creó sus propios canales de operación y convivencia con los demás sectores económicos, por lo cual en lo nacional, internacional y multinacional se maneja de manera especial, ya que involucra capital privado y público, el quehacer social y político y la generación del empleo.

⁹ vgr "Lo mismo puede clasificarse como una empresa comercial, de servicios, de transformación, de transferencia de tecnología, de operación financiera, de administración o de bienes inmobiliarios."

Por lo anterior, este sector muestra una importante perspectiva de crecimiento para los próximos 5 años, se espera crezca a una tasa anual del 5%, que está por arriba del crecimiento del PIB (Producto Interno Bruto).¹⁰

El crecimiento provendrá por varios factores: en primer lugar se estima un déficit de casas habitación de aproximadamente 6 millones de unidades, además 10 millones de personas serán económicamente activas durante los siguientes 10 años, que demandarán servicios sociales como escuelas y hospitales; por si fuera poco además, el mejoramiento económico del país permitirá a la población demandar mejores viviendas.

Para los siguientes años, México tendrá la necesidad de ampliar y construir nuevas naves industriales así como proyectos de infraestructura que permitan el desarrollo del país. En el caso de carreteras, la administración del Lic. Salinas se fijó la meta de terminar 5,150 kilómetros de vías carreteras para 1994, cerca del 60% de estas carreteras están actualmente funcionando, en tanto que el resto se están construyendo. La industria eléctrica requerirá inversiones del orden de 3 billones de dólares anuales para la siguiente década, con el fin de satisfacer el crecimiento de la demanda por este servicio.

Otra de las industrias que se verá beneficiada por el crecimiento del sector, será la cementera, el mercado Mexicano es uno de los más grandes, ocupando el

¹⁰ "Humberto Pérez Rocha Opportunities in the Mexican Stock Market. Valores Mexicanos, Casa de Bolsa. 1993 pág.7"

décimo tercer lugar a nivel mundial, con una demanda de 27 millones de toneladas anuales, que se espera crezcan a una tasa del 5% anual.¹¹

División Transportes y Comunicaciones.

En cuanto al transporte y su crecimiento, se dice que éste está asociado con el crecimiento económico, tanto en magnitud como en ubicación geográfica. La evolución de la red carretera y ferroviaria, así como la de los sistemas portuario y aeroportuario, han incidido en forma definitiva en la localización de las industrias, en los fenómenos de desarrollo urbano y en la concentración de los asentamientos humanos.

No hay actividad económica o social que no esté relacionada, directa o indirectamente, con el transporte, su equipamiento y su infraestructura.

La modernización económica del país, la instrumentación de políticas de descentralización y la necesidad de mejorar los niveles de vida de la población requieren de una infraestructura de transporte moderna. Por ello, es necesario evaluar su funcionamiento actual y prever los requerimientos de inversión, a fin de asegurar la prestación suficiente y coordinada de estos servicios, con la calidad que requieren los usuarios.

¹¹ idem pág.8

La realización de las obras jugará un importante papel en la economía durante los próximos años, además de los ahorros que representará para los usuarios de la infraestructura de transporte y de sus beneficios en el ámbito económico y social; "La gran demanda de bienes y servicios que se requieren para conformar la infraestructura y los numerosos empleos que se generan serán un sólido apoyo para la reactivación económica."¹²

Dentro de Comunicaciones se habla de que el grado de desarrollo de un país es la densidad telefónica, o número de teléfonos por cada cien habitantes; es bien sabido que la demanda por servicio es mucho mayor que la oferta misma, esto por tratarse de un sector monopolizado (TELMEX). Este sector había mostrado un rezago importante, producto de diversas causas: equipos importados, falta de investigación, etc.. Para cubrir dichos atrasos el país cuenta con los avances tecnológicos que permitirán abatir costos tanto de instalación como de operación, lo que se resumirá en un servicio más competitivo y barato, esto por el lado de telefonía, en tanto que por el lado de transmisión de datos (computadoras, fax, etc..), esté será mas eficiente y por lo mismo más rápido.

Cabe destacar que se pretenden ajustar los precios del servicio telefónico a la par con la inflación, con lo que TELMEX podrá canalizar dichos recursos para la investigación y desarrollo de sus negocios.

¹² "SCT Programa Nacional de Modernización de la Infraestructura del Transporte 1990-1994. pág.8"

Como se ha visto, tanto la división construcción como la de transportes y comunicaciones, son ramas importantísimas para la economía mexicana, por lo que el gobierno tiene grandes perspectivas sobre ellas, trayendo como consecuencia una nueva oportunidad de negocio que deberá ser explotada por empresas deseosas de salir adelante con México.

INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES

Entenderemos por instrumento, un valor o título de deuda que se negocia en el mercado secundario (aquel donde los valores previamente colocados se negocian varias veces, proporcionando solo liquidez a los tenedores del valor y ningún flujo extra al emisor) que cuenta con ciertos atributos específicos de acuerdo con su finalidad.¹³

El Mercado de Valores¹⁴ se divide en dos grandes grupos:

Mercado de Capitales, constituido por los instrumentos ó recursos aplicados en su origen a largo plazo, en tanto que en el **Mercado de Dinero** los recursos son aplicados en su origen a corto plazo.

2.1 INTRODUCCION

Todos sabemos que los sistemas económicos y financieros en el mundo no han nacido por simple generación espontánea, sino que son fruto de un largo período de acondicionamiento que necesariamente ha debido responder a las realidades del país del que forman parte.

¹³ "Prácticas Bursátiles. IMERVAL, junio 1993."

¹⁴ "Mecanismo que facilita la concurrencia de oferentes y demandantes de valores autorizados e inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios."

Nuestro país, en el intenso proceso de su evolución económica financiera y social, manifestado a partir de la revolución, ha reconocido que la adecuada estructura de su sistema financiero habría de constituir una base sólida de apoyo para el desarrollo integral y ordenado de los diferentes sectores que lo conforman. Es por esto, que se dió a la tarea de planear la formación de un sistema financiero que propiciara la capitalización del país, estructurando un régimen normativo que hiciera posible el desenvolvimiento homogéneo no solo del sistema financiero en general, sino del mercado de valores en particular, entendiendo a este último como una alternativa para lograr dicha capitalización.

El año de 1932 fué importante debido a las exposiciones de motivos de las diversas leyes que en ese año se promulgaron, pero no fue sino hasta 1975, después de muchos esfuerzos, cuando entra en vigor la Ley del Mercado de Valores y de 1984, época en la que se emite el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo, que confirma con mayor determinación la necesidad de fomentar el crecimiento autónomo, tanto de ese mercado como de las instituciones que le son propias.

2.2 SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.

Al hablar de un Sistema Financiero, estamos hablando de una organización, sea empresa privada o pública que tratan de canalizar sus necesidades superavitarias o deficitarias de recursos financieros al mercado que los utilice eficientemente.

Al término de la guerra de independencia la situación económica del país comenzó a estabilizarse y a partir de 1880 da inicio una importante etapa de industrialización en la que se instalan algunas fábricas textiles, de jabones, cerveza, vidrio y papel, entre otras¹⁵, se hace la aclaración de que la mayoría de las empresas eran de capital extranjero, ya que México exportaba únicamente materias primas.

En 1864 se fundaron los primeros bancos, que orientaban sus actividades fundamentalmente al financiamiento del comercio y descuidaban sus aportaciones a la producción; sin embargo en el advenimiento a finales de siglo, de inversiones de grandes magnitudes para la creación de infraestructura, el incipiente sistema bancario empezó a reorientar sus objetivos, entre otros, la construcción de los sistemas ferroviarios y portuarios, la generación de energía eléctrica y la inversión en las minas.

En el año de 1880 se empezaron a efectuar las operaciones con valores en las Oficinas de la Compañía Mexicana de Gas, donde se reunían mexicanos y extranjeros para comerciar con títulos mineros. Buscando la regularización de las operaciones con valores se crea la Bolsa de Valores de México cuya existencia fue efímera, renaciendo en 1907 como Bolsa Privada de México y para junio de 1910 cambió su nombre por el de Bolsa de Valores de México, S.C.L.

¹⁵Eduardo Villegas H et al El Nuevo Sistema Financiero Mexicano.pág.10-12"

La anarquía dentro de la cual se fortaleció el sistema bancario indujo la creación del Banco de México en 1925 y el nacimiento de la Banca Nacional en 1926. No obstante tuvieron que transcurrir 6 años hasta 1932, para que se configurase la estructura primaria del sistema financiero que perduró hasta 1975.

El 28 de junio de 1932 aparece la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, la cual otorga principalmente a las Sociedades Generales o Financieras y a las Bolsas de Valores la función de promover el Mercado de Valores. Esta ley fijó por primera vez el criterio de atribuir valor oficial a las cotizaciones realizadas en Bolsa de Valores que tuviesen concesión; estableció los principios para constituir bolsas; delineó las bases de sus operaciones y las características de sus miembros; señaló, asimismo, los requisitos de inscripción de valores y prohibió aquellas transacciones que revestían carácter inequívoco de azar.

En el año de 1933 la Bolsa de Valores de México, S.C.L. cambió su nombre al de Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V. y comenzó a funcionar como una organización auxiliar de crédito.

Para la formulación de la reforma de 1975 a la Ley de Instituciones de Crédito, la autoridad financiera tuvo que recoger las experiencias acumuladas desde principios de los años treinta en materia de prácticas financieras de las bancas. Durante el período 1932-1975 existió un constante diálogo entre banqueros y autoridades; los primeros pugnando por una banca que pudiera ofrecer múltiples servicios a sus clientes y las segundas inclinándose por constituir un sistema de

servicios financieros especializados. La reforma bancaria de 1975 establece las bases para la creación del sistema de Banca Múltiple, la cual ofrecía mayores ventajas dadas las condiciones de desarrollo y económicas del país; en este mismo año aparece la Ley del Mercado de Valores la cual previó la existencia de un Mercado Integral de Valores, que solo hasta hoy en día empieza a tomar cuerpo. En la etapa de 1975 a 1982 se establecieron las bases sobre las que erige el sistema moderno de valores; dicho desarrollo no solo se dió en el plano operativo y de nuevos instrumentos sino que se presenciaron avances institucionales de gran significación. La ley de 1975 transformó a los agentes de valores en sociedades mercantiles y propicio la institucionalización del mercado.

En México, a través de las citadas épocas y ante sus muy diversas crisis, el Sistema Financiero Mexicano ha tratado de dar respuesta a las necesidades de la sociedad a través de distintos intermediarios; el último gran cambio en la organización de Intermediarios en México se da en el año de 1990, momento a partir del cual se habla de un "Nuevo Sistema Financiero Mexicano"¹⁶, título que nos habla de una nueva mentalidad en su dirección, una mentalidad más agresiva, más profesional, más eficiente, de mayor calidad y por ende más competitiva.

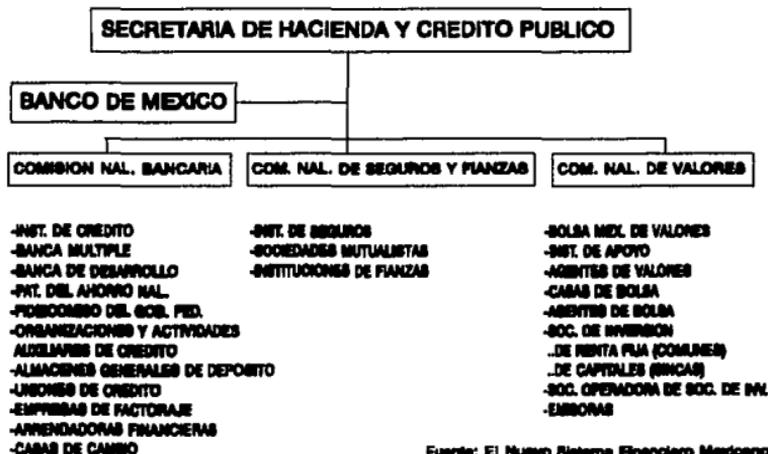
México tiene ahora una legislación perfectible que le permite tener estructuras organizativas en su sistema financiero capaces de competir y asociarse con el capital internacional, la base de esta capacidad la dan las nuevas agrupaciones

¹⁶ibid "El Nuevo Sistema Financiero Mexicano.pág.94"

financieras, la nueva banca, las casas de bolsa, las nuevas organizaciones auxiliares de crédito y el potencial de desarrollo que estas organizaciones unidas a las de seguros y fianzas pueden tener.

Esquema del Sistema Financiero Mexicano:

SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



Los Organismos Reguladores son:

- Secretaría de Hacienda y Crédito Público
- Banco de México
- Comisión Nacional de Valores
- Comisión Nacional Bancaria
- Comisión Nacional de Seguros y Fianzas

Los Organismos Operativos son:

- Todos los que se encuentran abajo de los organismos reguladores (ver esquema anterior).

Los Organismos Auxiliares son:

- Instituto Mexicano del Mercado de Capitales
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles
- Asociación Mexicana de Bancos
- Academia de Derecho Bursátil
- Instituto para el Depósito de Valores

2.3. TIPOS DE INSTRUMENTOS DOMESTICOS DEL MERCADO DE DINERO.

Cuando una entidad o empresa participante del mercado de valores requiere de recursos para financiar sus necesidades de corto plazo, puede obtener el dinero que requiere del público inversionista, a través de la emisión de los siguientes instrumentos:

a) Aceptaciones Bancarias (AB's), son letras de cambio giradas por la empresa usuaria de algún crédito y aceptadas por instituciones de Banca Múltiple, se operan a descuento y son de corto plazo.

b) Ajustabonos, son Bonos ajustables emitidos por el Gobierno Federal, con títulos de crédito a largo plazo, en moneda nacional, nominativos y a cargo del Gobierno Federal, cuyo valor nominal se ajusta en la misma proporción que el IPC.¹⁷

c) Bonos de Desarrollo (BONDES), son títulos de crédito nominativos de largo plazo denominados en moneda nacional y emitidos por el Gobierno Federal por conducto del Banco de México a través de subasta.

d) Bonos para el Desarrollo Industrial (BONDIS), similares al anterior, solo que se utilizan para financiar únicamente el desarrollo industrial.

e) Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), son títulos de crédito al portador emitidos por el Gobierno Federal, en los cuales se consigna la obligación de pagar su valor nominal en la fecha de vencimiento.

f) Pagaré de Mediano Plazo, son títulos de créditos de un emisor inscrito en la BMV, denominados en moneda nacional, con intereses revisables y liquidables

¹⁷ "Índice de Precios y Cotizaciones, promedio de capitalización total de BMV de acuerdo al saldo diario del monto por operaciones."

cada 28 días y destinados a circular en el mercado de valores.

g) Papel Comercial Tradicional, son títulos de crédito documentados en pagarés suscritos por sociedades anónimas mexicanas, inscritas en la BMV, denominados en moneda nacional y destinados a circular en el mercado de valores.

h) Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV), son títulos bancarios expedidos por instituciones bancarias y cuyo capital e intereses se pagan íntegramente al vencimiento del título.

Tabla comparativa entre instrumentos.¹⁸

INSTRUMENTOS	RENTABILIDAD	RIESGO	LIQUIDEZ
Aceptaciones Bancarias	Alta	Bajo	Alta
Ajustabonos	Media	Bajo	Alta
Bondes	Alta	Ninguno	Alta
Bondis	Alta	Ninguno	Media
Cetes	Media	Ninguno	Alta
Pagaré Mediano Plazo	Alta	Medio	Alta
Papel Comercial	Alta	Medio	Alta
PRLV	Media	Bajo	Media

¹⁸Operadora de Bolsa Instrumentos del Mercado de Valores.pág.10"

2.4. TIPOS DE INSTRUMENTOS DOMESTICOS DEL MERCADO DE CAPITALES.

Cuando una entidad requiere financiar proyectos de inversión cuyo período de maduración (lapso en el que se encuentran inactivos o no producen flujos excedentes) es de largo plazo, puede realizar la emisión de un instrumento que facilite los recursos requeridos y a la vez le permita un amplio plazo para pagar la deuda. Dichos instrumentos pueden ser:

Instrumento de Renta Variable.

a) Acciones, son títulos que representan una de las fracciones iguales en que se divide el capital social de una sociedad anónima. Sirve para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de un socio y su importe manifiesta el límite de la obligación que contrae el tenedor de la acción ante terceros y la empresa. Estas pueden ser comunes (confieren mismos derechos y obligaciones a los tenedores, el derecho es de voz y voto en las asambleas).

b) Certificados de Aportación Patrimonial (CAP's), son títulos de valor que representan parte del capital social de un banco emisor que le permite ejercer derechos y obligaciones, excepto derecho de voto.

Instrumentos de Renta Fija.

c) Obligaciones, son títulos de crédito que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo dentro de una sociedad anónima. Estas pueden ser de tipo hipotecarias (garantizados por una hipoteca de algún bien), quirografarias (sin garantía, salvo la solvencia del emisor), convertibles (con opción de recibir amortización de la deuda o convertir los títulos en acciones).

d) Bonos de Indemnización Bancaria (BIB's), fueron emitidos por la SHCP¹⁹ para indemnizar a los accionistas de los bancos que les fueron expropiados en septiembre de 1982.²⁰

e) Bonos Bancarios de Desarrollo (BBD's), son títulos de crédito emitidos por instituciones bancarias para atraer fondos de largo plazo, mismos que financian proyectos de infraestructura y desarrollo industrial.

Tabla comparativa entre instrumentos.²¹

INSTRUMENTO	RENTABILIDAD	RIESGO	LIQUIDEZ
Acciones	Alta	Alto	Bursatilización
CAP's	Alta	Alto	Bursatilización
Obligaciones	Alta	Medio	Media
BIB's	Alta	Ninguno	Alta
BBD's	Alta	Bajo	Alta

¹⁹ "Secretaría de Hacienda y Crédito Público"

²⁰ "Hecho consumado por el entonces Presidente de la República Lic. José López Portillo, con la Nacionalización de la Banca."

²¹ *ibidem* "Instrumentos del Mercado de Valores. pág.10"

La figura de BONOS no se incluyó en ninguna de las clasificaciones anteriores debido a que estos tienen un tratamiento especial y muy característico que depende del emisor, el propósito de la emisión, el monto de la emisión, la metodología del pago de intereses y amortizaciones, el plazo y las figuras especiales. Por lo que su clasificación está dentro de los instrumentos del mercado de capitales.²²

El instrumento que nos acontece el EUROBONO será tocado con la profundidad debida en el capítulo cuarto, por el momento lo definiré como un pagaré de mediano plazo que se coloca principalmente en el mercado europeo.

²² "John F.Marshall, Vipul K.Bansal Financial Engineering.pág.396"

EL MERCADO FINANCIERO NACIONAL

3.1. ANTECEDENTES.

El sistema financiero está integrado por un gran número de instituciones y mercados que dan servicio a las empresas mercantiles, personas individuales y gobiernos; por lo que este capítulo tiene como objetivo dar una breve descripción del mercado nacional, entendiéndose por este el lugar dentro del territorio Mexicano donde oferentes y demandantes acuden para realizar transacciones mediante un acuerdo de voluntades.

Los activos financieros existen en una economía debido a los ahorros de diversas personas, empresas y gobiernos, que durante algún tiempo se diferencian de su inversión en activos reales.²³ Si los ahorros fueran iguales a la inversión en activos reales para todos los sectores de la economía durante todos los períodos de tiempo, no habría financiamiento externo, ni habrían activos financieros²⁴, ni mercados de dinero y capitales; por lo que cada sector industrial sería autosuficiente, lo cual no es posible.

²³ "Se entiende como activos reales aquellas cosas como casas, edificios, equipos, inventarios y bienes duraderos."

²⁴ "El activo financiero se crea sólo cuando la inversión de un sector económico en activos reales excede sus ahorros y financia este exceso tomando préstamos o emitiendo valores de capital."

Se dice que la interacción entre los prestatarios y prestamistas (oferentes y demandantes) determina la tasa de interés pasiva, y la interacción entre instituciones financieras determina la tasa de interés activa.

3.2. CAMBIO EN LAS INVERSIONES.

Una manera de describir el cambio que ha sufrido el mundo de las inversiones consistiría en analizar en que han cambiado los mismos instrumentos de inversión en México. Hace trece años no existían en México los Caps, petrobonos, Cetes, papel comercial, aceptaciones bancarias, sociedades de inversión de renta fija, pagáfas; por lo que principalmente se invertía en instrumentos bancarios como bonos hipotecarios, bonos financieros, cédulas hipotecarias y depósitos en dólares.

Tras el análisis de las inversiones, podemos citar cuatro diferencias importantes:

a) Diversas opciones de inversión.

En 1975 la inversión se realizaba casi exclusivamente a través de los bancos. Había instrumentos, tanto en pesos como en dólares, que satisfacían casi todas las necesidades del inversionista. Actualmente, además de casi la misma gama de inversiones bancarias en México, existe una gama más amplia de inversiones que se pueden realizar por medio de la Bolsa Mexicana de Valores.

b) Mayores opciones de inversión a corto plazo.

En contraste con 1975, la mayoría de las nuevas opciones de inversión a través de la Bolsa, son de corto plazo; de hecho las inversiones de corto plazo en 1975 (los bonos financieros e hipotecarios y las cédulas hipotecarias) eran de largo plazo, pero los bancos las negociaban como si fueran de corto plazo, con los riesgos correspondientes.

c) Liquidez en las inversiones.

La mayoría de los nuevos instrumentos de inversión son altamente líquidos, en el sentido de que se pueden convertir en efectivo en un lapso máximo de 48 horas. Aunque hace trece años los bancos hacían un mercado de los bonos financieros e hipotecarios para darles liquidez, esta no era característica propia del instrumento. Actualmente, por estar cotizados en Bolsa, el concepto de los nuevos instrumentos es que sean líquidos.

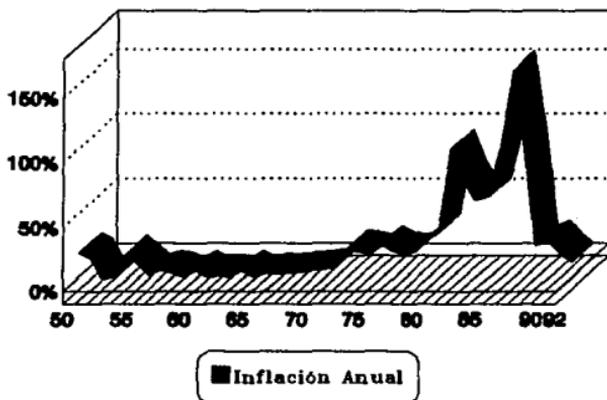
d) Internacionalización de las inversiones.

Como consecuencia de la devaluación de 1976, las numerosas devaluaciones de 1982 y la depreciación continua de la moneda en años posteriores, en la actualidad los inversionistas mexicanos están más conscientes de los mercados internacionales de inversión que en 1975. También, los importantes avances en la tecnología de telecomunicación financiera (Reuters, Telerate) dan al inversionista en México información inmediata sobre las inversiones internacionales. Este cambio se nota, en primer término, en el cambio de depósitos en dólares en México a depósitos en dólares en Estados Unidos y

en segundo, en la diversificación de estos depósitos, tanto a otros países, como a otras monedas y, finalmente a otros instrumentos.

La causa principal de las diferencias antes mencionadas es la inflación. De una tasa de inflación promedio del 3%²⁵ en la década de los años 60, la tasa inflacionaria llegó a 27.2%²⁶ en el año devaluatorio de 1976, el nivel inflacionario más bajo del sexenio posterior fue el de 1978, cuando llegó a 16%; sin embargo, en el año anterior al crack económico de 1981, había llegado a 28.7%. Para 1985 y 1987 la inflación anual ya alcanzaba niveles del 80% y casi 150% respectivamente. La siguiente gráfica muestra la evolución de la inflación:

Inflación en México 1950 - 1992 (Variación Dic.-Dic.)



²⁵ "Opus cit Timothy Heyman Inversión contra Inflación pág.9"

²⁶ "Idem"

En épocas inflacionarias no conviene invertir, ni a largo plazo, ni en inversiones no líquidas. Si se invierte a largo plazo existe el riesgo de una alza immoderada en las tasas de interés, lo que implicaría un costo de oportunidad muy alto o una pérdida absoluta de capital. De igual forma, aun en el corto plazo, si no se tiene liquidez se pierde la posibilidad de hacer cambios rápidos de estrategia de inversión; las que se vuelven necesarios en un ambiente inflacionario.

Una alta tasa de inflación en México, con una baja tasa de inflación en otros países, trae consigo el riesgo implícito de devaluación monetaria. En el proceso inflacionario el peso cada día va perdiendo competitividad con las monedas extranjeras, salvo que haya una devaluación. Con este tipo de riesgos que se han convertido en una realidad y parte importantísima del diario acontecer económico, ha convenido invertir en instrumentos que protejan contra la devaluación, ya sea petrobonos, acciones mineras, metales o divisas internacionales.

3.3. DESARROLLO BURSÁTIL.

Otro motivo para que haya habido un cambio considerable en la gama de instrumentos disponibles en los mercados financieros de nuestro país, ha sido el impulso que se ha dado, tanto por el medio bursátil como por autoridades financieras, al mercado de valores en México. Este impulso tiene su principio en 1975, cuando la primera Ley del Mercado de Valores fue promulgada. La ley introdujo dos cambios estructurales importantes para el sistema financiero

mexicano. Uno fue la institucionalización de las casas de bolsa, ya que los intermediarios financieros del sistema bursátil tuvieron fuertes incentivos, de convertirse de personas físicas en personas morales, o sea sociedades anónimas. El otro cambio fue la reestructuración de la reglamentación del sistema bursátil, dando una posición central a la Comisión Nacional de Valores como impulsor del mercado de valores y órgano de vigilancia. Con esta importante legislación se sentaron las bases para un desarrollo dinámico del sistema bursátil. En el período 1977-1987 se produjo un variedad sin precedente de nuevos instrumentos no bancarios (bursátiles), por lo que pasaron del 4 al 28% representativamente del ahorro nacional.²⁷

Lo que ha pasado durante la última década en México tiene su paralelo en otros mercados financieros. Hace trece años los principales instrumentos de inversión de Estados Unidos eran acciones, obligaciones y depósitos bancarios. Actualmente, hay una importante gama de nuevos instrumentos que se operan a través de las casas de bolsa, como son: sociedades de inversión de renta fija (money market funds), oro y plata, divisas, futuros y opciones de divisas, futuros y opciones financieras.

Como se vió en el caso mexicano, hubo un movimiento hacia más instrumentos, de menor plazo, más líquidos y más internacionales; por lo que la causa principal fué que en Estados Unidos después de dos décadas de una

²⁷ "Ibidem Inversión contra Inflación pág.12"

inflación casi nula en la época de la posguerra, la tasa inflacionaria se empezó a elevar durante la segunda mitad de la década de los sesentas, a raíz de la carga doble en el gasto gubernamental de la guerra en Vietnam y los programas sociales del presidente Johnson, el más notable efecto de este proceso para los mercados de inversión fué la disolución de la liga oro-dólar en 1971, y la consecuente ruptura del sistema Bretton Woods de paridades fijas en 1973. La consecuencia fue la debilidad del dólar en los mercados internacionales, además de las alzas en el precio del petróleo por parte de la OPEP²⁸, lo que produjo un efecto inflacionario en Estados Unidos en 1973-1974 y 1979-1980, por lo que las tasas de interés respondieron de manera lógica y el inversionista y los intermediarios buscaron medios de inversión que les protegieran en estas circunstancias.

Con estos antecedentes, ¿cuáles son en general las perspectivas para el ambiente de inversión, y de las inversiones ?.

Se puede pronosticar una mayor participación en el ahorro nacional por parte del mercado de valores, y por tanto una mayor diversidad de instrumentos y oportunidades.

²⁸ "Organización de Países Exportadores de Petróleo."

3.4. LA APERTURA MEXICANA: RETOS Y OPORTUNIDADES.

El Gobierno Mexicano tomó la decisión, después de consultar con los sectores productivos, de hacer una negociación que fuera más allá de las simples reglas para el intercambio de mercancías; tener la posibilidad de establecer principios para la prestación de servicios y para la inversión.

En el primer conjunto de reglas del tratado de libre comercio (TLC) se encuentran las asociadas con las transacciones de mercancías. México planteó fundamentalmente que se reconociera su menor grado de desarrollo, comparándolo con el de Estados Unidos y Canadá; optando por una alternativa que busca una mecánica concreta: nuestro país participa en el sistema generalizado de preferencias (SGP) mediante el cual se exportan ciertos productos y valores a Estados Unidos y Canadá sin pagar arancel.

Con la firma del TLC, México tiene la entrada al mercado norteamericano en el 80% de las exportaciones sin pagar arancel; el 20% restante llegará a un impuesto de cero, dentro de los próximos 15 años. Lo fundamental es que desde el principio México no pagará impuestos por ese 80%, y solo abrirá de golpe el arancel para el 40% de las importaciones y el 60%, que contrasta con el 20%, será abierto en el período antes mencionado. El 36% de ese 40% de importaciones que se liberará de golpe, será maquinaria e insumos intermedios que no se producen en México; con lo que se espera se imprima velocidad en la apertura, así como una reducción en los costos, para lograr así la

modernización tecnológica y la transformación industrial.

Otro tema se refiere a los servicios. En el que productores y exportadores mexicanos aprovechen las ventajas en materia de tráfico de mercancías, específicamente a tres rubros concretos: transporte terrestre, servicios de valor agregado en telecomunicaciones y servicios financieros. El primero es importante ya que el 70% de las exportaciones mexicanas a Estados Unidos y Canadá se hacen por vía terrestre, por lo que se ha dado un gran paso con la desregularización de esa actividad que, en consecuencia, ha abatido costos. Faltaban carreteras seguras y con determinadas características, problema que está siendo resuelto, a través de concesiones por el sector privado.

En México todavía se tienen costos altos en cuanto a telecomunicaciones de valor agregado, por lo que la apertura a la competencia será un incentivo para el avance en lo que se refiere a precios, calidad y prestación de estos bienes.

En la negociación de servicios financieros se propone asegurar que la banca esté siempre, predominantemente, en manos de mexicanos, debido a las transacciones monetarias y financieras que ocurren cada día en el país. Lo óptimo está en la combinación de la capacidad del mayor número de mexicanos con la apertura, para que haya mayor competencia y ésta traiga mejores servicios y calidad, menores márgenes de intermediación financiera y, por consecuencia, un aumento en la competitividad de la actividad industrial exportadora. En suma, la negociación de servicios, persigue abatir costos para

poder aprovechar las preferencias obtenidas en materia de acceso a los otros mercados.

El tercer bloque del TLC son los preceptos para el inversionista, que constituyen la condición necesaria para que pueda tomar la decisión más adecuada bajo su propio riesgo. Lo que se busca con el Tratado es sentar normas para inversionistas, nacionales y extranjeros, que den seguridad, permanencia y continuidad a las políticas.

El Convenio es un reto y una oportunidad. Un reto porque supone mayor competencia, es decir México tendrá que producir mejor y a menor precio. Oportunidad, porque nos permitirá ser más competitivos para hacer frente a esa competencia mediante reglas claras y permanentes. Permitirá economías de escala, abatir costos medios y ganar márgenes de competitividad; facilitará la especialización en sectores, nichos de mercado y procesos intermedios de producción, sobre todo a la pequeña y mediana empresa; hará factible el contacto con diversas tecnologías, intensivas en mano de obra o en capital y con costos disminuidos por la apertura inmediata que se dará a la maquinaria y otros bienes de capital no producidos en el país.

El empresario tiene la responsabilidad de aumentar la competitividad, la reforma (revolución microeconómica) debe ser hecha por la empresa, gobierno y sistema financiero. Al Gobierno le corresponde la creación de un clima favorable para los negocios. "La alianza entre sectores productivos y gobierno

deberá avivar el esfuerzo para aumentar la competitividad de la economía, con el firme propósito de brindar a los mexicanos un nivel de vida digno y superior."²⁹

México vive un momento de apertura comercial, la cual ha modificado los incentivos para vender exclusivamente en el mercado interno y la rentabilidad relativa del mercado externo ha ido creciendo. En términos de inversión, los inversionistas tendrán que generar un horizonte de planeación certero y predecible; el Tratado será un aliado importante en la captación de inversión extranjera en México.

Como economía en desarrollo, México está destinado a ser importador neto de capital, es decir, se tendrá que complementar el ahorro interno con el ahorro externo, para lo cual el TLC es el instrumento determinante; ya que asienta reglas claras a los inversionistas para atraer su atención a nuestro país.

²⁹ Jaime Serra Puche "La Apertura Mexicana al Exterior".pág 263

EL AMBITO ECONOMICO INTERNACIONAL

En el capítulo anterior se definió el concepto de mercado nacional, en este capítulo entenderemos por "internacional" al entorno económico de los principales países industrializados, como son Estados Unidos, Alemania y Japón.

Las cifras manejadas se tomaron de estadísticas publicadas por la revista "Ejecutivos de Finanzas", mismas que fueron recopilación del Banco de Comercio Exterior, y de diferentes tesorerías de los países involucrados.

4.1. ANTECEDENTES.

En la evolución de los principales países industrializados durante el primer trimestre de 1992, se observó que la recesión se acentuó en Alemania y Japón, mientras que en Estados Unidos hubo indicios de recuperación. En este último país, el Presidente luchó por salvar su proyecto económico, en contra de las presiones que han ejercido varios congresistas del partido opositor que consideran que el plan lejos de estimular la economía en el corto plazo, la frenará por los incrementos tributarios propuestos, y en cambio podría acelerar la inflación en el mediano plazo, ante la imposibilidad de reducir el déficit fiscal.

En Japón, las autoridades en busca de reanimar su economía se han propuesto poner en marcha el mayor plan de ayuda oficial de la historia de esa nación, que comprende incentivos para inversiones corporativas, obras públicas y de vivienda entre otros aspectos.

En tanto, el instituto central de Alemania ha reducido los réditos, para tratar de reactivar su economía y otorgar una mayor estabilidad al mercado cambiario en Europa.

En relación al comportamiento de los principales mercados internacionales, los primeros cuatro meses de 1993 se caracterizaron por una tendencia al alza de los más importantes centros bursátiles del mundo, impulsados básicamente por la disminución de los réditos en las naciones industrializadas. A finales de 1993, la mayoría de las economías industrializadas parecía encaminarse finalmente hacia la recuperación, con la excepción de Japón y Alemania, donde la recesión incluso tendía a profundizarse. En contraste, el crecimiento fue ya un hecho en Estados Unidos, Gran Bretaña, Australia y Nueva Zelanda. Con base en ello, las perspectivas para 1994 de los 24 países miembros de la OCDE³⁰ son prometedoras. Asimismo, al culminar exitosamente la Ronda Uruguay del GATT (con vigencia hasta julio de 1995), se prevé también un mejor desenvolvimiento del comercio mundial. Por estas razones, es muy probable que se cierre el ciclo recesivo que desde 1989 viven las principales economías

³⁰ "Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico."

desarrolladas, y se de inicio, aunque lento, a una nueva etapa de expansión.

Por otra parte, la inestabilidad política y social que ha imperado en algunos países de Europa del Este, y el intento de golpe de estado en Rusia, propiciaron que los precios de los metales preciosos recuperaran parte de su dinamismo perdido a lo largo de 1991.

Así mismo, la inestable situación en el Medio Oriente, aunada a las menores exportaciones de las repúblicas que conformaban la ex-Unión Soviética, China y de la OPEP³¹, se tradujeron en el incremento en las cotizaciones de los energéticos.

Finalmente, el mercado de cambios registró un clima de alta volatilidad e incertidumbre, como consecuencia de la falta de coordinación de las políticas monetarias de las principales naciones desarrolladas del mundo.

4.2. EVOLUCION Y PERSPECTIVAS.

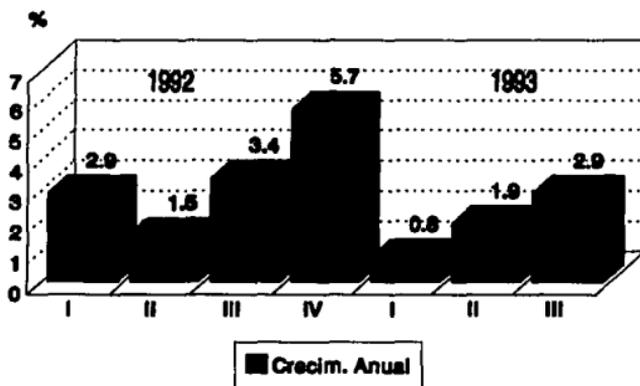
4.2.1. Actividad Productiva. La Economía estadounidense creció 4.8% durante el último trimestre de 1992. Este resultado se explica por un mayor dinamismo en el consumo y la inversión; en consecuencia, la tasa anual de crecimiento fue de 1.9% en 1992, frente a la desaceleración del 1.2% en 1991. La siguiente

³¹Organización de Países Exportadores de Petróleo."

gráfica muestra la tendencia en términos de crecimiento anual del PIB³² en los Estados Unidos.³³

Actividad Económica Estados Unidos

Tendencia del Crecimiento Anual del PIB



Fuente: U.S. Department of Commerce

La modernización en el adelanto económico obedeció, básicamente, a que el gasto de consumo perdió el ritmo que evidenció desde el segundo semestre del año; a los recortes en el gasto gubernamental impuestos por la nueva administración; a los altos niveles de endeudamiento; al reajuste en inventarios al comienzo de 1993 y a la elevada tasa de desempleo.

³² "Producto Interno Bruto."

³³ Opus Cit "CEESP, Información Básica para la Toma de Decisiones, enero 1994."

Las estadísticas del PIB, reflejan que la reactivación económica ya estaba en marcha antes de que ocurriera el cambio de administración y explica por qué al actual presidente le ha sido muy difícil apoyar ante el Congreso su programa de estímulos económicos. Con una economía aparentemente más saludable, se han hecho cuestionamientos sobre las medidas necesarias y su costo.

En los primeros cien días del Presidente W. Clinton, se ha manifestado un ambiente de cautela y expectativa, que se ha visto corroborado por el anuncio de un menor adelanto en los indicadores líderes, las órdenes de producción y las ventas al menudeo. Asimismo, el gasto del consumidor aumentó a un ritmo de 1.2% en el período enero-marzo, comparado con 5% en cuarto trimestre del año anterior. Los desembolsos gubernamentales (federales, estatales y municipales), cayeron 6.4% en los tres primeros meses de 1993; en la baja tuvo un impacto significativo la reducción del gasto militar (-25.5%), la mayor desde 1972, cuando el gobierno inició el registro de este tipo de desembolsos.

Por su parte, la situación en el mercado laboral mostró una mejoría relativa, de una tasa de desempleo de 7.3% en diciembre de 1992, en el primer trimestre de 1993 alcanzó un nivel promedio del 7%, cerrando 1993 en 6.4%. El empleo ha crecido particularmente en los sectores de salud y manufacturero, que han más que compensado la declinación en los de la construcción y el comercial; por lo que sigue siendo uno de los más graves problemas de estas economías industrializadas, se estima que un crecimiento de la economía de 2.5% apenas será suficiente para impedir que aumente la tasa de desempleo, la cual se

pronostica se mantendrá en 8.7% de la fuerza de trabajo, que equivale a casi 32 millones de personas.

Después de cuatro años de mejoría en las cuentas con el exterior, en 1992 se experimentó un deterioro, registrándose un desequilibrio del 28% respecto a 1991, alcanzando casi los 83 mil millones de dólares.

Los resultados de la balanza comercial estadounidense en los tres primeros meses de 1993 reflejan un mayor deterioro: el déficit acumulado durante el primer bimestre de 1993 sumó 14.36 mil millones de dólares, frente a 9.06 mil millones en el mismo período de 1992. Hubo menor aumento en las exportaciones por la recesión en los mercados japonés y alemán, sin dejar de considerar a México. La expectativa de menores tasas de interés en Europa podría reforzar una mayor apreciación del dólar en el mediano plazo, restando dinamismo a las ventas del exterior de Estados Unidos; asimismo, la reactivación económica provocará una mayor tasa de avance en las importaciones.

De acuerdo con los pronósticos de la OCDE³⁴, el crecimiento promedio de sus países miembros será de 2.1% para 1994 y de 2.7% en 1995, en comparación con el ligero aumento de 1.1% en 1993. La expansión será encabezada por Estados Unidos y Canadá (3.1 y 3.7% respectivamente),

³⁴ "México ingresó el 25 de Marzo de 1994."

seguidos por Gran Bretaña (2.9%). En Europa continental el ritmo será más lento, con un pequeño incremento en Alemania (0.8%) y Francia (1.1%). El PIB de Japón crecerá escasamente 0.5%, en comparación con la declinación de similar magnitud observada en 1993. En consecuencia, será hasta 1995 cuando el ritmo de crecimiento de estas economías converja, con tasas del orden de 2.5%.

4.2.2. Inflación. En el primer trimestre de 1993 en los Estados Unidos, el crecimiento de los precios al consumidor permaneció en el mismo nivel que el año anterior, mientras que los precios al mayoreo mostraron una aceleración con respecto al mismo período de 1992.

De acuerdo al Departamento de Trabajo de Estados Unidos, el IPC³⁵ mostró un avance de 0.1% en marzo, tras haber tenido aumentos de 0.3 y 0.5% en enero respectivamente. A pesar de un modesto aumento en el IPC en el tercer mes del año, los expertos externaron su preocupación al observar dos incrementos consecutivos del 0.5% en el núcleo inflacionario; es decir, al excluir los volátiles sectores de alimentos y energéticos. Así, aunque algunos analistas explican que el repunte del índice puede ser temporal, otros opinan que la elevación en los precios es sólo otra señal de que la recuperación económica está en marcha, por lo que no representa ningún peligro si es controlada.

³⁵"Índice de Precios al Consumidor"

Por otra parte, el IPP³⁶ avanzó 0.4% en marzo, al igual que en febrero, tras una revisión al alza de 0.5% en enero. El resultado del índice en el primer trimestre de 1993 causó sorpresa, ya que se esperaba un incremento menor al registrado; el IPP subió en el período 1.3%, en relación a 0.1% en igual lapso del año anterior. Al final de 1993 cierra el IPP con una variación anual de tan solo el 0.2%, según el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, resultado de las bajas cotizaciones de los energéticos y de los bienes de consumo.

Las alzas en el indicador fueron atribuibles básicamente a mayores cotizaciones de los energéticos y de los productos agropecuarios.

La tasa de inflación para 1993 fué de 2.7%, solo 0.4 puntos porcentuales mayor con respecto al 2.3% del año anterior.

Según diversos analistas, la economía de Estados Unidos seguirá creciendo en 1994, las tasas de interés permanecerán bajas, el empleo se elevará, las utilidades se mantendrán altas al igual que la inversión, pero las exportaciones crecerán con debilidad ante el lento crecimiento de Europa Occidental y Japón.

4.2.3. Tasas de Interés Internacionales. Las tasas de interés internacionales mostraron una evolución a la baja durante los primeros tres meses de 1993.

³⁶"Índice de Precios al Productor."

Así, la tasa "Overnight" sobre Fondos Federales se ubicó en abril en 3% y la tasa Libor a tres meses se situó a 3.2%; la tasa Lombard de Alemania se ubicó en 8.5%, mientras que la de descuento disminuyó un cuarto de punto porcentual, situándose en 7.3%; por su parte, la de descuento de Japón se mantuvo constante en 2.5%.

La trayectoria de los réditos en Estados Unidos respondió, en gran medida, al comportamiento de los diferentes indicadores económicos y a la expectativa del público estadounidense acerca de la capacidad del primer mandatario para reactivar la actividad económica, ya que a pesar de que el programa económico anunciado contempla un nivel elevado de gasto, también propone una agresiva política impositiva que podría inhibir el crecimiento del consumo y la inversión en el corto plazo.

En este contexto, por las fuertes presiones a las que ha estado sometida la UME³⁷ de la Comunidad Económica Europea, la inestabilidad en los mercados cambiarios europeos, en particular el francés, y la desaceleración económica que experimenta el país germano, las autoridades monetarias de Alemania se vieron obligadas a establecer una política de recortes periódicos en sus réditos, disminuyendo la tasa de como se destacó anteriormente.

Ante la debilidad de la economía de Japón, que se ha visto reflejada en ajustes

³⁷Unión Monetaria y Económica ."

de inventarios, reducción en el nivel de producción industrial, y en general, moderación tanto en el gasto de consumo como en la inversión, las tasas de interés revirtieron su tendencia alcista y permanecieron en los mismos niveles respecto a diciembre de 1992.

Debido a que el proyecto económico del actual gobierno estadounidense se centra en la reducción del déficit presupuestal en términos reales, puede esperarse que la baja en las tasas de interés continúe en el mediano plazo, con el objeto de compensar los efectos de incrementos tributarios; sin embargo, si el programa no es del todo exitoso en el control del presupuesto federal, es posible que se restrinja el crédito para evitar presiones inflacionarias, y que las tasas reviertan su tendencia.³⁸

Los elevados tipos de interés alemanes siguen respondiendo a la aplicación de medidas monetarias restrictivas, debido a la necesidad de combatir las presiones inflacionarias derivadas del alto déficit presupuestal que ha implicado la Unificación Alemana, a pesar de que una contribución esencial para un crecimiento más fuerte de las economías europeas provendría de una reducción adicional de los réditos alemanes. En el presente, existen presiones para que el instituto central alemán flexibilice las políticas monetarias, haciéndolas más coherentes con los objetivos mundiales de impulso al crecimiento económico, por lo que podrán esperarse reducciones adicionales en las tasas de interés en el año. Aún más, la noticia de que la expansión de la

³⁸ "En el primer trimestre de 1994, las tasas de interés han estado aumentando, con la intención de evitar la inflación."

oferta monetaria se encuentra actualmente en el rango meta de 4.5% a 6.5%, podría ser un elemento adicional para que el banco central alemán decidiera bajar los réditos próximamente.

Por su parte, la economía nipona se ha debilitado más de lo previsto, por lo que el gobierno japonés probablemente decida reducir tipos de interés en el corto plazo.

El control de la inflación ayudará al manejo de políticas monetarias menos restrictivas, y ante la posibilidad de recurrir a la política fiscal para reactivar el crecimiento (con la excepción de Japón), será en la monetaria en la que recaerá el peso principal para la reactivación. Esto significa que, a corto plazo, en las economías europea y japonesa las tasas de interés se mantendrán estables.

4.2.4. Mercados Bursátiles. La evolución de los principales centros bursátiles internacionales fue al alza, durante los primeros meses de 1993; en este ámbito las bolsas de Nueva York, Frankfurt y Tokio registraron avances de 3.6, 15.2 y 6.8% respectivamente con respecto a sus cierres de 1992, cerrando 1993 con un rendimiento del 14.38, 20.46 y 291% en el mismo orden.

El indicador neoyorquino se vió favorecido, principalmente, por el bajo nivel en el que permanecieron diversas tasas de interés en Estados Unidos; la sensación entre los inversionistas de que el despegue de la economía de

Estados Unidos empieza a vislumbrarse; la expectativa entre los participantes del mercado de que el actual presidente de Rusia logrará permanecer en el poder y continuar con sus políticas que hasta el momento venía llevando a cabo; así como a las inesperadas cotizaciones de las acciones en bolsa, particularmente las del sector automotriz, en donde las ventas fueron superiores a las pronosticadas para los primeros meses de 1993.

El índice Commerzbank, luego de ser el mercado que más reaccionó a la baja ante el intento de derrocamiento del líder soviético de su cargo, respondiendo, en particular, al temor entre los inversionistas de que la emigración proveniente del Este a Alemania se incrementaría significativamente, también fue el que mayores ganancias experimentó como consecuencia de las presiones por parte de los demás países europeos para que el Banco Central de Alemania disminuyera sus réditos, y de las importantes utilidades que registraron algunas compañías sobre todo las de construcción, que han invertido en la parte oriental de ese país.

El índice Nikkei tuvo un comportamiento favorable por la mayor credibilidad que existe en el mercado accionario nipón, luego de darse a conocer un nuevo reglamento que pretende evitar los escándalos bursátiles, y la posibilidad de que los réditos disminuyeran en el corto plazo.

Hoy en día existe la percepción de que el índice Dow Jones se encuentra

sobrevaluado³⁹, situación que podría influir para que los inversionistas opten por una ronda de liquidaciones en el corto plazo, que haría que este indicador experimente una retracción. No obstante, la perspectiva de mediano plazo podría ser al alza ante la necesidad de la Reserva Federal de adoptar una política de crédito relajada en aras de una vigorosa recuperación económica.

Por otra parte, se espera que la bolsa de Frankfurt pierda parte de su impulso en el corto y mediano plazo a pesar de mayores recortes en los réditos. Para el mercado accionario japonés se vislumbra mayor solidez en el corto y mediano plazo, en virtud de que se espera que la economía empiece a repuntar.

4.2.5. Mercado de cambios. En un clima de incertidumbre, el dólar finalizó el primer trimestre de 1993 con oscilaciones mixtas con relación a las principales divisas. En este contexto, mientras que la moneda estadounidense se apreció frente a la libra esterlina y el marco, en 2.8 y 6.0% respectivamente, cotizándose en 0.6353 libras esterlinas por dólar y 1.5776 marcos alemanes; el dólar se devaluó respecto a la moneda nipona 7.3%, alcanzando su mínimo histórico, 110.88 yenes por dólar.

La fortaleza del billete verde en relación a las divisas británica y germana obedeció fundamentalmente a: los primeros resultados económicos favorables

³⁹"Exceso de demanda de acciones de las emisoras que cotizan en el mercado de valores."

que dieron señales de una posible recuperación; a la disminución de los réditos en Alemania; el cambio de gobierno en Francia a uno de "derecha" cuyo programa económico permite prever una política monetaria más flexible para apoyar el despegue económico, factores que contribuyeron a restar atractivo a las monedas europeas. La debilidad del dólar frente al yen estuvo vinculada por la inestabilidad de los mercados financieros europeos y la difícil situación política en Rusia.

Se prevé que continúen observándose variaciones mixtas del dólar frente a las principales monedas, tanto en el corto como en el mediano plazo. Así, es probable que se siga debilitando moderadamente frente al yen (aunque existe el consenso entre los principales bancos centrales internacionales de intervenir a favor de esta divisa para reducir el superávit comercial nipón con sus países); sin embargo, las crecientes tensiones entre Corea del Norte y del Sur podrían derivar en un fortalecimiento de la divisa nipona frente a la estadounidense. Los desórdenes políticos en Rusia, Yugoslavia y el Golfo Pérsico, podrían provocar una mayor revaluación del dólar frente a las divisa europea ECU.⁴⁰

El desempeño económico de los principales países industrializados en los primeros cuatro meses del año ha tenido un impacto favorable para México:

- La baja de las tasas de interés internacionales ha originado, entre otros factores, mayor margen para el manejo de las tasas en el mercado

⁴⁰"European Community Unit (Unidad Monetaria Europea)."

doméstico.

- El incremento de los petroprecios ha favorecido un mayor ingreso de divisas al país por las ventas externas de petróleo.
- La recuperación de la economía estadounidense ha creado expectativas favorables en el sector exportador mexicano.

4.3. LOS EUROMERCADOS.

Los mercados offshore⁴¹, también son conocidos como euromercados, tienen un papel determinante en la integración de los mercados domésticos e internacionales, y en hacer más eficiente la conducción de los negocios y los sistemas financieros internacionales.

La palabra eurodivisa se presta a confusión: en esta instancia por mercados de eurodivisas no quiere decir un mercado en el que se efectúan operaciones cambiarias, sino que se llevan a cabo operaciones crediticias en forma de depósitos y otros instrumentos de corto, mediano o largo plazo denominados en divisas que no corresponden a su jurisdicción legal; de esta manera, un dólar estadounidense depositado en Londres es un eurodólar. En el mercado de eurodólares se maneja una tasa de interés que sirve como referencia para

⁴¹"Actividad que se realiza en un lugar diferente al de la jurisdicción legal de la divisa o instrumento. Esto se hace para evitar algunas restricciones que existen en el país de origen del emisor, del inversionista o del país de origen de la divisa que se utiliza en las transacciones."

las operaciones en dicho mercado, esta tasa es la *libor*⁴².

Resulta importante hacer la distinción entre: mercado de eurodinero (corto plazo), euronotas (mediano plazo) y mercado de eurobonos (largo plazo), siendo estos últimos, instrumentos que se clasifican como ya se mencionó, dentro del mercado de capitales.

El mercado de eurodólares es fundamentalmente importante para México por cuatro razones:

- 1) Más del 50% de la deuda del país denominada en dólares esta ligada a la tasa *libor*⁴³. Cuando esta tasa baja, los sectores público y privado tienen recursos adicionales; cuando aumenta, México debe emplear más dólares escasos para el servicio de su deuda.
- 2) El euromercado de dinero es una fuente relativamente barata de crédito en dólares con respecto al mercado mexicano.
- 3) Ofrece rendimientos en dólares bastante atractivos para el inversionista.
- 4) México podría obtener beneficios al convertirse en un centro de eurodólares. De establecerse bancos "offshore" que vendan depósitos en dólares y otras divisas, no sólo atraerían una cantidad importante de fondos en monedas fuertes, sino que generarían un negocio complementario y más empleos en el sector financiero.

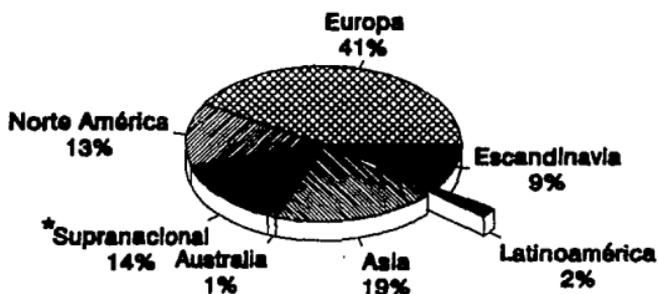
⁴²"London Interbank Offered Rate"

⁴³"A partir de febrero de 1990, 46.5% de la deuda externa pública reestructurada de México tiene una tasa fija de 6.25%."

En los euromercados se trata de evitar restricciones que por lo general aumentan los costos de la intermediación financiera. Por tanto, para algunos prestatarios e inversionistas mexicanos, los mercados de eurodólares pueden ser más atractivos que el mercado de dinero estadounidense. De igual manera, cualquier mercado de eurodivisas tiende a cargar menos interés a los préstamos y a pagar más por los depósitos que el mercado doméstico en esa divisa.

La siguiente gráfica muestra la composición por volumen del euromercado:⁴⁴

Volumen de Nuevas Emisiones por Continente en el Euromercado para 1991



* Emisiones cuyo propósito es financiar operaciones en varios continentes.

Merrill Lynch

⁴⁴Opus Cit "Merrill Lynch, Regarding Discussion of Debt Financing Alternatives, julio 1992."

4.3.1. Eurobonos. al igual que los instrumentos de deuda de corto plazo como euronotas, certificados de depósito en euro-papel comercial, euro-aceptaciones bancarias, los eurobonos se registran fuera de la jurisdicción legal del país de la moneda en que se están denominando, la mayoría de los eurobonos están denominados en dólares estadounidenses, aunque se pueden denominar en yenes, marcos, francos, libras, ECU.

El mercado de eurobonos se desarrolló como respuesta a las altas cuotas y a los complicados trámites involucrados en la emisión de bonos en el país de la moneda de denominación. Otro elemento que contribuyó a su aparición, fué la necesidad tanto de emisores como de inversionistas, de contar con instrumentos flexibles, anónimos y de emisión expedita.

Los emisores en este mercado incluyen a los gobiernos soberanos de países, a grandes empresas multinacionales, bancos y organizaciones multilaterales. Los inversionistas en eurobonos son principalmente los fondos de renta fija, empresas, fondos de pensiones y algunas personas físicas.

Uno de los incentivos para los inversionistas es que los eurobonos se emiten al portador; esto los hace más atractivos para los acreedores que los préstamos bancarios, debido a que los propietarios no son fácilmente identificables para futuras renegociaciones de la deuda externa. Además, por razones legales, es mucho más costoso para el emisor retrasar los pagos de bonos que atrasar y

reestructurar préstamos bancarios. Por esta razón, la mayoría de los eurobonos emitidos por países del tercer mundo, tanto por el sector público como privado, pagan los intereses y el principal a tiempo, en contraste con los préstamos extendidos por bancos comerciales, cuyos pagos se han suspendido y postergado un sin número de veces.

Las emisiones mexicanas en el mercado de eurobonos disminuyeron drásticamente a partir de la crisis de 1982, sin embargo, en los últimos años, algunas instituciones mexicanas de los sectores público y privado ha comenzado a tener acceso nuevamente a estos mercados.

En resumen, podemos citar y agregar algunas características de los eurobonos:

- El mercado comenzó a crecer a partir de la imposición de gravamen en los créditos concedidos a extranjeros en el mercado americano en 1963.
- La primera emisión mexicana la hizo Autoestrada en 1963.
- Al imponerse restricciones en otros países comenzaron a crecer las emisiones en divisas distintas del dólar americano.
- A pesar de que algunas de éstas restricciones ya se han levantado, el mercado de eurobonos sigue siendo competitivo por ser más barato y rápido.

- Las emisiones son al portador.
- La mayoría de los inversionistas son particulares, que a su vez son conservadores, mantienen el instrumento hasta el vencimiento y prefieren cupones anuales.
- Los inversionistas institucionales han crecido, ya que utilizan eurobonos para cubrir sus necesidades y requerimientos de liquidez, fijándose en la calidad crediticia del emisor.
- El tamaño promedio de las emisiones mexicanas oscila entre 100 y 200 millones de dólares, pudiendo llegar hasta los 1,000 millones.
- Los emisores se clasifican por su emisor en: Países, Corporaciones internacionales, Instituciones financieras y Organismos supranacionales; siendo los países y las compañías internacionales las que tienen acceso a las emisiones más grandes.
- Los costos que debe enfrentar el emisor son: Cupón anual, Descuento de la emisión y Comisiones⁴⁵.

⁴⁵ "El promedio de las comisiones para una emisión de eurodólares a 10 años es del orden del 2%, de los cuales el $\frac{3}{4}$ % son de administración y el $\frac{1}{4}$ % restante es comisiones por venta."

- Una calificación crediticia del emisor aunque no indispensable es importante para el inversionista, ya que muchas veces de ella depende si compra o no el título.⁴⁶ Standard & Poor's y Moody's son las empresas calificadoras más importantes dentro del ámbito financiero. Se anexa cuadro comparativo de calificaciones (Página 59).

Por lo anterior, el financiamiento vía eurobonos es de las alternativas más viables, por ser menos costosa y tener menos trámites legales en comparación con el bono Yankee, bono global y los bonos convertibles. En el caso práctico del siguiente capítulo, GRUPO CONSTRUCTOR ALBRIN, S.A. de C.V. emitió deuda a largo plazo (eurobono) por un monto de 225 millones de dólares, con una calificación de BB+ (Ba1), a un plazo de 5 años, con una fecha de emisión del 11 de febrero de 1993, pagando los intereses de manera semestral, con un cupón de 9.75% sobre valor nominal, a un precio de 99.5 dólares.

⁴⁶ "Cabe destacar que la calificación de un emisor, nunca podrá ser mayor a la calificación otorgada al país sede del emisor."

Cuadro Comparativo de Calificaciones

Moody's	Standard & Poors	Interpretación
Aaa	AAA	La Mejor Calidad
Aa1	AA+	
Aa2	AA	Muy Buena Calidad
Aa3	AA-	
A1	A+	
A2	A	Calidad Media Alta (Sólida)
A3	A-	
Baa1	BBB+	
Baa2	BBB	Calidad Mediana, algo de
Baa3	BBB-	Incertidumbre
<hr/>		
Ba1	BB+	
Ba2	BB	Incertidumbre
Ba3	BB-	
B	B	Especulativa
Caa	CCC	
Ca	CC	Especulativa, inminente
C	C	Suspensión de Pagos
	DDD	
	DD	Sin Valor Aparente
	D	

EMISION DE EURO BONOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

Este capítulo es el caso práctico, donde se demostrará como una emisión de eurobonos es una de las mejores (si no es que la mejor) alternativas de hacerse de dinero, para financiar algún proyecto o la operación misma de la empresa.

5.1. LA EMPRESA.

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. (la Compañía) es una de las más grandes constructoras de México, se dedica a prestar una amplia gama de servicios relacionados con la ingeniería y la construcción, incluyendo obras de infraestructura, así como construcciones urbanas e industriales a clientes de los sectores público y privado mexicanos. La empresa también se dedica a la construcción, mantenimiento y operación de carreteras, puentes y túneles al amparo de concesiones y contratos para el manejo de agua otorgados por el Gobierno. Por otra parte Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. fabrica y vende productos industriales; es propietaria de y opera hoteles; y extrae, transporta y vende agregados para la construcción, en particular piedra caliza.

Constituida el 1 de junio de 1947, ante las necesidades de construcción de infraestructura y el crecimiento urbano de México. A través de los años, la estrategia de negocios de ALBRIN ha sido expandir y fortalecer se negocio principal que consiste en la construcción, diversificando sus fuentes de ingreso. En el futuro, ALBRIN espera poner aún mayor énfasis en sus negocios de construcción, los cuales durante 1992, aportaron aproximadamente el 87% de sus ingresos y prácticamente todas sus utilidades.

5.1.1. Historia.

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. inició operaciones en 1947 proporcionando servicios de ingeniería y construcción relacionados con proyectos de infraestructura encargados por el sector público mexicano. Desde ese tiempo, la Compañía ha expandido y diversificado sus negocios de construcción e ingeniería para surgir como uno de lo más grandes proveedores de dichos servicios en México, tanto a clientes del sector público como privado. ALBRIN también lleva a cabo trabajos de construcción en algunas partes de América Latina, en el Caribe y en el estado de Florida en los Estados Unidos de América. La Empresa divide sus servicios de construcción y actividades relacionadas, en cuatro sectores principales:

- Construcción Pesada.
- Construcción Industrial.
- Construcción Urbana y
- Construcción de Transportes.

La siguiente tabla muestra la distribución de los ingresos a pesos constantes de diciembre de 1992. Cifras en miles de nuevos pesos.

	1990	1991	1992
Construcción Pesada	1,588	2,344	2,655
Construcción Industrial	626	612	643
Construcción Urbana	437	576	686
Construcción de Transporte	419	369	863
Ingresos Totales	3,526	4,715	5,593

En cada sector, ALBRIN presta una amplia gama de servicios, incluyendo estudios de factibilidad, diseño conceptual, ingeniería, suministro, gerencia de construcción y proyecto, construcción, mantenimiento, evaluación de lugares y otros servicios consultivos.

Históricamente, una parte sustancial de los servicios de construcción de ALBRIN, fueron prestados en relación con proyectos desarrollados y financiados por terceras personas. Sin embargo, en años recientes el Gobierno Federal y las empresas paraestatales han reducido en forma significativa su gasto en obras de infraestructura y han buscado en lugar de ello, estimular la inversión privada en dichas obras. Consecuentemente, Grupo Constructor ALBRIN necesita cada vez más, no sólo participar en la negociación y contratación de los financiamientos que las obras de infraestructura requieren,

sino que además ha tenido que invertir capital en las mismas, el grupo está asimismo, cada vez más involucrado en el desarrollo, negociación y contratación de financiamientos e inversión de capital respecto de proyectos urbanos para mejorar su posición en dicho mercado.

Como parte de los esfuerzos del Gobierno federal para disminuir su intervención y estimular la inversión del sector privado en la economía mexicana, el Gobierno Federal ha iniciado recientemente una política de concesión a particulares de licencias, para la construcción, operación y mantenimiento de carreteras, puentes y túneles. La Compañía ha buscado activamente dichas concesiones debido a los contratos de construcción que estas implican, que aportaron más de la mitad de los ingresos del sector Construcción Pesada en 1992.

En 1948 la Compañía inició sus actividades de manufactura. Dichas actividades se expandieron posteriormente como consecuencia de la política del Gobierno Federal de reemplazar los productos importados. Actualmente opera cuatro plantas en Querétaro, en la región central de México y dos en Tampico, en la región este de México, mismas que producen principalmente bienes de capital⁴⁷ sobre pedido que se utilizan en la exploración petrolera y en las industrias de refinación, petroquímica, de fertilizantes, de generación de energía y del transporte. La Compañía también es propietaria de una planta situada en

⁴⁷ "Bienes como maquinaria y/o equipo que se utilizan en el proceso de fabricación de un bien de consumo."

San Martín Texmelucan, Puebla, la cual fabrica partes para automóvil. La Compañía cree que su planta está bien ubicada para servir a los mercados de los estados de la Unión Americana colindantes con el Golfo de México y facilitará el esfuerzo de la Compañía para incrementar sus exportaciones de bienes de capital. Al cierre del ejercicio de 1992, este sector contribuyó en un 4% a los ingresos totales de ALBRIN (5,593 miles de nuevos pesos).

La Compañía inició operaciones hoteleras en 1971. Actualmente participa en el capital de siete hoteles, tres de los cuales son operados bajo un contrato de licencia con Marriot y cuatro que son operados bajo un contrato de licencia con Four Seasons. Por medio de dos empresas en las cuales tiene participación, ALBRIN administra y opera los hoteles en los cuales tiene participación accionaria y cinco hoteles adicionales en los cuales carece de participación accionaria. Todos estos hoteles están bien situados en áreas costeras de recreo y centros comerciales de México. Al 31 de diciembre de 1992, 4,262 cuartos de hotel fueron administrados por ALBRIN, 2,675 de los cuales están ubicados en hoteles en los cuales tiene participación en su capital. Durante 1992 las operaciones hoteleras de la Compañía representaron el 5% de sus ingresos y el 4% de sus utilidades operativas.

En 1987, Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. constituyó con Prometers Material Company una empresa cuyo objeto es suministrar agregados para construcción a los mercados estadounidenses del Golfo de México a partir de una cantera que se encuentra en la Península de Yucatán en México, cuyos

puertos proveen un adecuado acceso a los estados de la Unión Americana. Durante 1992 las operaciones de agregados para construcción de la Compañía representaron el 3% de sus ingresos.

Un mayor financiamiento del sector privado en la construcción de obras de infraestructura, reduce la dependencia de la Compañía en el gasto del sector público. Sin embargo, el desempeño de la Compañía depende todavía del estado de la economía mexicana y de la promoción del Gobierno Federal de obras de infraestructura financiadas por particulares. Grupo Constructor ALBRIN cree que su habilidad para financiar proyectos de construcción le permite competir en mejor forma para la obtención de dichos proyectos. El proveer financiamiento para los proyectos, incrementa los requerimientos de capital de la compañía y expone a la Compañía a una pérdida de su inversión de capital. La Compañía toma todas las medidas posibles para compensar este riesgo, celebrando contratos de financiamiento únicamente en los términos que tengan por intención proveer a la Compañía de un retorno razonable a su inversión. Sin embargo, no puede existir seguridad en el sentido de que la Compañía pueda realizar el retorno a su inversión o que vaya a recuperar su capital invertido.

5.1.2. Generalidades.

A continuación mencionaré, algunos de los aspectos más relevantes de Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V., con el fin de exponer su operación.

CONSTRUCCION PESADA, este sector constituye el negocio original de ALBRIN y continúa siendo su negocio principal. En este sector se enfoca principalmente a proyectos de infraestructura en México, incluyendo la construcción de caminos, autopistas, puentes, presas, túneles, canales y aeropuertos. Este sector también ha buscado oportunidades en otros lugares de América Latina y el Caribe aunque históricamente, dichos contratos han representado menos del 10% de sus ingresos totales. El sector Construcción Pesada lleva a cabo actividades tales como demolición, excavación, drenaje, dragado, construcción estructural en concreto, pavimentación en concreto y asfalto, y construcción de túneles.

Los proyectos correspondientes a este sector son generalmente muy grandes y complejos. Este sector es un importante usuario de equipo de construcción de grandes dimensiones y emplea sofisticadas técnicas de administración e ingeniería. Aunque el sector Construcción Pesada está ocupado en una amplia variedad de proyectos, estos generalmente involucran contratos cuya duración es de entre 2 y 4 años.

ALBRIN ha desempeñado un papel activo en el desarrollo de la infraestructura de México y ha completado proyectos infraestructurales de gran tamaño a

través de toda la República Mexicana y América Latina.

CONSTRUCCION INDUSTRIAL, se enfoca a la construcción y diseño de instalaciones fabriles de gran tamaño, tales como plantas petroquímicas, plantas generadoras de electricidad, plantas para la elaboración de fertilizantes, de acero, de papel, fábricas del sector automotriz y fábricas de cemento. En la década pasada, aproximadamente dos tercios del trabajo llevado a cabo por este sector, fueron encargo del sector público mexicano; siendo el cliente más importante la CFE⁴⁸, quien encargó aproximadamente cuatro quintas partes del trabajo contratado con el sector público. Otro cliente del sector Construcción Industrial incluyen tanto industrias paraestatales como PEMEX⁴⁹ y Fertimex⁵⁰, como clientes del sector privado, tales como Leiser Mabe, Polimar, Ford, Mexicana de Terminales, Cervecería Cuauhtémoc, Reichold Química, Basf y Ponderosa Industrial.

Los proyectos del sector Construcción Industrial generalmente requieren de sofisticadas técnicas de ingeniería así como de la habilidad para cumplir con complicadas especificaciones de técnica y calidad. Los proyectos en este sector tienen generalmente un costo menor y requieren menos tiempo para su terminación en comparación con los proyectos del sector Construcción

⁴⁸ "Comisión Federal de Electricidad"

⁴⁹ "Petróleos Mexicanos"

⁵⁰ "Fertilizantes Mexicanos"

Pesada. La mayoría de los proyectos del sector Construcción Industrial han sido realizados bajo contratos del tipo de precios unitarios. Sin embargo en fechas recientes, en el contexto de los contratos denominados en dólares u otras monedas extranjeras para efectos de la parte de contenido extranjero en los proyectos "llave en mano"⁵¹, la Compañía y sus socios en el consorcio han presentado sus ofertas sobre la base de un precio fijo. Bajo dichos contratos, y a diferencia de los contratos a precio unitario, se establece un precio fijo por la obra y no se incluye una cláusula de escalación.

CONSTRUCCION URBANA, este sector se encuentra comprometido con el desarrollo y construcción de edificios urbanos de varios niveles para uso en oficinas o habitación , unidades habitacionales múltiples y centros comerciales. Este sector también construye carreteras y desarrolla otras obras de infraestructura urbana.

ALBRIN ha construido, como contratista principal, un número importante de edificios con características típicas de México.

El sector Construcción Urbana también ha ampliado su actividad al Estado de Florida en los Estados Unidos de América, donde ALBRIN ha construido dos desarrollos habitacionales urbanos con 685 unidades y 743,000 pies cuadrados de construcción distribuidos en 28 edificios y tres escuelas con un área total de construcción de 343,000 pies cuadrados distribuidos en 27 edificios.

⁵¹ "Proyectos en los que el costo, tiempo, plazo y especificaciones, son determinantes para la entrega a plena satisfacción del cliente de la obra terminada."

CONSTRUCCION DE TRANSPORTES, este sector se enfoca casi exclusivamente a la construcción del Metro de la Ciudad de México. La participación de ALBRIN en la construcción del Metro comenzó en 1968 cuando el Gobierno Federal seleccionó a la Compañía para convertirse en el contratista de este sistema debido a su experiencia en construcción pesada. Desde entonces la Compañía ha participado en todos los aspectos de la construcción del Metro, desde la excavación de túneles y montaje de las vías subterráneas hasta la construcción de las estaciones sobre nivel de la tierra y el montaje del sistema electromecánico. Al cierre de 1992, ALBRIN ha construido aproximadamente 158 kilómetros de líneas de Metro y 125 estaciones.

El desempeño del sector Construcción de Transportes depende del gasto gubernamental en el Metro de la Ciudad de México. Aunque este sector generalmente tiene buenos resultados operativos mientras se este llevando a cabo un contrato, en atención a que los períodos entre contratos casi siempre han coincidido con períodos de baja actividad en el sector Construcción Pesada, la Compañía no ha podido traspasar recursos entre estos sectores, y consecuentemente han sufrido pérdidas operativas en este sector durante los períodos inactivos de construcción del Metro. Considerando lo anterior, Construcción de Transportes pretende diversificar sus actividades. No sólo está buscando oportunidades en áreas relacionadas tales como vías férreas, sino que además busca oportunidades fuera de México.

CONCESIONES, para efecto de promover el desarrollo de la infraestructura mexicana sin comprometer los recursos del sector público y para estimular la inversión privada en la economía mexicana, el Gobierno Federal empezó en 1989 a promover activamente la política de otorgar concesiones a los particulares para la construcción, mantenimiento y operación de obras de infraestructura tales como carreteras, puentes, túneles. En relación con las carreteras, la meta del Gobierno Federal consiste en tener para finales de 1994, más de 4,000 kilómetros adicionales de carreteras de cuota, la mayoría de las cuales serán construidos por el sector privado bajo el sistema de concesiones. Para efecto de alcanzar esta meta, las carreteras concesionadas deben ser construidas de conformidad con un programa acelerado de trabajo en comparación con los programas de trabajo anteriores.

De acuerdo con los términos de la concesión, el concesionario es responsable de construir, mantener y operar la obra de infraestructura concesionada. Como contraprestación, la concesionaria tiene el derecho de retener la mayoría de los ingresos derivados de la operación de la misma durante el plazo de su duración. Una vez que termina el plazo de la concesión, la propiedad tanto de la obra concesionada como de los activos o bienes que sean necesarios para su operación, revierte al Gobierno Federal una vez que termine el plazo de la concesión, la Compañía amortiza el costo de la obra durante el plazo de la concesión, sobre una base de utilización por unidad.

Dentro de los términos de la concesión, se establece el tipo de construcción a llevarse a cabo, los estándares de operación que deberán ser cobrados al usuario, la tasa interna de retorno de la concesionaria y el plazo por el cual se otorga la concesión. Los términos de la concesión también contienen una estimación del aforo de utilización de la obra concesionada que provee el Gobierno Federal, en base al cual se proyecta el flujo de ingresos que será utilizado para pagar los financiamientos, incluyendo el retorno específico de la inversión de la concesionaria. En el caso de que el aforo sea inferior a la estimación, la concesionaria tiene derecho de obtener una extensión o prórroga del plazo de la concesión para efecto de obtener el retorno de su inversión proyectado de acuerdo con los términos originales de la concesión. Adicionalmente, en caso de que el aforo de una concesión sea superior al estimado, el Gobierno Federal podrá terminar la concesión, una vez que la Compañía recupere su inversión incluyendo la tasa interna de retorno originalmente proyectada.

La siguiente tabla muestra la información relacionada con concesionarias de carreteras en las que ALBRIN, tiene participación accionaria:

CONCESIONES CARRETERAS

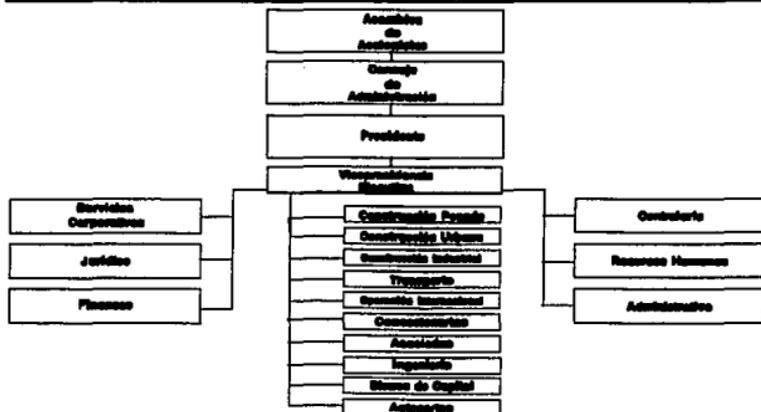
CONCESION	Kms.	Años Conces.	% ALBRIN Constr.	Costo Estimado *
Plan de Barranca	19.4	20	66.6	2,187
Lado-Lago-Aguascalientes	116	19.8	40	1,000
Libramiento Tampico	14.5	12.0	78	118
Cuernavaca-Acapulco	262	14.8	33	8,983
En. Martín-Tehuacan-al Molino	29.8	10.3	14	113
Manatlan-Oaxaca	281	17.5	48	1,630
Torreón-Gallito	230	7.8	40	682
México-Merida-Quedáajera	340	16.3	35	2,700
Zapotlán-Guadalupe	26	20	100	100

* Millones de Nuevos Pesos a enero de 1963

ESTRUCTURA OPERATIVA. Con el objeto de poder atender mejor las necesidades de sus clientes, ALBRIN presenta la siguiente estructura flexible⁵², conservando la centralización del poder debido a las dimensiones de su operación.

⁵² "La estructura operativa de ALBRIN puede verse alterada, según se vaya presentando cambios en el medio ambiente, esto es, tiene la capacidad de agregar o suprimir niveles organizacionales según se demanden."

ESTRUCTURA OPERATIVA



EMPLEADOS, al 31 de diciembre de 1992, la Compañía empleaba a través de sus subsidiarias a más de 45,000 personas, de los cuales aproximadamente un 20% son empleados permanentes. El número de trabajadores eventuales varía en forma significativa y depende en gran medida del nivel de actividad de la Compañía en sus actividades de construcción.

En México, todos los trabajadores de planta están afiliados a algún sindicato. Las relaciones laborales están regidas por un contrato colectivo de trabajo

independiente, celebrado entre la subsidiaria de la Compañía de que se trate y un sindicato seleccionado por los empleados de dicha subsidiaria. Los salarios son renegociados cada año en tanto que otros términos del contrato se renegocian cada dos años. La Administración considera que lleva una buena relación con sus empleados.

CUESTIONES AMBIENTALES, las operaciones mexicanas de la Compañía están sujetas a legislaciones federales y estatales en relación con la protección al ambiente. La principal ley ambiental en el sistema federal mexicano es la Ley Ecológica⁵³. En base a dicha ley, se han promulgado regulaciones que se refieren a la contaminación de agua, aire, ruido y sustancias peligrosas. Adicionalmente, el Gobierno Federal ha emitido reglamentos relacionados con la importación y exportación de materiales o desperdicios peligrosos. La dependencia federal a cargo de que se cumpla esta ley es la "SEDESOL"⁵⁴. SEDESOL es la autoridad competente para aplicar y hacer que se observen las leyes ambientales mexicanas. Como parte de su competencia la SEDESOL puede no sólo promover procedimientos administrativos y penales en contra de las compañías que violen dichos ordenamientos, sino que además puede imponer sanciones e inclusive cerrar temporal o permanentemente las instalaciones que no cumplan con dichos ordenamientos. La Administración considera que la Compañía cumple sustancialmente con las leyes federales y

⁵³ "Ley General del Equilibrio Ecológico y la Protección al Ambiente."

⁵⁴ "Secretaría de Desarrollo Social" lo que antes era la SEDUE ("Secretaría de Desarrollo Urbano y Ecología").

estatales mexicanas relacionadas con la protección ambiental; sin embargo, es posible que los cambios en estas leyes o su interpretación y cumplimiento pudieran provocar que las operaciones de la Compañía no cumplieran con los parámetros establecidos en dichas leyes lo cual podría resultar en sobrecostos para la misma. Actualmente no existen procedimientos legales o administrativos pendientes de resolución en contra de la Compañía respecto de cualquier asunto de naturaleza ambiental en México y la Administración no cree que el continuo cumplimiento de la Ley Ecológica o de los ordenamientos de carácter ambiental emitidos por los Estados tengan un efecto adverso importante en la condición financiera de la Compañía o el resultado de sus operaciones, que puedan resultar en inversiones de capital importantes o que puedan afectar en forma importante la posición competitiva de la Compañía.

Las operaciones de la Compañía en los Estados Unidos, al igual que muchas otras empresas están sujetas a requisitos de carácter local, federal y estatal en relación con la protección al ambiente. Existe la posibilidad de que una nueva legislación o reglamentos sean adoptados lo cual podría tener un impacto en las operaciones de la Compañía. Los premios gubernamentales y aprobaciones por parte del gobierno de los Estados Unidos son requeridos para diversos aspectos de los negocios de la Compañía. La Compañía considera que todos los permisos requeridos han sido obtenidos. Para seguir operando en el futuro, será necesario de tiempo en tiempo obtener renovaciones o modificaciones a los permisos existentes o permisos adicionales en la medida que los primeros

expiren, o cambien las leyes y regulaciones aplicables. Actualmente no existen procedimientos legales o administrativos en contra de la Compañía en relación con algún asunto ambiental en los Estados Unidos y la Compañía no considera que el cumplimiento continuo de las leyes o regulaciones ambientales aplicables tendrán un efecto material adverso en la condición financiera o los resultados de las operaciones de la Compañía, que puedan resultar en inversiones de capital importante o que afecten en forma importante su posición competitiva.

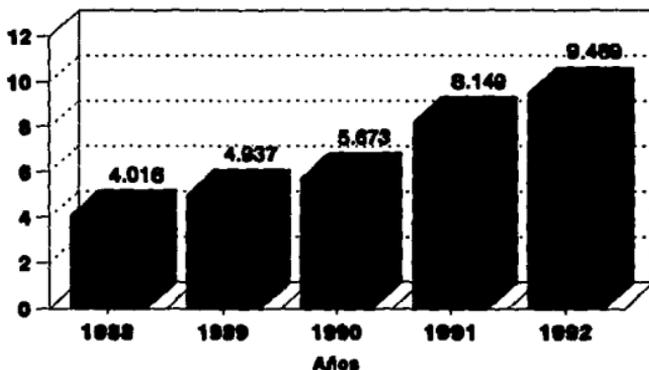
PROPIEDADES, aproximadamente 93% de los activos y propiedades de la Compañía están ubicados en México y el resto en los Estados Unidos o en otros países de América Latina. Al 31 de diciembre de 1992, el valor neto en libros de todos los terrenos, edificios, maquinaria, equipo, construcción en progreso y concesiones era de aproximadamente 5.4 millones de nuevos pesos. Las oficinas ejecutivas de la Compañía están ubicadas en la Ciudad de México y son propiedad de la misma, la Compañía es propietaria y opera siete instalaciones fabriles en México.

La Compañía considera que todas sus instalaciones satisfacen sus necesidades presentes además de ser adecuadas para su propósito, y en el caso del segmento Manufacturas, que sus instalaciones fabriles tienen capacidad para ser utilizadas a un mayor nivel de tal forma que se pueda atender un incremento en la demanda.

ACTIVOS TOTALES

1988-1992

Miliones de Nuevos Pesos de diciembre 92



5.2. INFORMACION FINANCIERA ANTES DE LA EMISION

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. había manifestado un crecimiento financiero sostenido a lo largo de su historia, no es sino hasta 1992, en donde los créditos bancarios eran tan caros (del orden del 25 a 35%), que resultaba más barato financiarse en el extranjero (del orden del 6 al 12%), aún contando los gastos por concepto de colocación tomando el riesgo devaluatorio.

La posibilidad de emitir EUROBONOS en dólares tenía como objetivos para el Grupo:

- 1) Consolidar pasivos a corto plazo y pagar pasivos de largo plazo que actualmente eran más costosos.
- 2) Reducir el costo de la deuda aprovechando el bajo nivel histórico de las tasas de Interés.
- 3) Aumentar la liquidez del Grupo, al pasar deuda a largo plazo.
- 4) Dar nombre e imagen a las empresas del Grupo Constructor ALBRIN en los mercados de deuda internacionales y abrir otras posibilidades de financiamiento.

Como soporte de lo anterior se presenta la siguiente Información financiera, correspondiente al año de 1992, a pesos constantes de diciembre de 1993.

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.
Consolidado
Balance General al cierre de 1992
(Miles de nuevos pesos de diciembre de 1993)

Concepto		%
ACTIVO TOTAL	10,227,627	100.0%
CIRCULANTE	4,608,261	45.1%
Efectivo e inversiones temporales	1,907,066	18.6%
Clientes y documentos por cobrar (neto)	1,789,568	17.5%
Otras cuentas y documentos por cobrar (neto)	300,289	2.9%
Inventarios	525,086	5.1%
Otros activos circulantes	86,251	0.8%
LARGO PLAZO	2,675,991	26.2%
Cuentas y documentos por cobrar (neto)	481,591	4.7%
Inversiones en acciones de subs. y asoc.	1,424,921	13.9%
Otras inversiones	769,479	7.5%
FIJO (NETO)	2,736,171	26.8%
Inmuebles	1,335,608	13.1%
Maquinaria y Equipo	3,277,345	32.0%
Otros equipos	301,058	2.9%
Depreciación y amortización acumulada	(2,192,527)	-21.4%
Construcción en proceso	14,687	0.1%
DIFERIDO (NETO)	207,204	2.0%
Otros Activos	0	0.0%
PASIVO TOTAL	5,148,213	50.3%
CIRCULANTE	3,149,638	30.8%
Proveedores	243,328	2.4%
Crédito bancario	1,386,979	13.6%
Crédito bursátil	66,135	0.6%
Impuestos por pagar	243,842	2.4%
Otros pasivos circulantes	1,209,355	11.8%
LARGO PLAZO	1,504,011	14.7%
Crédito bancario	1,284,285	12.6%
Crédito bursátil	135,120	1.3%
Otros créditos	84,607	0.8%
DIFERIDOS	1,468	0.0%
Otros Pasivos	493,096	4.8%
CAPITAL CONTABLE	5,079,414	49.7%
CONTRIBUIDO	3,912,070	38.3%
Capital social pagado	743,063	7.3%
Actualización del capital social pagado	1,656,133	16.2%
Prima en venta de acciones	1,512,875	14.8%
Aportación para futuros aumentos de capital	0	0.0%
GANADO (PERDIDO)	646,524	6.3%
Resultado acumulado y reserva de capital	427,627	4.2%
Reserva para recompra de acciones	0	0.0%
Exceso (insuf.) actualiz. del capital contable	(323,470)	-3.2%
Resultado neto del ejercicio	542,367	5.3%
PARTICIPACION MINORITARIA	520,820	5.1%
TOTAL PASIVO MAS CAPITAL CONTABLE	10,227,627	100.0%

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.

Consolidado

Estado de Resultados cierre de 1992

(Miles de nuevos pesos de diciembre de 1993)

Concepto		%
VENTAS NETAS	6,040,991	100.0%
COSTO NETO	4,587,333	75.9%
RESULTADO BRUTO	1,453,658	24.1%
GASTOS OPERACION NETOS	647,810	10.7%
RESULTADO DE OPERACION	805,847	13.3%
COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO NETO	(43,651)	-0.7%
RESULTADOS DESPUES DEL C.I.F.	849,498	14.1%
Otras operaciones financieras netas	(40,553)	-0.7%
RESULTADO ANTES IMPUESTOS Y PTU	890,051	14.7%
Provisiones para impuestos y PTU	306,623	5.1%
RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS Y PTU	583,428	9.7%
Participación en los result. de subs. y asoc. no consol.	(37,801)	-0.6%
RESULTADO NETO ANTES DE PART. EXTRA.	545,627	9.0%
Partidas extra. egresos (ingresos) neto	0	0.0%
RESULTADO NETO	545,627	9.0%
Resultado neto de interes minoritario	3,260	0.1%
RESULTADO NETO MAYORITARIO	542,367	9.0%

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.

Consolidado

Estado de Cambios en la Situación Financiera 1992

(Miles de nuevos pesos de diciembre de 1993)

Concepto	
RESULTADO NETO ANTES PART. EXTRAORD.	545,625
+(-) partidas que no requieren efectivo	418,117
Flujo derivado del resultado neto del ejercicio	963,742
Flujo derivado de cambios en el capital de trabajo	(328,101)
RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPE	635,641
+ (-) PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	0
RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN LA OPER.	
DESPUES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	635,641
Flujo derivado por financiamiento ajeno	266,682
Flujo derivado por financiamiento propio	1,578,422
RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCIAM.	1,845,105
TOTAL FUENTES EFECTIVO	2,480,746
RECURSOS GEN. (UTIL.) EN ACT. INVERSION	(1,502,806)
INCREM.(DECREM.) NETO EN EFECTIVO E INV.	977,939
EFECTIVO E INV. AL INICIO PERIODO	929,126
EFECTIVO E INV. AL FINAL PERIODO	1,907,065

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.
Razones Financieras 1992

RENTABILIDAD

Utilidad Neta/Venta Neta	8.98%
Utilidad Neta/Activo Total	5.30%
Utilidad Neta/Capital Contable	10.68%
Utilidad Bruta/Venta Neta	24.06%
Utilidad Operación/Venta Neta	13.34%

OPERACION

Venta Neta/Activo Total	0.59
Venta Neta/Activo Fijo	2.21
Días Inventario	41 Inventario/Costo Vta. diario
Días Clientes	107 Clientes/Vta diaria

APALANCAMIENTO

Pasivo Total/Activo Total	0.50
Pasivo Total/Capital Contable	1.01

LIQUIDEZ

Activo Circulante/Pasivo Corto plazo	1.46
Prueba del Acido	1.30 (Act. cir.-Inventarios)/Pas. corto plazo
Indice Servicio Deuda	2.29 (Result. Oper.+ Dep.)/Gastos Fin.
Días Efectivo	150 Efectivo/Costo Vta. diario
Capital de Trabajo Neto	1,458,623 Act. circ.-Pas. circ.
ROI	7.88% Utilidad Oper./Activo Total
ROE	15.86% Util. Oper./Capital contable

MERCADO

U.P.A.	58.23 Util. Neta/No. acciones
P/U	0.97 Precio modo/UPA
P/VL	1.16 Precio modo/(Capital cont./No. Acc.)

5.2.1. Análisis Financiero

- El activo total se situó en 10,227,627 miles de nuevos pesos, 8% mayor respecto a los 9,507,262 de 1991, producto del aumento en las cuentas de activo circulante del 58%, principalmente en efectivo e inversiones temporales, clientes y documentos por cobrar e inventarios.
- El pasivo total fué 9% menor respecto al de 1991, al situarse en 5,148,213 miles de nuevos pesos, producto de la disminución del 53% en el pasivo a largo plazo, principalmente en las cuentas de créditos bancarios y bursátiles, que se situaron en 1,284,285 y 135,120 miles de nuevos pesos respectivamente.
- El capital contable se incrementó en un 48%, al pasar de 3,422,215 a 5,079,414 miles de nuevos pesos a diciembre de 1992, lo anterior producto de la emisión de 28.75 millones de acciones comunes.
- Las ventas incrementaron solo el 12%, al pasar de 5,413,079 en diciembre de 1991 a 6,040,991 en 1992, producto de la culminación de una serie de proyectos, así como a la contratación de nuevas obras.
- El resultado de operación se incrementó un 14%, situándose en 805,847 miles de nuevos pesos, lo anterior producto de la disminución de gastos operativos, así como del mínimo aumento en el costo de ventas.

- El costo integral de financiamiento, pasó de ser un gasto en 1991 de 105,238 miles de nuevos pesos a ser un producto de 43,651 en 1992, producto de la baja en tasas de interés activa, así como por los intereses ganados en inversiones.

- Producto de lo anterior, el resultado neto consolidado a diciembre de 1992, fué de 545,627 miles de nuevos pesos, 33% mayor respecto a los 409,926 de diciembre de 1991.

- Por otro lado, el resultado neto mayoritario⁵⁵, fué de 542,367 miles de nuevos pesos, 24% mayor respecto a los 438,802 de diciembre de 1991, esto pese a que la participación minoritaria fue 31,893 miles de nuevos pesos menor respecto a la de 1991.

- Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. para el cierre de 1992 era más rentable respecto a 1991, esto se fundamenta por las razones financieras de rendimiento:
 - 1) La razón Utilidad Neta a Ventas Netas ascendió 1.4 puntos porcentuales, situándose en 8.9%, producto del mayor incremento en ventas con respecto al incremento en utilidades.

⁵⁵ "Producto de disminuir el resultado neto consolidado la participación minoritaria de la empresas filiales del grupo o de aquellas empresas, en las que el Grupo tiene participación."

- 2) La razón Utilidad Neta a Activo Total ascendió 1.8 puntos porcentuales también, al ubicarse en 5.3%, producto del aumento en la utilidad.
 - 3) La razón Utilidad Neta a Capital Contable fué 1.9 puntos porcentuales mayor al situarse en 10.7% respecto a los 8.8% del año anterior, producto del aumento en las utilidades netas, así como en el capital social⁵⁶.
 - 4) La razón Utilidad de Operación a Ventas Netas para 1992 fue de 13.3%, 3.9 puntos porcentuales mayor respecto a los 9.4% de 1991, producto de la disminución en gastos de operación así como de mantener aproximadamente los mismos costos de venta.
- La Operación de la compañía era buena respecto al año anterior, la razón Ventas Netas a Activo Total se situó en 0.59 veces, en tanto los días Inventarios aumentaron de 35 en 1991 a 41 días en 1992, producto del aumento del 33% en la cuenta de inventarios.
Por otro lado los días clientes aumentaron de 66 en 1991 a 107 días en 1992, producto del aumento de 35% en la cuenta de clientes y documentos por cobrar.
 - La razón de Apalancamiento, Pasivo Total a Capital Contable fué de 1.0 veces, 60% menor respecto al 1.6 veces de 1991, producto de la disminución en el pasivo, así como por el aumento en el capital contable.

⁵⁶ "El 9 de abril de 1992, se lanzó una oferta pública de 28,750,000 acciones comunes, que representan el 28% del capital en manos del público inversionista."

La capacidad de endeudamiento respecto al total de activos, disminuyó en un 10%, pasando de 0.6 veces en 1991 a 0.5 veces en 1992.

- Producto del aumento en la recuperación de cartera, la liquidez se vio un poco mermada con respecto al año anterior. La razón Activo Circulante a Pasivo Corto Plazo fué para 1992 de 1.5 muy similar a la razón de 1.5 de 1991. Los días efectivo también se vieron afectados, ya que pasaron de 88 en 1991 a 150 días en 1992.
- El Rendimiento sobre la inversión fué de 7.9%, en tanto que el Rendimiento sobre Capital fue del 15.9%, mismos que para el inversionista externo eran atractivos con respecto a las inversiones en otras compañías y al mercado mismo.

Por todo lo mencionado anteriormente, observamos que Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. es una buena empresa inmersa en un sector industrial con las mejores perspectivas de crecimiento, cuenta además con una estructura financiera muy sólida y conservadora con respecto a otras constructoras mexicanas. No obstante lo anterior se observa que su liquidez se deterioró en 1992 respecto a 1991, de la misma manera la recuperación de cuentas por cobrar bajó; a esto se le suma la recesión económica que se vislumbraba para 1993, por lo que era necesario tomar una decisión que reuniera una serie de puntos que la Administración consideraba críticos para

los años venideros. Así pues se decide emitir deuda a través de un título denominado en dólares, llamado "Eurobono".

La emisión de capital realizada por el Grupo fué con el objeto de conservar su posición competitiva, así como para financiar su inversión de capital en las concesiones y otros proyectos relacionados con la construcción. Así mismo la compañía fué una de las primeras en emitir capital en el extranjero.

5.3. CARACTERISTICAS DE LA EMISION

El mercado de Eurobonos es un mercado internacional "OTC"⁵⁷, en donde generalmente las emisiones son denominadas en dólares americanos. Como se mencionó el mercado de Eurobonos es una extensión del mercado Eurodolar, que comenzó a desarrollarse en 1960. En 1991 las emisiones en dólares superaron los 180 billones.⁵⁸

Originalmente el Euromercado era solo de firmas corporativas muy selectas, sin embargo aún emisoras no calificadas y emisoras con calificación Baa/BBB en adelante pueden emitir deuda en dicho mercado.

Un Eurobono consta de una naturaleza muy especial, dicha naturaleza se

⁵⁷ "Over-The-Counter, mercado donde las transacciones se llevan a cabo a través de una red telefónica o de cómputo, por medio de los operadores. Carece de un lugar físico para operar."

⁵⁸ "cfr Regarding Discussion of Debt Financing Alternatives. Merrill Lynch, sección B, pág.1."

denomina "Bearer Form"⁵⁹ y estan listados principalmente en la bolsa de Luxemburgo; debido a su naturaleza, resulta difícil determinar la composición exacta del grupo inversionista, aunque por lo general se distribuyen a inversionistas institucionales y especuladores.⁶⁰

Las numerosas instituciones financieras que pueden servir como agentes colocadores (líderes o colíderes)⁶¹, concuerdan que los puntos claves para lograr que la emisión sea una transacción exitosa son los siguientes:

- Atribuciones del Emisor: administración, posición de mercado, estructura de capital, récord histórico.
- Tamaño de la Emisión.
- Duración
- Precio Real.
- Tiempo.
- Visión a corto, mediano y largo plazo.
- Mercadotecnia Estratégica.
- Fuerza Estructural en el Sindicato.
- Distribución Experta.

⁵⁹ "Título no registrado en los libros contables del emisor, solo es pagable a la persona física o moral que los posea. Son negociables sin endoso y contienen cupones para el pago de intereses, Es decir son títulos al portador."

⁶⁰ " El porcentaje de colocación es 85% a inversionistas institucionales y el resto a especuladores, evitando así la depreciación de los títulos por causa de las especulaciones."

⁶¹ "Los agentes líderes en una colocación son los que registran todas las transacciones, gastos, supervisan y controlan a los colíderes, quienes actúan como asistentes en la colocación."

- *Atribuciones específicas de Grupo Constructor ALBRIN.* Estudiosos en el ramo de la construcción, hacen hincapié en la necesidad que tiene México de desarrollar infraestructura, por lo que se espera dicho sector manifieste un crecimiento fuerte, con lo que Grupo ALBRIN jugará un papel muy importante en el desarrollo de México, lo anterior se basa fundamentalmente al posicionamiento de mercado del Grupo. Así mismo la Administración del Grupo ha demostrado ser perspicaz al hacer adquisiciones estratégicas. La administración conservadora del negocio apeándose a estándares internacionales, los objetivos estratégicos generales a largo plazo y el aumento en la penetración de mercado se han logrado sin lugar a duda. La actuación histórica del Grupo asegura una plena aceptación de la emisión de Eurobonos en el mercado de capitales internacional, jugando un papel clave el como se le presente al inversionista esta oportunidad de inversión.

- *El Tamaño de la Emisión.* La emisión deberá ser lo suficientemente grande para asegurar la liquidez de los inversionistas internacionales, que carezca del riesgo sobre incumplimiento de pagos (capital e intereses) y que estos se hagan el día establecido. El monto de 225 millones de dólares es lo suficientemente grande para llamar la atención de la prensa internacional, que ayudará a la exposición de ALBRIN como una oportunidad de inversión bastante atractiva, además, por el monto a emitir, el costo por aumentar la oferta es económico para el Grupo.

- *Duración.* Una duración de 5 años con pago del principal al momento de la maduración es consistente con la tendencia de los valores de renta fija de emisoras Latinoamericanas en el mercado. En términos estratégicos de fondeo,

dicha duración permite al Grupo aprovechar la tasa de interés más baja registrada en los últimos años para financiamiento a largo plazo, tasa que ha hecho a los inversionistas tomar posturas a largo plazo, lo que permite mejorar el rendimiento de su portafolio de inversión.

- *Precio Real*. El mercado internacional de capitales, recientemente se reabrió a emisoras latinoamericanas. Aunque el mercado opera siempre con la relación riesgo/rendimiento⁶², medir el riesgo resulta una tarea difícil de realizar. La mayoría de la emisoras Latinoamericanas no han sido calificadas por alguna de las dos agencias calificadoras más importantes de Estados Unidos⁶³.

Inversionistas internacionales consideran difícil analizar la información financiera de emisoras Latinoamericanas debido a las diferencias contables, inflación y a la falta de información.

Inversionistas institucionales han visto como los rendimientos de los valores emitidos por entidades públicas Mexicanas bajan dramáticamente, por lo que se encuentran ansiosos de comprar emisiones de empresas privadas Mexicanas que les ofrezcan un riesgo aceptable, así como un rendimiento que les permita un buen retorno sobre sus inversiones; ALBRIN puede capitalizar este sentimiento mientras se fondea con un costo comparablemente bajo.

- *Tiempo, Visión a corto, mediano y largo plazo y Mercadotecnia Estratégica*.

Los inversionistas afines al riesgo pueden ser influenciados con un plan de mercadotecnia del emisor, ya que no tienen conocimiento de la calidad

⁶² "A mayor riesgo mayor rendimiento, a menor riesgo menor rendimiento."

⁶³ "Standard & Poors y Moody's"

crediticia del emisor; dicha mercadotecnia deberá estar a la par con un grupo selecto de inversionistas, de ahí la importancia del "Road Show" que deberá programarse en función del impacto deseado en el inversionista.

- *Fuerza Estructural en el Sindicato.* Es de vital importancia cuidar este aspecto si se quiere asegurar la completa distribución de la emisión a los inversionistas institucionales, así como la estabilidad de su mercado, liquidez de la emisión, y la constante aceptación por parte del inversionista después de la colocación primaria. De la fortaleza y prestigio del sindicato dependerá el acceso a inversionistas institucionales y especuladores, que contribuirán a darle liquidez a la emisión así como estabilidad ante los inversionistas llamados "buy and hold investors"⁶⁴.

5.3.1. Procedimiento

1.- **Crear series o paquetes de Eurobonos bajo la regla 144A.** La regla 144A es una derivación de la Ley de Valores de 1933 (Securities Act of 1933) en los Estados Unidos⁶⁵, generalmente permite la venta de valores colocados en forma privada sin ninguna restricción después de tres años; en la mayoría de las ofertas, los inversionistas pueden vender sus valores en transacciones

⁶⁴ "Inversionistas que compran montos importantes de títulos y los conservan por un tiempo, obteniendo así beneficios de capital en el largo plazo, así como en la reserva para impuestos."

⁶⁵ "En la que estipula que una oferta de valores debe ser registrada en la SEC (Securities and Exchange Commission) en el caso de ser pública en los Estados Unidos y de ser en algún otro mercado, la oferta estará regulada por la Regulación S, ya sea pública o privada."

privadas sujetas a procedimientos y restricciones similares a aquellas aplicadas en la colocación original. Dichos inversionistas institucionales se les llama "QIB"⁶⁶, quienes han sido denominados como importantes, por lo que la regla 144A permite que estos efectúen de manera sencilla y eficiente operaciones en el mercado secundario de valores colocados en forma privada y obtener así mayor liquidez a través de sistemas de compensación automatizados. Actualmente existen entre 3,000 y 4,000 QIB's que manejan alrededor de 1 trillón de dólares.

2.- Formar un Sindicato Limitado. El cuál deberá estar formado instituciones financieras de gran prestigio, quienes compraran arriba del 30% de la emisión. El controlar tanto el número de instituciones como el monto que posea dicho sindicato, ayuda a un mejor control de la distribución y lograr el mercado secundario.

Con el objeto de apoyar y soportar al mercado secundario de los títulos emitidos, será necesario coordinar esfuerzos entre el agente y el colocador para asegurar una buena posición en el mercado en general.

3.- Conducir el "Road Show"⁶⁷. Tiene como objeto dar a conocer el nombre de la compañía a inversionistas calificados, así como a intermediarios financieros; por lo general incluye exposiciones en Londres y Nueva York.

⁶⁶ "Qualified Institutional Buyer, por lo general es una institución que es propietaria de, o que ha invertido en forma discrecional fondos de terceros, por un monto por lo menos de 100 millones de dólares en valores."

⁶⁷ "Plan de acción que tiene como objeto el dar a conocer a los inversionistas (públicos o privados) las características de la emisión, así como los resultados y giro de la compañía."

El Euromercado ofrece un gran número de inversionistas deseosos de comprar valores de emisoras Latinoamericanas, así como una gama de alternativas de financiamiento dentro del mercado de dólares estadounidense, así como el mínimo de requisitos para el registro de los valores. Por el otro lado la desventaja más importante es que el "spread"⁶⁸ que puede sufrir es muy amplio en comparación con el spread de los tesoros (valores del mercado de dinero) y con los bonos Yankee⁶⁹.

5.3.2. Comparativo de Ofertas

A través de concurso, se convoca a las diferentes instituciones financieras tanto nacionales como internacionales, para que presenten una propuesta de emisión, la cual deberá estar enfocada a brindar al inversionista un rendimiento atractivo y para el Grupo que represente el menor costo financiero, sin restarle importancia a la experiencia, la capacidad de distribución y la capacidad de fomentar el mercado secundario de parte de los agentes colocadores.

La siguiente tabla muestra un resumen de las ofertas recibidas por el Grupo de diferentes instituciones financieras y algunos covenants⁷⁰:

⁶⁸ "Al hablar de instrumentos financieros es el diferencial que existe entre el precio de oferta y el precio que está dispuesto a pagar el comprador potencial del título o valor. Mientras que el las tasas de interés es la sobretasa que se cobra o paga sobre la tasa base."

⁶⁹ "Bonos denominados en dólares registrados en Estados Unidos por bancos o corporaciones ajenas al mercado estadounidense."

⁷⁰ " Restricciones que define el mercado, con el fin de minimizar el riesgo de caer en la insolvencia de pagos."

PROPIETAS DE EMISION DE EUROBOBOS											
FECHA	JULIO 27, 1992	JULIO 27, 1992	JULIO 27, 1992	JUNIO 27, 1992	JULIO 27, 1992	JULIO 27, 1992	JULIO 27, 1992	JULIO 27, 1992	JULIO 27, 1992	JULIO 27, 1992	JULIO 27, 1992
PAPEL	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO	EUROBONO
I. BANK	PROBURSA	J.P. MORGAN	MERRILL LYNCH	SWISS BANK	KODGER, PEABODY	SALOMON B.	VESTCOR PARTNER	FIRST BOSTON	LEHMAN B. JOES	BANKERS TRUST	CITIBANK
MONTO	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000
CUPON	9.120%	9.437%	8.270%	9.240%	8.824%	8.870%	9.420%	9.174%	9.007%	8.816%	9.120%
AÑOS	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
PAGO INT.	ANUAL	SEMESTRAL	ANUAL	ANUAL	ANUAL	ANUAL	ANUAL	ANUAL	ANUAL	SEMESTRAL	ANUAL
PRECIO	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
AGENTE DE PAGO	55,385	52,778	94,885	55,435	55,248	55,218	55,541	55,388	55,284	52,583	55,385
COMISION	1.50%	1.13%	1.25%	1.25%	1.13%	1.13%	1.50%	1.38%	1.00%	1.00%	1.50%
GASTOS MANAGER	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
GASTOS LEGALES	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
GASTOS ROAD SHOW	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
IMPRESION	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
CUOTA POR LISTADO	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
GASTOS OHV	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
IMPUESTOS	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
TASA DEL GOBIERNO	5.824%	5.824%	5.824%	5.824%	5.824%	5.824%	5.824%	5.824%	5.824%	5.824%	5.824%
SPREAD (BPS) ***	350	380	285	330	330	325	380	355	340	300	350
TR SIN IMPUESTO	9.63%	9.64%	8.75%	9.88%	9.33%	9.28%	9.93%	9.65%	9.38%	9.18%	9.63%
TR CON IMPUESTO	11.38%	11.88%	10.18%	11.28%	10.83%	10.88%	11.83%	11.28%	10.88%	10.78%	11.38%

RESTRICCIONES FINANCIERAS											
PRESENCIA EN EL PRECIO											
PRENSA O GARANTIA		X				X		X	X	X	
CLAUSULA DE INCUMPLIMIENTO *		X				X					
CLAUSULA DE ACELERACION **						X		X		X	
CONVERSION DE ACTIVOS Y VENTAS								X			
REPORTES FINANCIEROS		X				X		X	X	X	
EXISTENCIA DE UN CORPORATIVO		X				X					
PROVISION PARA EL CAMBIO DE PROPIETARIO									X		
RESTRICCIONES FINANCIERAS											
APALANCAMIENTO		X				X		X			
RECURSOS SOLO DESTINADOS A SU FIN											
RESTRICCIONES EN LAS TRANSACCIONES											
GARANTIA DE LAS SUBORDINADAS										X	

* Cláusula que habla sobre el incumplimiento de alguno de los términos pactados en el contrato o en el título.

** Cláusula que habla sobre la incidencia y vencimiento de pagos de intereses y/o capital.

*** Diferencia entre la tasa del gobierno y la tasa del cupón (entre lo que ofrece el mercado y lo que se está ofreciendo como rendimiento del título).

5.3.3. Selección de la mejor Oferta.

Con el objeto de seleccionar al colocador o colocadores de un instrumento internacional de deuda para el Grupo, se realizó un concurso o "beauty contest". Este puede variar de acuerdo a las necesidades de cada empresa.

Los intermediarios a los cuales se les solicitó su propuesta fueron:

Lehman Brothers/Operadora de Bolsa, CS First Boston, Kidder Peabody, Merrill Lynch, Banamex, Bankers Trust, Citibank, Probursa, Vestcor Partners/Mexival, JP Morgan, Salomon Brothers/Inverlat, Swiss Bank Corp.

A excepción de Banamex todos los intermediarios invitados cotizaron. Kidder Peabody no proporcionó elementos suficientes para calificar su propuesta adecuadamente.⁷¹

Con el objeto de que la selección del o los colocadores sea adecuada, de acuerdo a las necesidades del Grupo, y lo menos subjetiva posible, se tomaron en cuenta los criterios a continuación enumerados a fin de llevar a cabo la selección:

- 1.- Estimación de la demanda del título
- 2.- Estructura del sindicato propuesto
- 3.- Apoyo de postcolocación
- 4.- Experiencia en el análisis y cobertura de investigación

⁷¹ "Kidder Peabody entregó dos semanas después, por lo que se le castigaron 100 puntos por el retraso."

- 5.- Experiencia en colocaciones similares
- 6.- Equipo de trabajo
- 7.- Conocimiento del mercado
- 8.- Conflicto de interés
- 9.- Cotización y gastos

A los puntos 3, 4 y 8 se les asignó un peso de 20%. Al punto referente al costo se le asignó un peso relativo de 15%. Y al resto de los criterios se les asignó un peso de 5% a cada uno.

La selección del o los probables colocadores tiene por objeto:

- Dependiendo del posicionamiento y presencia que se le quiera dar a los títulos, del lugar y tipo del listado, y de la clase de instrumento de deuda por colocar; esta segunda etapa del proceso de selección permitirá conocer mas a los probables colocadores y seleccionar entre ellos al líder, puesto que cada colocador cuenta con características especiales para colocar un tipo determinado de instrumentos.
- Mantener la competencia entre los probables colocadores hasta el momento de seleccionar al líder.
- Contar con acceso a varios puntos de vista acerca del mejor tipo de instrumento de deuda a colocar, lugar y características del listado, y posicionamiento y presencia deseada.
- Contar con el mejor sindicato colocador posible.

De las once propuestas recibidas solamente cuatro, recibieron calificaciones por más de 900 puntos (rango 400 - 1000):

Lehman Brothers/ Operadora de Bolsa	970
Bankers Trust	970
CS First Boston	950
JP Morgan	930

El resto se colocó entre los 600 y los 830 puntos.

Con base en lo anterior se recomendó que pasaran a la siguiente etapa los 4 bancos con calificación superior a los 900 puntos, por los motivos señalados con anterioridad es importante mencionar que Lehman Brothers y CS First Boston trabajaron con el Grupo en la emisión inicial de capital, por lo que es de esperar que conozcan al Grupo bastante bien.

Por otro lado, Salomon Brothers y Lehman Brothers han ayudado al armado financiero de algunos proyectos.

La siguiente etapa consta de la siguiente metodología:

- Solicitar el apoyo de la CNV⁷² para la eficiente y oportuna emisión.
- Se notificará, por escrito, a los probables colocadores que pasan a esta segunda etapa del "beauty contest" y se solicitará lo siguiente:

+ Definición de "Covenants"

⁷² "Comisión Nacional de Valores"

- En la tercera etapa se seleccionará a un banco a quien se le informara:

- + Necesidades reales de refinanciamiento y el peso relativo de los pasivos a corto y largo plazo.
- + Características consideradas para el instrumento por emitir.
- + Calendario considerado
- + Alternativas de financiamiento

Los agentes financieros que resultaron ganadores del concurso y como tales los agentes colocadores fueron la firma Lehman Brothers International en Nueva York y Serfin Securities, Inc., como colíderes quedaron: Bankers Trust International PLC, Chase Investment Bank, Kidder Peabody International Limited, Salomon Brothers International Limited, Banque Indosuez, Credit Suisse First Boston Limited, Morgan Stanley International, Swiss Bank Corporation. Los miembros del sindicato limitado fueron: Banco Central Hispano, Citicorp Investment Bank Limited, Samuel Montagu & Co. Limited, Paribas Capital Markets, Banco Santander de Negocios, Bear, Stearns International Limited, Grupo Financiero Banamex-Accival, Nafinsa, Probusa International Inc. y Union Bancaire Privee, London.

La circular de oferta en la que Grupo ALBRIN muestra las características finales de la emisión de Eurobonos fue la siguiente:

El Emisor: Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.

El Título o Valor: Eurobono a una tasa fija del 9.75% hasta 1998

Monto de la emisión: \$225,000,000 (doscientos veinticinco millones de dólares)

Precio de la Emisión: 99.50%

Día de Maduración: Febrero 11 de 1998

Pago de Intereses: Los títulos devengarán intereses desde febrero 11 de 1993 a una tasa de 9.75% anual sobre el monto total de capital, pagaderos de manera semestral los días 11 de febrero y agosto de cada año hasta la fecha de maduración, comenzando en agosto 11 de 1993.

Retención de Impuestos: ALBRIN pagará la cantidad impuesta cuando sea necesario para que el pago de intereses sea sin deducciones dentro de la ley fiscal de México.

Amortizaciones: Los títulos no están sujetos a amortizaciones ante la opción de la compañía antes de alcanzar el vencimiento, excepto que los títulos sean liberados en su totalidad (nunca en partes) en la cantidad del principal (junto con todos los intereses devengados y no pagados hasta la liberación y cualquier otra cantidad que sea necesaria). En el caso de cambiar las leyes o regulaciones tributarias en México, la compañía estará obligada a pagar la cantidad compensatoria.

Status: Los títulos se consideran obligaciones directas y sin colateral de ALBRIN, que tendrán la misma prioridad en pago que los créditos obtenidos en el presente y futuro de la compañía.

Prenda o Garantía: ALBRIN no garantiza el pago con ninguno de sus activos actuales ni futuros, (sujeto a excepciones).

Ley Reguladora: Nueva York

Listado: Se listarán en la Bolsa de Valores de Luxemburgo.

Denominación:	Múltiplos enteros de \$1,000 (mil dólares)
Agente Fiscal:	El Banco de Nueva York
Agente listador:	Kredietbank, S.A. Luxembourgeoise.

5.4. INFORMACION FINANCIERA DESPUES DE LA EMISION

Con el objeto de observar con mayor claridad el efecto de una emisión de Eurobonos, y así demostrar que es una de las mejores alternativas de financiamiento para la empresa mexicana, se muestran los estados financieros de Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. al cierre de 1993 con su respectiva variación (numérica y en porcentaje) con respecto a los estados financieros del cierre del año anterior.

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.
Consolidado

Balance General al cierre de 1993

(Miles de nuevos pesos de diciembre de 1993)

Concepto			Diferencia 93/92	
			N\$	%
ACTIVO TOTAL	11,129,726	100.0%	902,099	8.8%
CIRCULANTE	4,612,567	45.1%	4,306	0.1%
Efectivo e inversiones temporales	1,916,838	18.7%	9,772	0.5%
Clientes y documentos por cobrar (neto)	1,729,724	16.9%	(59,844)	-3.3%
Otras cuentas y documentos por cobrar (neto)	206,523	2.0%	(93,766)	-31.2%
Inventarios	669,734	6.5%	144,648	27.5%
Otros activos circulantes	89,748	0.9%	3,497	4.1%
LARGO PLAZO	3,990,352	39.0%	1,314,361	49.1%
Cuentas y documentos por cobrar (neto)	1,068,845	10.5%	587,354	122.0%
Inversiones en acciones de subs. y asoc.	1,568,995	15.3%	144,074	10.1%
Otras inversiones	1,352,412	13.2%	582,933	75.8%
FIJO (NETO)	2,375,876	23.2%	(360,285)	-13.2%
Inmuebles	1,207,592	11.8%	(128,016)	-9.6%
Maquinaria y Equipo	2,986,220	29.2%	(291,125)	-8.9%
Otros equipos	317,440	3.1%	16,382	5.4%
Depreciación y amortización acumulada	(2,150,445)	-21.0%	42,082	-1.9%
Construcción en proceso	15,069	0.1%	382	2.6%
DIFERIDO (NETO)	150,931	1.5%	(56,273)	-27.2%
Otros Activos	0	0.0%	0	0.0%
PASIVO TOTAL	5,720,977	55.9%	572,784	11.1%
CIRCULANTE	3,163,184	30.9%	13,546	0.4%
Proveedores	159,564	1.6%	(83,764)	-34.4%
Crédito bancario	1,356,091	13.3%	(30,888)	-2.2%
Crédito bursátil	132,828	1.3%	66,793	101.0%
Impuestos por pagar	258,181	2.5%	14,339	5.9%
Otros pasivos circulantes	1,256,420	12.3%	47,065	3.9%
LARGO PLAZO	1,900,844	18.6%	398,833	26.4%
Crédito bancario	1,068,609	10.4%	(215,876)	-16.8%
Crédito bursátil	818,813	8.0%	683,493	505.8%
Otros créditos	13,622	0.1%	(70,985)	-83.9%
DIFERIDOS	3,674	0.0%	2,206	150.3%
Otros Pasivos	653,275	6.4%	160,179	32.5%
CAPITAL CONTABLE	5,408,750	52.9%	329,336	6.5%
CONTRIBUIDO	3,744,465	36.6%	(187,805)	-4.3%
Capital social pagado	687,963	6.7%	(55,100)	-7.4%
Actualización del capital social pagado	1,536,266	15.0%	(119,867)	-7.2%
Prima en venta de acciones	1,520,236	14.9%	7,361	0.5%
Aportación para futuros aumentos de capital	0	0.0%	0	0.0%
GANADO (PERDIDO)	1,219,968	11.9%	573,444	88.7%
Resultado acumulado y reserva de capital	728,953	7.1%	301,326	70.5%
Reserva para recompra de acciones	54,181	0.5%	54,181	100.0%
Exceso (Insuf.) actualiz. del capital contable	(181,016)	-1.6%	162,454	-50.2%
Resultado neto del ejercicio	597,850	5.8%	55,483	10.2%
PARTICIPACION MINORITARIA	444,317	4.3%	(76,503)	-14.7%
TOTAL PASIVO MAS CAPITAL CONTABLE	11,129,727	108.8%	902,100	8.8%

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.

Consolidado

Estado de Resultados cierre de 1993

(Miles de nuevos pesos de diciembre de 1993)

Concepto	%	Diferencia 93/92		
		N\$	%	
VENTAS NETAS	6,052,147	100.0%	11,156	0.2%
COSTO NETO	4,493,481	74.2%	(93,872)	-2.0%
RESULTADO BRUTO	1,558,666	25.8%	105,028	7.2%
GASTOS OPERACION NETOS	580,461	9.6%	(67,349)	-10.4%
RESULTADO DE OPERACION	978,225	16.2%	172,378	21.4%
COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO NETO	(57,901)	-1.0%	(14,250)	32.8%
RESULTADOS DESPUES DEL C.I.F.	1,036,128	17.1%	186,628	22.0%
Otras operaciones financieras netas	(83,125)	-1.4%	(42,572)	105.0%
RESULTADO ANTES IMPUESTOS Y PTU	1,119,251	18.5%	229,200	25.8%
Provisiones para impuestos y PTU	462,442	7.6%	155,819	50.8%
RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS Y PTU	656,809	10.9%	73,381	12.6%
Participación en los result. de subs. y asoc. no consol.	(49,866)	-0.8%	(12,065)	31.9%
RESULTADO NETO ANTES DE PART. EXTRA.	606,943	10.0%	61,316	11.2%
Partidas extra. egresos (Ingresos) neto	0	0.0%	0	0.0%
RESULTADO NETO	606,943	10.0%	61,316	11.2%
Resultado neto de interes minoritario	9,093	0.2%	5,833	179.0%
RESULTADO NETO MAYORITARIO	597,850	9.9%	55,483	10.2%

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.

Consolidado

Estado de Cambios en la Situación Financiera 1993

(Miles de nuevos pesos de diciembre de 1993)

Concepto		Diferencia 93/92	
		N\$	%
RESULTADO NETO ANTES PART. EXTRAORD.	606,943	61,316	11.2%
+(-) partidas que no requieren efectivo	611,814	193,497	48.3%
Flujo derivado del resultado neto del ejercicio	1,218,557	254,815	26.4%
Flujo derivado de cambios en el capital de trabajo	(657,170)	(329,069)	100.3%
RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPE	561,387	(74,254)	-11.7%
+ (-) PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	0	0	0.0%
RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) EN LA OPER.			
DESPUES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	561,387	(74,254)	-11.7%
Flujo derivado por financiamiento ajeno	489,718	223,036	83.6%
Flujo derivado por financiamiento propio	(54,567)	(1,632,989)	-103.5%
RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR FINANCI	435,151	(1,409,954)	-76.4%
TOTAL FUENTES EFECTIVO	996,538	(1,484,208)	-59.8%
RECURSOS GEN. (UTIL.) EN ACT. INVERSION	(974,827)	527,979	-35.1%
INCREM.(DECREM.) NETO EN EFECTIVO E INV.	21,711	(956,228)	-97.8%
EFECTIVO E INV. AL INICIO PERIODO	1,895,130	966,004	104.0%
EFECTIVO E INV. AL FINAL PERIODO	1,916,841	9,776	0.5%

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V.
Razones Financieras 1993

RENTABILIDAD

Utilidad Neta/Venta Neta	9.88%
Utilidad Neta/Activo Total	5.37%
Utilidad Neta/Capital Contable	11.05%
Utilidad Bruta/Venta Neta	25.75%
Utilidad Operación/Venta Neta	16.16%

OPERACION

Venta Neta/Activo Total	0.54
Venta Neta/Activo Fijo	2.55
Días Inventario	54 Inventario/Costo Vta. diario
Días Clientes	103 Clientes/Venta diaria

APALANCAMIENTO

Pasivo Total/Activo Total	0.51
Pasivo Total/Capital Contable	1.06

LIQUIDEZ

Activo Circulante/Pasivo Corto plazo	1.46
Prueba del Acido	1.25 (Act. cir.-Inventarios)/Pas. corto plazo
Indice Servicio Deuda	2.87 (Result. Oper.+ Dep.)/Gastos Fin.
Días Efectivo	154 Efectivo/Costo Vta. diario
Capital de Trabajo Neto	1,449,383 Act.circ.-Pas.circ.
ROI	9% Utilidad Oper./Activo Total
ROE	18% Util.Oper./Capital contable

MERCADO

U.P.A.	58.33 Util.Neta/No.acciones
P/U	1.50 Precio modo./U.P.A.
P/VL	1.68 Precio modo./(Capital cont./No.Acc.)

5.4.1. Análisis Financiero

- El activo total se situó en 11,129,726 miles de nuevos pesos, 9% mayor respecto a los 10,227,627 de 1992, producto del aumento en las cuentas de activo a largo plazo del 49%, principalmente en las cuentas y documentos por cobrar y en otras inversiones.
- El pasivo total fué 11% mayor respecto al de 1992, al situarse en 5,720,977 miles de nuevos pesos, producto del aumento del 26% en el pasivo a largo plazo, principalmente en la cuenta de créditos bursátiles, que se situó en 818,613 miles de nuevos pesos.
- El capital contable se incrementó en un 6%, al pasar de 5,079,414 a 5,408,750 miles de nuevos pesos a diciembre de 1993, lo anterior producto de la reserva para recompra de acciones por un monto de 54,181 miles de nuevos pesos.
- Las ventas incrementaron solo 11,156 miles de nuevos pesos, al pasar de 6,040,991 en diciembre de 1992 a 6,052,147 en 1993, producto de la culminación de una serie de proyectos entre filiales y al poco volumen de obra contratada por el período.
- El resultado de operación se incrementó un 21%, situándose en 978,225 miles de nuevos pesos, lo anterior producto de la disminución de gastos operativos, así como del costo de ventas, en 10 y 2% respectivamente.

- El costo integral de financiamiento, pasó de un producto de 43,651 en 1992 a un producto de 57,901 miles de nuevos pesos en 1993, producto del aumento de 60% en los intereses ganados, así como a los 23,885 miles de nuevos pesos de ganancia en las fluctuaciones cambiarias.

- Producto de lo anterior, el resultado neto consolidado a diciembre de 1993, fué de 606,943 miles de nuevos pesos, 11% mayor respecto a los 545,627 de diciembre de 1992.

- Por otro lado, el resultado neto mayoritario, fué de 597,850 miles de nuevos pesos, 10% mayor respecto a los 542,367 de diciembre de 1992, no obstante al aumento del 179% en la participación minoritaria que fue de 9,093 miles de nuevos pesos.

- Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V. para el cierre de 1993 fue más rentable respecto a 1992, esto se fundamenta por las razones financieras de rendimiento:
 - 1) La razón Utilidad Neta a Ventas Netas ascendió 0.9 puntos porcentuales, situándose en 9.8%, producto del incremento en las cuentas de otras operaciones financieras.

 - 2) La razón Utilidad Neta a Activo Total ascendió 0.7 puntos porcentuales también, al ubicarse en 5.4%, producto del aumento en la utilidad.

- 3) La razón Utilidad Neta a Capital Contable fué 0.4 puntos porcentuales mayor al situarse en 11.1% respecto a los 10.7% del año anterior, producto del aumento en las utilidades netas, así como en el capital ganado, en las cuentas de reserva de capital.
- 4) La razón Utilidad de Operación a Ventas Netas para 1993 fue de 16.2%, 2.8 puntos porcentuales mayor respecto a los 13.3% de 1992, producto de la disminución en gastos de operación así como de la baja en los costos de venta.

- La Operación de la compañía fue muy similar respecto al año anterior, la razón Ventas Netas a Activo Total se situó en 0.54 veces, en tanto los días inventarios aumentaron de 41 en 1992 a 54 días en 1993, producto del aumento del 28% en la cuenta de inventarios.

Por otro lado los días clientes disminuyeron de 107 en 1992 a 103 días en 1993, producto de la disminución de 3% en la cuenta de clientes y documentos por cobrar.

- La razón de Apalancamiento, Pasivo Total a Capital Contable fue de 1.1 veces, 10% mayor respecto al 1.0 veces de 1992, producto del aumento en el pasivo, así como por el aumento en el capital contable.

- Producto del aumento del pasivo y por lo mismo aumento en el pago de los créditos, la liquidez se vio un poco mermada con respecto al año anterior. La razón Activo Circulante a Pasivo Corto Plazo fue para 1993 de 1.5 igual a la razón de 1.5 de 1992.

Los días efectivo se vieron afectados, ya que pasaron de 150 en 1992 a 154 días en 1993.

- El Rendimiento sobre la inversión fue de 8.8%, en tanto que el Rendimiento sobre Capital fue del 18.1%, esto significó un crecimiento real de 0.9 y de 2.2 puntos porcentuales respecto al año anterior.

Como se observó ALBRIN, pasó a ser una empresa más rentable, con una operación y un apalancamiento muy similar a la del año anterior, pese a que la liquidez se mantuvo similar el índice de servicio de la deuda aumentó, lo que significa mayor capacidad de pago respecto al flujo operativo.

Una de los efectos de la emisión fue la baja del 2.2% en los créditos bancarios y el alza del 16.8% en los créditos bursátiles, esto es debido a la pago de créditos bancarios caros vía mercado de valores, de igual manera el prepago de créditos bancarios a largo plazo con créditos del mercado de valores en moneda extranjera (EUROBONO). Por otro lado el mercado manifestó su apoyo a ALBRIN a través del alza en el precio de su acción, lo que ocasionó un alza en el múltiplo precio a utilidad del 54.6% y del 44.8% en el múltiplo precio a valor en libros.

CONCLUSIONES

Grupo Constructor ALBRIN, S.A. de C.V., se encontraba iniciando una nueva etapa en su trayectoria, debido en gran parte, a los cambios económicos positivos que estaba experimentando el país, que le impulsaron a participar en ellos de forma decidida con proyectos y obras que requieren inversiones importantes, como es el caso de las carreteras concesionadas, las plantas hidroeléctricas, los proyectos de desarrollo urbano, entre otros.

ALBRIN, ha crecido con el país, abordando siempre campos nuevos en donde se necesita de la acción decidida para realizar cualquier tipo de obra o de proyecto. Las obras que actualmente se tienen en licitación, competirán con las mejores empresas del mundo.

Todo esto exige de la mejor combinación de tecnología, capacidad de ejecución, de desarrollo y de financiamiento.

Este último ha adquirido gran importancia en la empresa, pues se requiere de una estructura financiera sana para poder hacer frente a los compromisos que la firma se ha fijado.

ALBRIN, con su perfil de empresa líder, está ya participando en obras que requieren montos muy importantes para su realización, por lo que tuvo que adquirir compromisos para la adquisición de maquinaria y equipo en su mayoría de procedencia extranjera, con lo que ha alcanzado un nivel de pasivo relevante.

Con el objeto de conformar una nueva estructura financiera más equilibrada, se decidió emitir eurobonos y con ellos reestructurar parte de los pasivos a corto plazo que se tenían contratados y de esta forma poder continuar con los objetivos marcados.

Con el objeto de soportar el porque el eurobono puede ser una de las mejoras alternativas de financiamiento para la empresa mexicana, se muestra la siguiente tabla comparativa de los instrumentos del mercado extranjero:

	EUROBONO	EURO-NOTA MED. PLAZO	BONO YANKEE	NOTA MED. PLAZO	BONO GLOBAL
VENTAJAS	<ul style="list-style-type: none"> 1 Un mercado sumamente activo para las emisiones internacionales 2 No se requiere una calificación de la emisión 3 No se requiere el registro 4 Mayor flexión y un mayor plazo 5 Mayor cantidad de regulaciones 6 Menores gastos al inicio y durante la maduración de la emisión 7 El tiempo de colocación permite al emisor acceder a fondos de inmediato 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Mayor flexibilidad y mayor costo por financiamiento a largo plazo 2 Flexión tanto para activo como para pasivo 3 Comparación entre inversionistas en bonos y en dinero 4 Diferes emisiones según requerimientos de dinero 5 Menores gastos al inicio y durante la maduración de la emisión 6 El tiempo de colocación permite al emisor acceder a fondos de inmediato 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Emisor en mejor posición en el largo plazo 2 Compra de títulos localizados 3 Menor volatilidad entre el inversionista y la empresa 4 Buenas liquidas en el mercado secundario 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Diferes emisiones según requerimientos de dinero 2 Mayor flexibilidad y menor costo por financiamiento a largo plazo 3 Flexión tanto para activo como para pasivo 4 Comparación entre inversionistas en bonos y en dinero 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Su emisión es de menor volumen, ya que abarca una gama muy amplia de inversiones en todo el mundo 2 Su distribución es muy amplia y tiene de un alto grado de liquidez 3 Menores liquidas
DESVENTAJAS	<ul style="list-style-type: none"> 1 Los emisores no están sujetos a regulaciones internacionales 2 Bajo la regla 144A los emisores pueden tener una colocación no regulada por "ready's" 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Liquidas y los requerimientos y a los inversionistas dentro de la regla 144A 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Registro obligatorio 2 La emisión debe estar registrada dentro de los Estados Unidos 	<ul style="list-style-type: none"> 1 El tiempo de colocación y costo son elevados 2 La emisión debe estar registrada dentro de los Estados Unidos 3 Registro obligatorio 	<ul style="list-style-type: none"> 1 El tiempo de colocación y costo son elevados 2 El registro deberá cumplir con los requisitos según las áreas geográficas que cubra
BASE DEL DIVIDENDISTA	<ul style="list-style-type: none"> 1 Institucional dentro del suramericano 2 Especialista dentro del internacional 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Institucional dentro del suramericano 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Institucional Norteamericana 2 Institucional dentro del suramericano 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Institucional Norteamericana 2 Institucional dentro del suramericano 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Una amplia gama de tipos de inversionistas
ZONA GEOGRAFICA	<ul style="list-style-type: none"> 1 Latinoamérica 2 Europe 3 U.S.A. 4 Asia 	<ul style="list-style-type: none"> 1 Latinoamérica 2 Europe 3 U.S.A. 4 Asia 	<ul style="list-style-type: none"> 1 U.S.A. 	<ul style="list-style-type: none"> 1 U.S.A. 	<ul style="list-style-type: none"> 1 U.S.A. 2 Europe 3 Asia 4 Continente
DURACION	De 1 a 10 años	De 1 mes a 10 años	De 7 a 30 años	De 1 mes a 30 años	De 1 mes a 35 años
TAMAJO	50 - 500 Millones U.S.C.	50 - 500 Millones U.S.C. emitido en cuotas de 100 000	500 - 1,000 Millones U.S.C.	500 - 1,000 Millones U.S.C. emitido en cuotas de 100 000	500 Millones - 10 Millones U.S.C.
CALIFICACION	No requiere	No requiere	Requiere	Requiere	Requiere en algunas jurisdicciones

BIBLIOGRAFIA

- I. **"México en la Década de los 90"**, Grupo Financiero BANAMEX-ACCIVAL, Estudios Económicos y Sociales, Banco Nacional de México, S.A., México 1993.
- II. **"Inversión Contra Inflación"**, Timothy Hyman, Milenio, 3er Edición, México 1990.
- III. **"Opportunities in the Mexican Securities Market"**, Valores Mexicanos Casa de Bolsa, México 1992.
- IV. **"Prácticas Bursátiles"**, IMERVAL, México 1992.
- V. **"Instrumentos del Mercado de Valores"**, Operadora de Bolsa, México 1992.
- VI. **"Summary Financials"**, Lehman Brothers International, New York 1992.
- VII. **"Análisis de Propuestas para Emisión de Eurobonos"**, Grupo ICA Vicepresidencia Financiera, México 1992.
- VIII. **"Offering Circular"**, Lehman Brothers International, Serfin Securities, New York, 1993.
- IX. **"Eurobond Market"**, JP Morgan Securities Inc., New York 1992.
- X. **"Eurobond Proposal"**, Bankers Trust Company, Broadgate London 1992.
- XI. **"Evolucion y Perspectivas de los Mercados Financieros Internacionales"**, León Opalín, Ana L. Pazos y Ruth Renner, Revista Ejecutivos de FINANZAS, junio 1993.
- XII. **"Las Nuevas Finanzas en México"**, Catherine M. Carstens, Editorial Milenio, IMEF, ITAM, noviembre 1992.

- XIII. **"Regarding Discussion of Debt Financing Alternatives"**, Merrill Lynch, julio 1992.
- XIV. **"Mercado Internacional de Deuda"**, Alfredo Livas Cantú, IMEF, julio 1992.
- XV. **"Alternative Financing Opportunities"**, Lehman Brothers, septiembre 1993.
- XVI. **"Structuring and Marketing an International Equity Offering"**, Lehman Brothers, noviembre 1993.
- XVII. Mexico City Symposium, **"Basic Considerations of U.S. securities law for Latin American issuers of Equity Securities"**, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, 22 y 23 de marzo de 1993.
- XVIII. **"Update on Equity-Linked Financing Alternatives"**, Salomon Brothers Inc., julio 1993.
- XIX. **"Dictionary of Finance and Investment Terms"**, John Downes, Jordan E. Goodman, Barron's, 3era edición 1991.
- XX. **"Información Básica para la Toma de Decisiones"**, Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP), enero 1994.
- XXI. **"Guía Ejecutiva"**, Casa de Bolsa Inverlat, semana no.2, enero 1994.
- XXII. Revista **"Capital, Mercados Financieros"**, Ernesto O'Farril S., Mireles Cernaj S., julio 1993.
- XXIII. **"Codigo Fiscal de la Federación"**, Dofiscal Editores, México, 1993.
- XXIV. **"Perspectivas Económicas de México"**, CIEMEX-WEFA, julio 1993.
- XXV. **"Programa Nacional de Modernización de la Infraestructura del Transporte 1990-1994"**, Secretaría de Comunicaciones y Transportes, México 1993.
- XXVI. **"Financial Engineering"** John f. Marshall y Vipul K. Bansal, NY Institute of Finance, 1992.