

83
2EJ



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

LA EMISIÓN DE ADR'S DE LAS EMPRESAS
MEXICANAS 1991-1995 (COMO MECANISMO DE
FINANCIAMIENTO PARA EL CRECIMIENTO Y LA
EXPANSIÓN ECONÓMICA)

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A:
GUSTAVO MORALES RODRIGUEZ

ASESOR: JOSE VARGAS MENDOZA



FALLA DE ORIGEN

MEXICO, D. F.

1995



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

**A MIS PROFESORES: QUE TAN GENEROSAMENTE
ME BRINDARON SUS ENSEÑANZAS.**

**A MIS PADRES: POR QUE CON SU EMPENO
EN MIS CUIDADOS Y EDUCACION
HAN SENTADO LAS BASES PARA LA FORMACION
DE UN ECONOMISTA RESPONSABLE.
GRACIAS, POR QUE SIN USTEDES ESTO
NO HUBIERA SIDO POSIBLE.**

A MI NOVIA LETI: A TI TE DEDICO
MI TESIS, POR QUE TE HAS CONVERTIDO
EN MI FUENTE DE INSPIRACION.

GRACIAS POR TU INFINITO
CARINO Y COMPRENSION

TE AMO.

LA EMISION DE ADR'S DE LAS EMPRESAS MEXICANAS 1991-1995
(como mecanismo de financiamiento para el crecimiento
y la expansión económica)

I N D I C E

INTRODUCCION.

CAPITULO I *El Patrón de Financiamiento en México del Período*
1970-1981.

- 1.1 Características generales del patrón de financiamiento de la
 empresa privada en México 1970-1981..... 1
- 1.2 La formación de grandes grupos de capital privado nacional y su
 forma de financiamiento..... 10
- 1.3 Balance global del financiamiento de las empresas privadas en
 México..... 14
- (NOTAS, REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS)..... 16

CAPITULO II *La Globalización Financiera y el Nuevo Patrón de*
Financiamiento.

- 2.1 El fenómeno de la Globalización Financiera y la nueva inserción
 de México al mercado mundial de capitales..... 17
- 2.2 La apertura comercial y financiera en México..... 26
- 2.3 Nueva modalidad de financiamiento internacional (*Nuevo Patrón*
 de Financiamiento)..... 31
- 2.4 El fenómeno de la competencia internacional por los capitales y
 el papel de los países emergentes..... 34
- (NOTAS, REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS)..... 39

CAPITULO III *La Emisión de ADR'S de las Empresas Mexicanas.*

| | |
|--|----|
| 3.1 Cambio a la legislación de inversión extranjera y del mercado de valores, y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros para captar financiamiento internacional..... | 40 |
| 3.2 Definición de ADR'S y sus principales características..... | 43 |
| 3.3 Regimen legal y fiscal de los ADR'S..... | 51 |
| 3.4 Procedimiento para que el inversionista extranjero adquiera ADR'S ó, compra venta de ADR'S en el mercado secundario. (diagramas)..... | 58 |
| 3.5 Preferencia de las empresas mexicanas por los ADR'S como instrumento de financiamiento, y el caso de una empresa mexicana exitosa en su colocación de ADR'S, <i>Telmex</i> | 62 |
| 3.6 Perspectivas de los ADR'S..... | 66 |
| (NOTAS, REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS)..... | 69 |

CONCLUSIONES

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTARIA

ANEXO 1 (REQUERIMIENTOS DE INFORMACION Y COSTOS DE COLOCACION DE ADR'S).

ANEXO 2 (DESGLOSE DE CAPITAL DE ALGUNAS EMPRESAS MEXICANAS EMISORAS DE ADR'S)

I N T R O D U C C I O N

En la búsqueda de una forma de financiamiento que les permita generar las suficientes utilidades para iniciar sus procesos de expansión y crecimiento económico, las empresa mexicanas se han visto envueltas en un sin número de encrucijadas, que las han obligado ha implementar distintas politicas de fondeo a fin de lograr sus objetivos.

Durante la década de los setenta y hasta ya entrados los ochenta la gran empresa mexicana busco financiar su desarrollo a través de la contratación de créditos bancarios, principalmente con la banca comercial estadounidense. Los motivos por los cuales se recurria al crédito externo (deuda) tenían que ver con las condiciones que imperaban en la economía nacional durante ese periodo; Por ejemplo, el alto costo del crédito en el mercado nacional (las tasas de interés nominales vigentes en el mercado mexicano estuvieron por encima de las que regian en el mercado internacional), escasez de recursos financieros, en el mercado local y la necesidad de divisas impuestas por el requerimiento de bienes importados (particularmente bienes de capital, ya que el modesto desarrollo de este sector en México impone la adquisición de dichos bienes en el extranjero). Asi la deuda externa del sector privado mexicano alcanzó altos niveles - en 1970 el saldo era de 1,829.2 millones de dólares y para 1982 ascendia ya a 21, 589.1 millones de dólares- lo que representaba graves problemas para los años siguientes porque la inestabilidad económica creada a partir de la crisis de 1982 hacia casi imposible el pago de esta deuda. El Sector Privado en México tuvo entonces que afrontar dificultades tales como las reiteradas variaciones en el tipo de cambio (a comienzos de 1982 un dólar se adquiria con 54 pesos, al concluir ese año un dólar en el mercado libre costaba 150 pesos) que no hacian más que elevar en pesos las deudas externas de los grupos nacionales. Además, la banca internacional restringió en forma drástica los créditos a México y otros países de América Latina; De esta manera, la interrupción de los créditos externos marcaria el fin de este patrón de financiamiento. Aunque el problema de sobreendeudamiento estaba dado.

Sin embargo, las condiciones empezaron a mejorar para la empresa mexicana a partir de 1987, el sobreendeudamiento de México comenzó a abatirse dentro de un marco de restructuración global de la economía mexicana. De tal suerte que, el desendeudamiento del sector privado en México tuvo un desenlace vertiginoso y radical que hizo que la deuda de la gran empresa mexicana con la banca acreedora externa descendiera de 15, 107 millones de dólares en 1987 a 6,544 en 1990; para comenzar a crecer nuevamente a partir de 1991 dentro de una nueva lógica.

Por otro lado, el proceso de Globalización Financiera que se venia desarrollando ya desde los ochenta, comenzó a cobrar gran auge a principios de los noventa, auspiciado por los notables avances en las telecomunicaciones, la creación de nuevos instrumentos financieros y la desregulación financiera de los mercados. La participación de México dentro de este proceso, le permitió a la empresa nacional entrar en una nueva fase de vinculación financiera

con el mercado mundial de capitales. Esto le da entonces la posibilidad de emitir todo tipo de títulos y valores negociables que le permitan la captación de recursos financieros del exterior sin necesidad de endeudarse. Esta nueva forma de hacerse de recursos ha conformado un **Nuevo Patrón de Financiamiento** de la actividad económica, denominado la **Titularización del Financiamiento**. Este nuevo patrón de financiamiento que le permite a las grandes empresas, no sólo de México sino del mundo, captar crecientes cantidades de capital ha propiciado un fenómeno de competencia internacional por los capitales, principalmente entre los países emergentes, como es el caso de los países de América Latina.

Las empresas mexicanas han logrado, durante los últimos cinco años, captar importantes cantidades de capital del exterior a través de distintos mecanismos financieros; entre ellos: los bonos, el papel comercial, los fondos neutros, las acciones de libre suscripción, los Warrants y ADR'S. De entre estos, destaca la participación que han tenido los ADR'S como mecanismo de financiamiento para la empresa mexicana. El número de empresas que han recurrido a este instrumento se ha elevado notablemente, mientras en 1991 aparecían sólo 16 empresas en 1994 son ya más de 44 las que prefieren este instrumento como fuente de fondos. Los recursos captados a través de este instrumento pasaron de 13,733 millones de dólares en 1991 a 23,959 en 1992.

En general, las dificultades de financiamiento para la empresa mexicana parecen haber disminuido, con la creación de una nueva gama de instrumentos financieros. Estos nuevos instrumentos permiten la ampliación de la fuente de fondos a la cual la empresa puede recurrir.

La hipótesis que guía esta investigación plantea que: a mayor conocimiento de la importancia, las ventajas (sobre otros instrumentos) y el proceso de colocación de los ADR'S mayor será el interés de las empresas por colocar este tipo de instrumentos en el mercado norteamericano, así como en otros mercados del mundo. Los **objetivos generales de éste trabajo de tesis son:** a) estudiar las condiciones de tránsito del patrón de financiamiento existente en la década de los setenta a uno nuevo que se conforma al inicio de la década de los noventa y las bases sobre cuales se edifica; b) plantear cuál es la importancia que tiene para la empresa la emisión de instrumentos financieros, como los ADR'S.

Finalmente la estructura del trabajo es la siguiente. En el **primer capítulo** se trata de plantear las características que tenía el patrón de financiamiento de la economía mexicana en los años setenta, así como la importancia del endeudamiento externo para las empresas mexicanas. En el **segundo capítulo** se intenta mostrar las implicaciones que tiene para México el proceso de globalización financiera y la nueva modalidad de financiamiento que resulta de ello.

FALLA DE ORIGEN

Por último el tercer capítulo describe someramente el ámbito legal y las características del proceso de emisión de ADR'S, así como la importancia que tiene este instrumento para el financiamiento de las empresas de nuestro país, y en especial, se desarrolla el caso de Teléfonos de México (TELMEX).

Al final de cada capítulo se presentan las notas (referencias bibliográficas). También al final del presente trabajo se presentan dos anexos que apoyan la fundamentación del tercer capítulo.

FALLA DE ORIGEN

CAPITULO I
EL PATRON DE FINANCIAMIENTO EN MEXICO
DEL PERIODO 1970-81

1.1 CARACTERISTICAS GENERALES DEL PATRON DE FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA PRIVADA EN MEXICO 1970-1981.

En el lapso de tiempo que abarca los años de 1970 a 1981, el sector privado mexicano buscó financiar su desarrollo a través de la contratación de créditos bancarios. El acceso a este tipo de financiamiento se hacía posible gracias a que durante gran parte de los años setenta existía un exceso de liquidez en el mercado internacional de capitales. Esta abundancia de recursos financieros estaba estrechamente ligada a los superávits comerciales que habían logrado los países exportadores de petróleo en los años de 1973-1974, como efecto del incremento en los precios del crudo. Las naciones exportadoras de petróleo en su mayoría no canalizaban sus excedentes financieros para fines de expansión de sus economías, sino que los depositaban en los grandes bancos privados del mundo, principalmente de Europa (lo que dio origen al mercado del *eurodólar*), quienes a su vez lo colocaban como préstamos para aquellos países que como México y otros de América Latina necesitaban de este tipo de recursos externos para reactivar sus economías.

Por otra parte, el sector privado mexicano tuvo que recurrir a este tipo de financiamiento debido a que el sector público en nuestro país absorbía la mayor parte del financiamiento interno (como puede observarse en el Cuadro 1); por lo que los recursos financieros en el mercado local eran escasos. En promedio, durante el periodo señalado, el sector público absorbió el 58% del financiamiento total (interno y externo) y el privado 41%. (Ver nuevamente Cuadro 1)

CUADRO 1
DEUDA NETA TOTAL (INTERNA Y EXTERNA)
SECTORES PUBLICO Y PRIVADO

| Años | Términos Absolutos (miles de millones de pesos) | | Términos Relativos (porcentaje) | |
|-----------------|--|----------------|------------------------------------|-------------|
| | Sector Privado | Sector Público | Sector Privado | Público |
| 1971 | 14.3 | 13.2 | 52.0 | 48.0 |
| 1972 | 19.3 | 23.8 | 44.8 | 52.2 |
| 1973 | 23.3 | 46.9 | 33.2 | 66.8 |
| 1974 | 46.3 | 77.8 | 37.3 | 62.7 |
| 1975 | 49.0 | 115.0 | 29.9 | 70.1 |
| 1976 | 50.3 | 192.0 | 20.8 | 79.2 |
| 1977 | 88.1 | 135.2 | 39.5 | 60.5 |
| 1978 | 135.3 | 113.6 | 54.4 | 45.6 |
| 1979 | 205.1 | 207.8 | 49.8 | 50.2 |
| 1980 | 399.2 | 346.8 | 53.5 | 46.5 |
| Promedio | 103.2 | 127.2 | 41.5 | 58.5 |

Fuente: Cuadro citado en el trabajo de Quijano, José M; México: Estado y Banca Privada, Colección Economía 3, Ed. CIDE, 1981.

FALLA DE ORIGEN

La inversión del sector privado en México creció durante el periodo 1970-1981 a una tasa promedio anual del 8.0%. Medida en millones de nuevos pesos (mdp80) pasó de 301.4 en 1970 a 703.0 en el último año del periodo analizado. En el Cuadro 2 se puede observar la dinámica de la inversión privada.

CUADRO 2
INVERSION PRIVADA EN MEXICO 1970-1981⁽¹⁾
(cifras en millones de nuevos pesos de 1980)

| ANOS | CANTIDADES (mdp80) | TASA DE CRECIMIENTO | TCPA ⁽²⁾ 70-81 | TCPA 70-76 | TCPA 78-81 |
|------|-----------------------|------------------------|------------------------------|---------------|---------------|
| 1970 | 301.4 | --- | | | |
| 1971 | 314.3 | 4.27% | 8.0% | 5.5% | 18.7% |
| 1972 | 329.3 | 4.78% | | | |
| 1973 | 330.6 | 0.39% | | | |
| 1974 | 361.5 | 9.36% | | | |
| 1975 | 386.7 | 6.96% | | | |
| 1976 | 415.9 | 7.55% | | | |
| 1977 | 395.3 | -4.95% | | | |
| 1978 | 419.7 | 6.18% | | | |
| 1979 | 520.5 | 24.01% | | | |
| 1980 | 630.0 | 21.03% | | | |
| 1981 | 703.0 | 11.59% | | | |

Fuente: INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México 1970-1980.

⁽¹⁾ Se considera aquí la Formación Bruta de Capital Fijo.

⁽²⁾ Tasa de Crecimiento Promedio Anual (TCPA).

Al interior del lapso comprendido entre 1970-1981 se distinguen dos subperiodos muy definidos en lo que respecta a tasas de crecimiento, uno que va de 1970 a 1976 y otro que va de 1978 a 1981. En el primero (70-76) la Tasa de Crecimiento Promedio Anual (TCPA) fue de 5.5% y en el segundo (77-81) fue de 18.7%.

La inversión privada realizada en el subperiodo 1970-1976 se financiaba recurriendo, aproximadamente, en un 50% a recursos internos y en un 50% a recursos externos (Ver Cuadro 3). Es de notar que, las expectativas devaluatorias durante esos años en la economía mexicana contuvieron un poco la contratación de créditos en el extranjero. La deuda externa del sector privado creció durante este periodo a una Tasa de Crecimiento Promedio Anual (TCPA) de 22.8%. ésta pasó de 1,828.2 millones de dólares en 1970 a 6, 293.1 millones de dólares en 1976.

FALLA DE ORIGEN

CUADRO 3
MEXICO: FUENTE DE RECURSOS PARA LA INICIATIVA PRIVADA
1970-1976

| FUENTES | EMPRESAS MEXICANAS |
|--------------------------|--------------------|
| Fuentes Internas | 51.3% |
| - Depreciación | 8.9% |
| - Reserva de reinversión | 12.9% |
| - Otras reservas | 29.5% |
| Fuentes Externas | 48.7% |
| - Deuda Local | 37.7% |
| - Deuda Externa | 11.4% |
| TOTAL | 100.0% |

Fuente: Cuadro citado en el trabajo de Quijano, José Manuel; Finanzas, Desarrollo Económico y Penetración Extranjera, Cap. 4, pag. 200, Colección Economía 3 Ed. CIDE, Méx. 1985.

En el periodo 1970-1976 cuando la inversión privada fue relativamente poco dinámica (respecto al subperiodo inmediato posterior) el endeudamiento externo privado estuvo más vinculado al financiamiento de largo plazo, que se puede presumir, está asociado generalmente a la importación de bienes de capital; en tanto que en la expansión de 1978-1981, cuando la inversión privada crece sostenidamente (al 18.7 promedio anual medida en millones de nuevos pesos de 80'), el financiamiento externo estuvo más sesgado al corto plazo¹⁾ (Ver Cuadro 4). En este último subperiodo, el porcentaje en cuanto a las fuentes de financiamiento cambia y se recurre en un porcentaje ya más alto al financiamiento externo.

CUADRO 4
DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO EN MEXICO
1970-1981 (millones de dólares)

| AÑOS | MONTO | LARGO PLAZO | CORTO PLAZO |
|------|----------|-----------------|-----------------|
| 1970 | 1,828.2 | (1970-76) 53.6% | (1970-76) 46.4% |
| 1971 | 2,095.4 | (1978-81) 27.3% | (1978-81) 72.7% |
| 1972 | 2,631.5 | | |
| 1973 | 3,128.2 | | |
| 1974 | 4,549.2 | | |
| 1975 | 5,644.2 | | |
| 1976 | 6,293.1 | | |
| 1977 | 6,426.3 | | |
| 1978 | 7,152.2 | | |
| 1979 | 10,500.0 | | |
| 1980 | 16,900.0 | | |
| 1981 | 21,900.0 | | |

FUENTE: INFORMES ANUALES DE LA SHCP

Como podemos observar en el Cuadro 4 la deuda externa del sector privado da un gran salto en el periodo 1970-1981, al pasar de 1,828.2 millones de dólares en 1970 a 21,900.0 millones de dólares en 1981. Es decir, se multiplicó por más de once al cabo del periodo. Esto significó una Tasa de Crecimiento Promedio Anual (TCPA) de 25.3%.²

Al interior de esta serie se distinguen dos subperiodos, uno que va de 1970 a 1976 y otro que va de 1978 a 1981. En el primero (1970-76), la tasa de crecimiento promedio anual (incremento en saldos) es de 22.8 %, y en el segundo (1978-81) la TCPA es de 45.2 por ciento.

Si se comparan las tasas de crecimiento de la inversión privada en México (medida en millones de nuevos pesos de 1980) con las tasas de crecimiento de la deuda externa del sector privado (medida en millones de dólares) se encontrará una estrecha relación entre estas dos variables. La correlación para el periodo mas largo (1970-1981) -cuando la inversión se encuentra en función de la deuda- es de $r^2 = 0.98$. Esto significa que gran parte de la inversión realizada por la iniciativa privada en México tuvo que ver con su capacidad de absorber créditos del extranjero.

Incluso, si analizamos los subperiodo 1970-76 y 1978-81 encontraremos los mismos resultados. Por ejemplo, en el primer subperiodo la tasa de crecimiento promedio anual de la inversión privada fue un poco errática (comparada con el subperiodo inmediato posterior) y llegó sólo al 5.5%; la misma característica tuvo la tasa de crecimiento de la deuda externa del sector privado en el mismo lapso, 22.8%. Para el siguiente subperiodo, las variables en consideración se siguen moviendo en la misma dirección. El subperiodo 1978-81 que significó un periodo de auge para la economía mexicana -motivado en su mayoría por los incrementos en los precios del petróleo y de sus exportaciones-, en este "boom" la inversión privada crece a una tasa promedio anual de 18.7 por ciento, sin embargo su deuda también se incrementa al mismo ritmo 45.2%. (Ver Cuadro 5 sobre relación entre inversión privada y deuda externa privada, correlaciones).

El acceso a este tipo de financiamiento externo no se distribuyó de manera equitativa al interior del sector privado y esto tiene que ver con el tamaño de la empresa y con el capital que predomina al interior de ella. Las pequeñas y medianas empresas de capital privado nacional rara vez accedían al mercado internacional de préstamos, su financiamiento se relegaba al financiamiento interno. Eran en general, las empresas extranjeras o con participación extranjera instaladas en México y las muy grandes empresas de capital privado nacional las que absorbían la mayor parte del financiamiento externo. Durante gran parte del periodo señalado, y hasta 1977, fue la empresa extranjera quien más absorbió el nuevo financiamiento externo, 51.1% del endeudamiento nuevo y el 49% lo absorbió la gran empresa nacional. Sin embargo, en el periodo 1978-81 este porcentaje cambió y es la gran empresa nacional la que absorbe el 95.7% del endeudamiento nuevo y el restante 13.3% correspondió a la empresa extranjera. Es de notar, que el liderazgo que adquiere el capital privado nacional en la contratación de deuda debe atribuirse en mayor medida a un aumento de la absorción de éste que a una retracción de la empresa extranjera.

FALLA DE ORIGEN

CUADRO 5
RELACIONES ENTRE INVERSION Y DEUDA EXTERNA PRIVADA
EN MEXICO 1970-1981

| AÑOS | INVERSION PRIVADA (MDNP80') ¹ | DEUDA EXTERNA (MDD) ² | CORRELACIONES INVERSION-DEUDA | |
|------|---|-------------------------------------|----------------------------------|---------|
| | | | r ² | Periodo |
| 1970 | 301.4 | 1,870.2 | | |
| 1971 | 314.3 | 2,095.4 | 0.989443 | 1970-81 |
| 1972 | 329.3 | 2,631.5 | 0.989138 | 1970-76 |
| 1973 | 330.6 | 3,128.2 | 0.989786 | 1970-81 |
| 1974 | 361.5 | 4,549.2 | | |
| 1975 | 386.7 | 5,644.2 | | |
| 1976 | 415.9 | 6,293.1 | | |
| 1977 | 359.3 | 7,152.2 | | |
| 1978 | 520.5 | 10,500.0 | | |
| 1980 | 630.0 | 16,900.0 | | |
| 1981 | 703.0 | 21,900.0 | | |

¹ Cifras en Millones de Nuevos Pesos de 1980 (MDNP80')

² Cifras en Millones de Dólares (MDD)

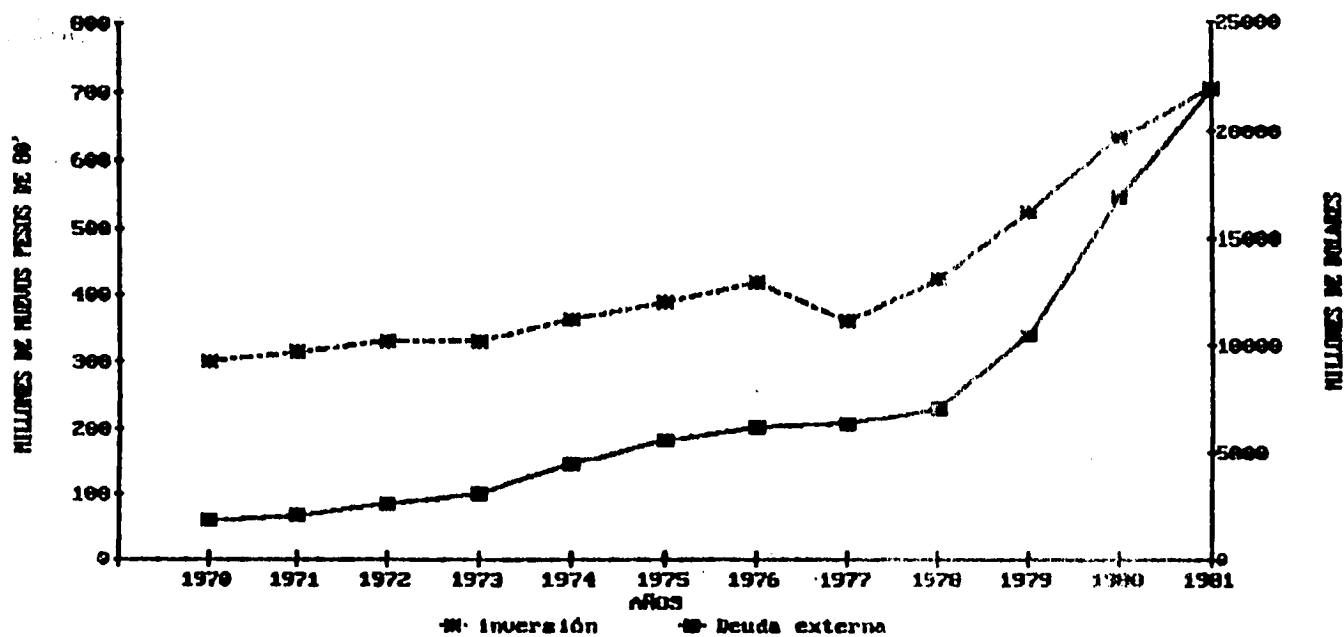
FUENTE: Inversión Privada: INEGI Sistema de Cuentas Nacionales de Méx. 1970-1980

Deuda Externa Privada: Informes Anuales de la SHCP:

NOTA: El análisis estadístico es simplemente cálculos con mínimos cuadrados ordinarios. Para mayor detalle ver Gujarati D. Econometría Ed. Mc. Graw Hill, Cap.3.

GRAFICA 1

CUADRO 5 DEUDA EXTERNA E INVERSION*
 1970-1981



* Datos Correspondientes al Sector Privado en México 1970-1981.
 FUENTE: CUADRO 5

FALLA DE ORIGEN

Los motivos por los cuales la empresa mexicana recurrió a contratar créditos en el extranjero tienen que ver con las siguientes consideraciones (propias del periodo):

i) *Necesidad de adquirir bienes de capital y equipos en el extranjero para la renovación o expansión de la planta.*

Desde esta óptica se sostiene que el modesto desarrollo relativo del sector bienes de capital en la economía mexicana, impone la adquisición de dichos bienes en el extranjero. Es este un rasgo estructural común en los países latinoamericanos. En el caso de México dicho problema adquiere características aun más graves.

Para 1978 el valor agregado del subsector maquinaria y equipo de transporte representaba en México, el 19% del total del sector manufacturero, en Argentina en (1977) el 24% y en Brasil en (1978) el 30%; en contraste con Japón, Francia y Estados Unidos en el mismo año significaba el 36%, 35% y 31% respectivamente. (3)

Dado lo anterior, todo periodo de expansión de la capacidad productiva como el que vivió México entre 1978 y 1981 está asociado a un importante incremento en la importación de maquinaria y equipo, con el consecuente impacto sobre el sector externo, y como se ha visto sobre el financiamiento externo del sector privado. (4)

ii) *Diferenciales de tasas de interés entre el mercado local y el mercado externo. Si la tasa de interés es relativamente más baja en el mercado internacional, las empresas optarán por el crédito externo.*

Haciendo una comparación entre la tasa líder de interés que rige el mercado de préstamos a nivel nacional (Costo Porcentual Promedio CPP) y el tipo de interés de los Bonos del Tesoro a un mes en Estados Unidos, que se puede considerar como la tasa a la que los clientes importantes pueden obtener crédito en el mercado de capitales. Se puede encontrar el costo del dinero en México comparado con el extranjero. Una observación pertinente en este punto: dado que no se encontraron estadísticas que fueran del todo confiables para las tasas activas en México y las tasas activas en Estados Unidos de forma anualizada se consideraron estos dos indicadores, por otro lado sólo se encontraron tasas y *spreads* a nivel de gobierno y no para la iniciativa privada. Además de que se considera que a esta tasa se le carga un *spread* o sobretasa que estiman los bancos dependiendo de la solvencia del deudor, monto del crédito y plazo del crédito, o lo que es lo mismo, del riesgo asociado a la operación. Así finalmente se considera el Costo Porcentual Promedio CPP y los Bonos del Tesoro de E.U a un mes y los *spreads* cobrados a los prestatarios.

CUADRO 6
TASAS DE INTERES NOMINALES EN MEXICO Y ESTADOS UNIDOS
(1970-1982)

| AÑO | MEXICO CPP | ESTADOS UNIDOS BONOS DEL TESORO A UN MES |
|------|---------------|---|
| 1970 | 8.0 % | 6.5% |
| 1971 | 8.0 | 4.6 |
| 1972 | 8.0 | 4.3 |
| 1973 | 12.9 | 8.1 |
| 1974 | 12.4 | 10.3 |
| 1975 | 11.9 | 6.6 |
| 1976 | 12.1 | 5.2 |
| 1977 | 14.0 | 5.3 |
| 1978 | 15.8 | 7.5 |
| 1979 | 17.5 | 10.6 |
| 1980 | 24.2 | 12.6 |
| 1981 | 31.8 | 16.2 |
| 1982 | 46.1 | 12.6 |

Fuente: Banco de México, Subdirección de Investigación Económica, Sistema de Información Económica, SIE-BANXICO.

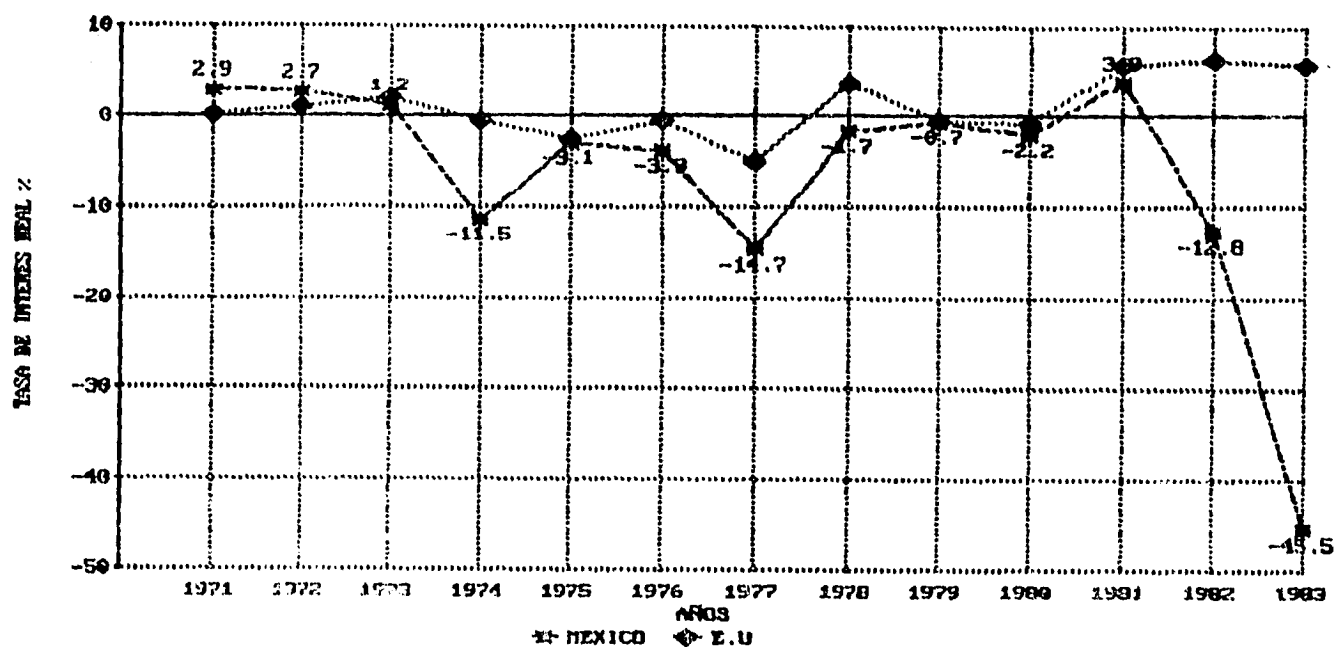
Como se observa en el Cuadro 6 las tasas de interés vigentes en Estados Unidos para el periodo 1970-82 siempre estuvieron por debajo de las que regían en México, y la brecha se agranda en los últimos 6 años del periodo considerado, se observa también que en los últimos años en los dos mercados aparece una sostenida tendencia al alza en las tasas de interés. Sin embargo, los incrementos en México de las tasas de interés lo hacían casi al doble de lo que ocurría en E.U. Por ejemplo, de 1979 a 1980 el CPP en México se incremento en un 38.2%, mientras que en Estados Unidos los Bonos del Tesoro crecieron sólo 18.1%. En 1982 sucedía lo contrario, mientras en México aumentaban sostenidamente, en Estados Unidos disminuye.

Un análisis sobre el comportamiento de las Tasas Reales de Interés en México y Estados Unidos se presenta a continuación (Ver Gráficas 2 a 6, y Cuadro 7).

GRAFICA 2

TASAS DE INTERES REAL

(MEXICO Y E.U. 1970-83)



FUENTE: CUADRO 7

CUADRO 7
TASAS DE INTERES REALES 1970-1983
MEXICO Y ESTADOS UNIDOS(*)

| AÑOS | MEXICO | | | ESTADOS UNIDOS | | |
|------|------------------------------|-----------------------|--------------|------------------------------|------------------------------------|--------------|
| | TASA ¹ NOMINAL | INFLACION 1980=100 | TASA REAL | TASA ² NOMINAL | INFLACION ³ 1980=100 | TASA REAL |
| 1970 | 8.0 | --- | --- | 6.5 | --- | --- |
| 1971 | 8.0 | 5.0 | 2.9 | 4.6 | 4.5 | 0.1 |
| 1972 | 8.0 | 5.2 | 2.7 | 4.3 | 3.3 | 1.0 |
| 1973 | 12.9 | 11.7 | 1.2 | 8.1 | 6.1 | 2.0 |
| 1974 | 12.4 | 23.9 | -11.5 | 10.3 | 10.9 | -0.6 |
| 1975 | 11.9 | 15.1 | -3.1 | 6.6 | 9.7 | -2.6 |
| 1976 | 12.1 | 16.0 | -3.9 | 5.2 | 8.8 | -0.6 |
| 1977 | 14.0 | 28.7 | -14.7 | 5.3 | 10.4 | -5.1 |
| 1978 | 15.8 | 17.5 | -1.7 | 7.5 | 3.0 | 3.7 |
| 1979 | 17.5 | 18.2 | -0.7 | 10.6 | 17.2 | -0.6 |
| 1980 | 24.2 | 26.4 | -2.2 | 12.6 | 13.5 | -0.9 |
| 1981 | 31.8 | 27.9 | 3.9 | 16.2 | 10.4 | 5.8 |
| 1982 | 46.1 | 58.9 | -12.8 | 12.6 | 6.3 | 6.3 |
| 1983 | 56.4 | 101.9 | -45.5 | 8.9 | 3.1 | 5.8 |

Fuente: Banco de México, elaboración propia, de varios informes.

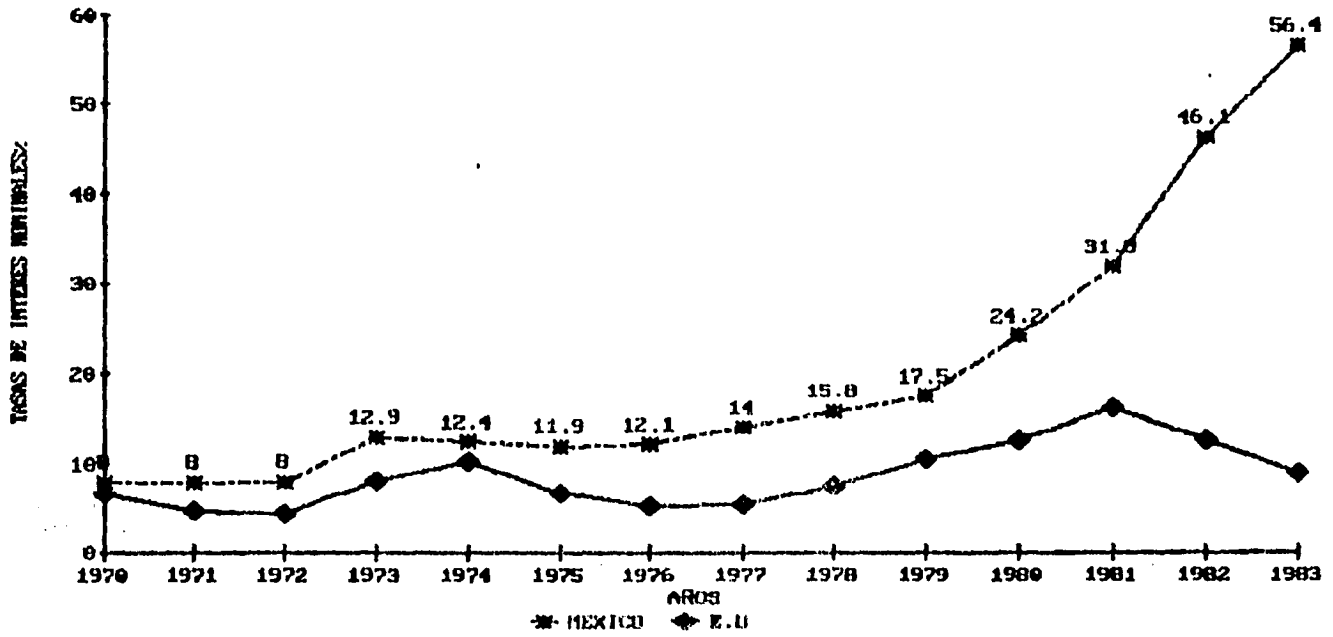
¹ Pertenece al Costo Porcentual Promedio

² Pertenece al los Bonos del tesoro a un Mes de los E.U.

GRAFICA 3

TASAS DE INTERES NOMINALES

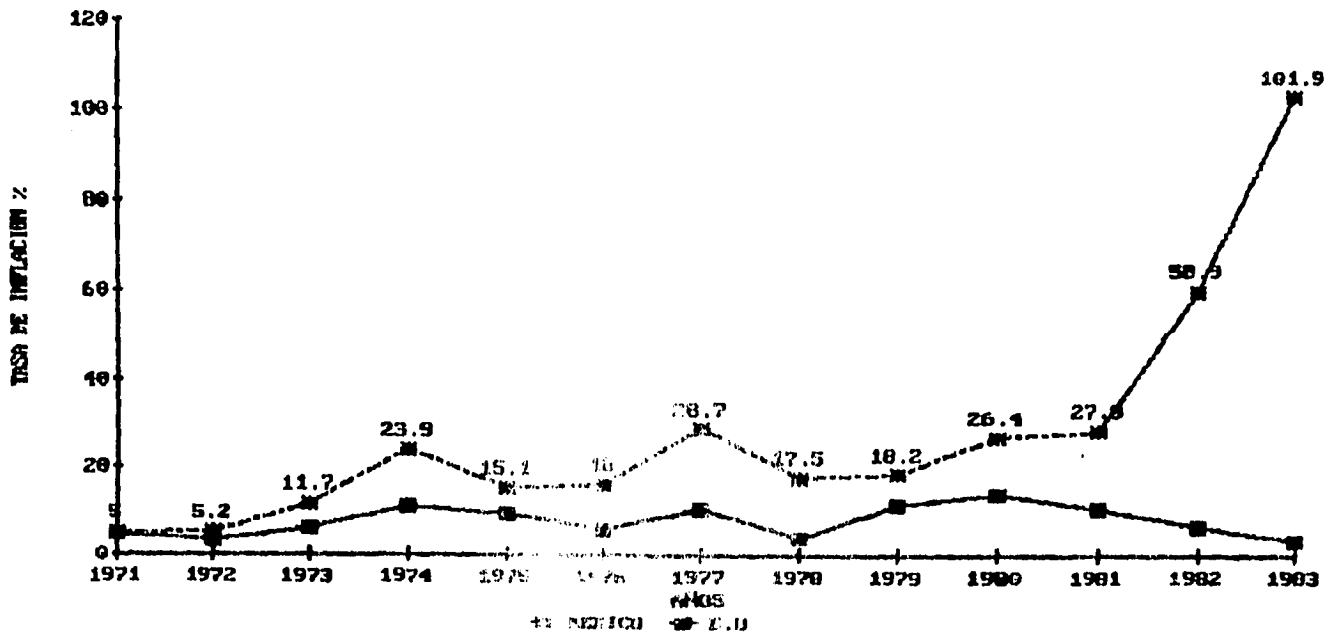
MEXICO Y E.U. (1970-1981)



GRAFICA 4

TASAS DE INFLACION

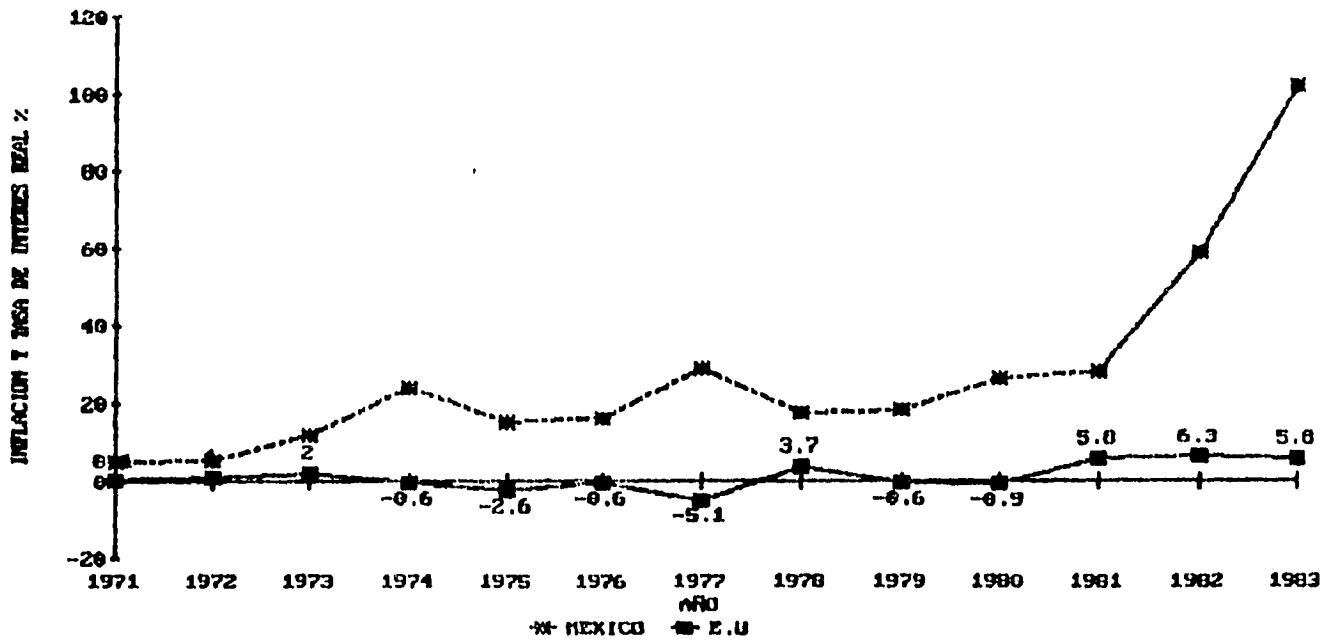
MEXICO Y E.U. (1970-1983)



FUENTE : DE GRAFICAS CUADRO 7

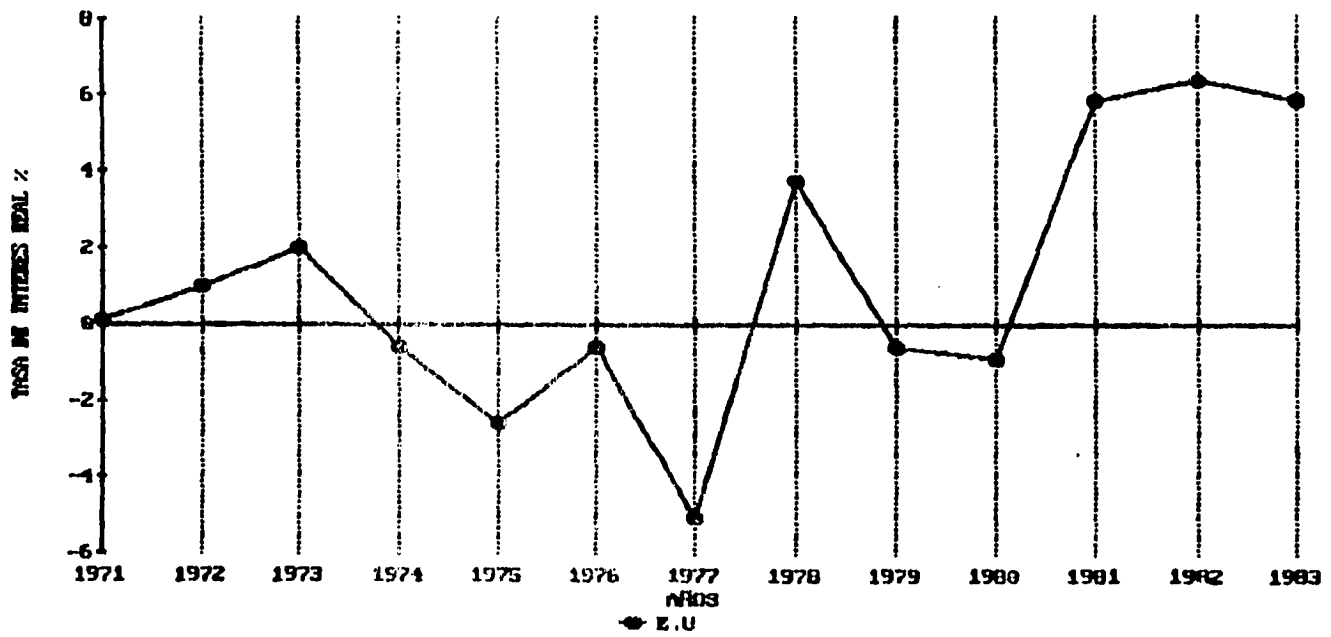
GRAFICA 5

INFLACION EN MEXICO Y TASA DE INTERES REAL DE E.U



GRAFICA 6

TASA DE INTERES REAL E.U
1970-1983



FUENTE: DE GRAFICAS CUADRO 7

FALLA DE ORIGEN

Una observación pertinente. en un mundo sin inflación, las variaciones de las tasa de interés nominales pueden ser utilizadas para evaluar los cambios experimentados por el coste del crédito para las empresas y las familias. Pero cuando hay inflación, tenemos que hacer una distinción entre las tasas de interés nominales y las reales. Las decisiones de inversión dependen de las tasas de interés reales, es decir ajustados para tener en cuenta la inflación. La tasa de interés real es el tipo de interés nominal menos la tasa de inflación. Para entender la distinción entre las tasas de interés nominales y las reales hay que darse cuenta de cuando los precios están aumentando, es decir, cuando hay inflación, los prestatarios devuelven dólares que han perdido valor con respecto a los dólares que recibieron como préstamo. Si los precios están aumentando un 10% en promedio anual y se puede conseguir un préstamo a la tasa del 6%, se pueden tomar esos dólares a crédito y comprar con ellos bienes o invertir, vender los bienes un año más tarde, obteniendo por ellos una cantidad de dólares que será 10% mayor que la que entregamos al comprarlos (ya que los precios han subido un 10% en ese tiempo) y pagar sólo el 6% de interés. Se estaría ganando un 4%. En ese caso, el costo real de endeudarse es negativo, aunque se este pagando un interés nominal del 6%, ya que para calcular ese coste real hay que deducir la inflación del tipo de interés.⁽⁵⁾

Explicación de las Gráficas: La gráfica 1 muestra las comparaciones de las tasas de interés reales entre México y Estados Unidos durante la década de los setentas. Se observa que durante la primera parte de la década (1971-1973) los dos mercados presentaban tasas de interés reales positivas que variaban entre 2.5 y 1.0%. Durante este lapso las tasas de interés nominales eran más altas en promedio que la tasa de crecimiento de los precios (inflación) (Ver Cuadro 7). En México, durante este tiempo la deuda externa del sector privado avanzó en 1 032.8 millones de dólares (Ver Cuadro 4), ésta se encontraba un poco contenida por las expectativas devaluatorias que existían en ese momento en la economía mexicana. Las tasas de interés reales de entre 1.0 y 2.0% en el mercado norteamericano parecen haber motivado poco la contratación de créditos por parte del sector privado mexicano.

Para los años de 1974 a 1981 los dos mercados presentaron tasas de interés reales negativas, a excepción de los años 1978-1981. Como se puede observar en la Gráfica 2 y el Cuadro 7 las tasas de interés reales eran en promedio más negativas en México que en el extranjero (como efecto de la inflación). Esto parece que podría alentar la contratación de créditos en el mercado local, sin embargo, esto no sucedió debido a que existía una cierta escasez de recursos financieros, que en su mayoría eran absorbidos por el sector público (58.5% de la deuda interna y externa, Ver Cuadro 1).

FALLA DE ORIGEN

Ahora se analiza brevemente, que significaron las tasas de interés reales negativas en el mercado extranjero para el sector privado en México. Como ya se vió en párrafos anteriores, cuando el presatario puede conseguir un préstamo a una tasa de interés nominal del 6% y los precios se incrementan en un 10%. Se pueden tomar esos dolares a crédito para invertir y producir bienes, que posteriormente se venderán (un año más tarde) y obtener así una ganancia del 4%, lo que significa que el costo real de endeudarse es negativo, aunque se esté pagando una tasa de interés nominal del 6%. En México, durante la década de los setentas el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) crecía en promedio 17.82 por ciento anual, mientras los Bonos del Tesoro de Estados Unidos se mantuvieron en un promedio de 8.3 por ciento de 1971 a 1981. Si se puede tomar como ejemplo estos dos indicadores, resultaría una tasa de interés real negativa de -9.52. ¿Por qué?, bueno pues por que los créditos se conseguían a las tasas vigentes en el mercado noertamericano pero se invertían en México y los bienes que se producían con estos dólares se vendían a los precios vigentes en nuestro país, ello proporcionaba favorables beneficios para la iniciativa privada, la Gráfica 5 muestra claramente ésta observación. Las Gráficas 3 y 4 muestran una comparación entre las tasas de interés nominales y la inflación entre México y Estados Unidos respectivamente.

Un elemento central para que los diferenciales en las tasas de interés influyan en el endeudamiento externo, es la ausencia del riesgo cambiario. En efecto, aún con una pronunciada brecha entre el costo del dinero en el mercado local e internacional, ésta no es operativa -en el sentido de alentar la contratación de deuda externa- en tanto existan expectativas devaluatorias.

En el periodo inmediato anterior a la devaluación de 1976 la posibilidad de que esta tuviera lugar fue una amenaza permanente. En estas condiciones aún existiendo diferenciales entre el costo del dinero en el mercado local y el mercado internacional, la tendencia a contratar deuda externa parece haber estado contenida un poco.

A partir de 1978, con la exportación de los excedentes petroleros se inicia un periodo de pronunciada reactivación: la inversión (pública y privada), el producto, el empleo y las utilidades empresariales se dinamizan. Pero lo importante en este análisis es destacar los efectos del "boom" petrolero sobre las expectativas de riesgo cambiario. México es visto interna y externamente, como un país en expansión y la fortaleza del peso se supone garantizada por el creciente volumen de exportaciones y reservas petroleras. Bajo estas condiciones el diferencial entre las tasa de interés locales e internacionales acentúa su generación como causa de contratación de deuda externa.

ii) *El riesgo cambiario previsible.*

Cuando diversos indicadores sugieren que la moneda local se devaluará con respecto a otras monedas (en este caso el dólar), las empresas reducirán su contratación de créditos externos y, ante la inminencia de una devaluación, es posible incluso que adelanten el pago de sus pasivos en moneda extranjera.

1.2 LA FORMACION DE GRANDES GRUPOS DE CAPITAL PRIVADO NACIONAL Y SU FORMA DE FINANCIAMIENTO.

Durante la década de los setenta tiene lugar un importante proceso de centralización y concentración de capitales en México. Es precisamente en este periodo, cuando se consolidan los monopolios en la economía mexicana e inician un proceso de expansión económica que tiene como base la disponibilidad de crédito externo barato y abundante para la compra de empresas. El objetivo de la centralización, parece haber sido en términos generales, la diversificación de las empresas, la comercialización y distribución de los bienes producidos por ellas, lo que en conjunto les permitía la expansión de su espacio económico⁽⁶⁾. Si se excluye a Petróleos Mexicanos (Pemex) parece haber sido el capital privado nacional, organizado como grupo o como gran empresa, el principal protagonista de dicho fenómeno.

Ahora bien, ¿qué es lo que define a un grupo como tal?. El grupo constituye una articulación de distintas fracciones de capital (bancario, industrial, comercial) en torno a una estrategia global de valorización del capital⁽⁷⁾. En las economías capitalistas más avanzadas los grupos presentan estas características en forma desarrollada; constituyen un ámbito de poder financiero sobre el cual se sustenta con frecuencia un poder tecnológico.

En una economía subdesarrollada y semi-industrializada la tendencia a la agrupación también suele ser un fenómeno presente, aún cuando estos grupos disponen de un poder financiero marcadamente inferior al de los grupos internacionalizados. Este elemento está en la base del reparto del espacio económico nacional entre el capital extranjero, el capital privado local y el capital estatal y define la negociación, así como la asociación entre los agentes.

En un trabajo que abarca el periodo 1973-1979, E. Jasso⁽⁸⁾ ponía de manifiesto la dinámica -mayor que las de las grandes empresas transnacionales y públicas- que han tenido 23 grupos de capital privado nacional.

Entre las causas que destacan en el trabajo citado para explicar el crecimiento diferenciado de los grupos y empresas se encuentran las siguientes:

- El apoyo indiscriminado a favor del capital privado nacional que proveyó el Estado, a través de estímulos fiscales, créditos, subsidios e insumos, mercados cautivos, etc.
- El proceso de formación de *holdings* (*compañías tenedoras*), que habrían contribuido a aumentar el monto de ventas de los grupos de capital privado nacional.

Este proceso de crecimiento de los grupos se realizó a gran ritmo durante el ciclo de expansión 1978-1981. La revista *Expansión del 19 de Agosto 1981* incluía, en 1979, dentro de las 500 empresas más grandes, tan sólo 39 grupos, en 1980 detectaba 90 y en 1981 la cantidad alcanzaba a 120.

Al interior del grupo de las 500 mayores empresas, tiene lugar durante el periodo (1978-81), un incremento en la participación de las 50 mayores; mientras que en 1979 éstas representaban el 53% de las ventas totales de las 500 más grandes, en 1980 dicho porcentaje había aumentado a 56.5%.

En suma, a lo largo de la década de los setentas -y en especial en los últimos años del decenio se concreta un importante avance de ciertos grupos de capital privado nacional. El avance se apoyó, en una parte significativa, en la adquisición de empresas ya constituidas⁽⁹⁾.

¿ Cómo financiaron su expansión estos grandes grupos?. Como ya se describió más arriba éstos recibieron importantes estímulos del Estado. Por ejemplo, del financiamiento otorgado por la vía del FOMEX (Fomento a la Exportaciones) durante 1978 y 1979 el 39.7% se concentró en 23 grupos o grandes empresas de capital privado nacional. En cuanto al FONEI (Fondo de Equipamiento industrial) del total otorgado en los años 1977, 1978, y 1979, 35.7% fue absorbido sólo por 24 grupos. Con respecto a los CEPROFIS (Certificados de Promoción Fiscal), 49.6% de esos estímulos radicó en 27 grupos. En conjunto en 1979 y 1980, 11 grupos y grandes empresas de capital privado nacional recibieron el 19.2% otorgado por el Estado a través de CEPROFIS, FONEI, FOMEX y subsidios de vigencia anual a importaciones.⁽¹⁰⁾

A la vez el autofinanciamiento del grupo pudo haber jugado cierto papel ya que las utilidades durante el periodo (1978-81) tuvieron un comportamiento muy dinámico al tiempo de que existieron fuertes estímulos fiscales por la reinversión de las utilidades en el grupo (en particular se eximió el pago del 21 % de impuesto sobre el reparto de utilidades, mientras estos dividendos se relocalizaban dentro del grupo). Sin embargo, es de notar que el autofinanciamiento parece haber estado neutralizado por las ventajas, también fiscales del incremento de los pasivos.

Por último, El Financiamiento Externo jugó un papel principal en la expansión de los grupos. El Cuadro 8 nos muestra la participación que 10 grupos de capital privado nacional tenían a diciembre de 1981 en el financiamiento total (interno y externo) otorgado al sector privado.

Estos 10 grupos reunían el 17.5% del financiamiento total al sector privado, pero en tanto absorbieron el 10.6% del financiamiento interno, asumieron el 34.4% del externo. Esto nos muestra tanto la concentración del crédito externo al sector privado en unos pocos pero poderosos grupos, como lo marca la inclinación hacia el endeudamiento externo de éstos (el 60% de su deuda total a diciembre de 1981 era deuda externa).

CUADRO 8
PARTICIPACION DE 10 GRUPOS EN EL FINANCIAMIENTO TOTAL
(INTERNO Y EXTERNO) DEL SECTOR PRIVADO
(saldos en millones de pesos) 1981

| | Financiamiento Total | | Financiamiento Externo | | Financiamiento Interno | |
|---------------------------|----------------------|-------------|------------------------|-------------|------------------------|-------------|
| | \$ | % | \$ | % | \$ | % |
| Alfa | 76,170 | 4.5 | 54,500 | 11.0 | 21,570 | 1.8 |
| Visa | 55,099 | 3.2 | 22,846 | 4.6 | 32,253 | 2.7 |
| Banamex | 29,259 | 1.7 | 15,496 | 3.2 | 13,253 | 1.1 |
| Vitro | 29,083 | 1.7 | 19,405 | 3.9 | 9,677 | 0.8 |
| Desc | 27,486 | 1.6 | 15,137 | 3.0 | 12,349 | 1.0 |
| Ica | 26,603 | 1.6 | 15,082 | 3.0 | 11,521 | 1.0 |
| Cydsa | 17,703 | 1.1 | 11,700 | 2.3 | 6,003 | 0.5 |
| Peñoles | 15,008 | 0.9 | 4,812 | 1.0 | 10,195 | 0.9 |
| Cermoc | 13,111 | 0.7 | 7,173 | 1.4 | 5,938 | 0.5 |
| Gissa | 8,318 | 0.5 | 4,794 | 1.0 | 3,524 | 0.3 |
| Total de 10 Gpos. | 248,614 | 17.5 | 170,497 | 34.4 | 126,797 | 10.6 |
| Total Sec. Privado | 1,666,166 | 100 | 498,266 | 100 | 1,197,900 | 100 |

Fuente: Cuadro citado en el trabajo de J.M Quijano (1985), Pág. 128.

Cierto es que no todos los grupos tuvieron la misma inclinación hacia el financiamiento externo. El grupo Bancomer -que no aparece en el cuadro- es un ejemplo de esto último. La firma Frisco, la más importante de este grupo, no declara deuda externa alguna ante la Bolsa de Valores en diciembre de 1981. En el otro extremo el grupo industrial Alfa concentra en la misma fecha el 71.5% de sus pasivos como deuda externa (casi la mitad de corto plazo). Otro grupo de notoria vinculación con bancos muestran una mayor participación de deuda interna en su financiamiento total: este es el caso de Visa (vinculado a Serfin) y de Peñoles (a Cremi).

Quiere decir entonces que en ausencia de un poder financiero pleno los grupos en la economía mexicana crecen apoyándose en recursos financieros ajenos al grupo y externos a la economía en que se desenvuelven. Si se toma en cuenta que la deuda externa contraída por el sector privado en su conjunto, entre 1978-1981, es mayoritariamente de corto plazo (72.7% del total) (Ver Cuadro 4), se puede suponer que el crecimiento de estos grupos se sustentó en recursos externos de corto plazo, con lo cual la fragilidad de esta forma de expansión sería aún más notoria.

Las cifras del Cuadro 9 avalan esta suposición pero muestran, por otra parte, diferencias importantes entre los mismo grupos. Observese, por una parte, que los 9 grupos considerados (los mismos del cuadro anterior a excepción de Ica para el que no se encontró información desagregada en plazos) concentran el 69% de sus pasivos externos en el largo plazo, en tanto sólo el 30% restante es de corto plazo.

CUADRO 9
DISTRIBUCION PORCENTUAL DEL SALDO DE LA DEUDA EXTERNA
DE ACUERDO A PLAZO DE CONTRATACION PARA 9 GRUPOS DE
CAPITAL PRIVADO NACIONAL, 1981.

| GRUPO | Corto Plazo | Largo Plazo | T O T A L |
|------------------------|-------------|-------------|------------|
| 1) Alfa | 47.6 | 52.4 | 100 |
| 2) Visa | 22.6 | 77.4 | 100 |
| 3) Vitro | 8.3 | 91.7 | 100 |
| 4) Banamex | 27.4 | 72.6 | 100 |
| 5) Desc | 41.6 | 58.4 | 100 |
| 6) Cydsa | 8.0 | 92.0 | 100 |
| 7) Peñoles | 8.8 | 91.2 | 100 |
| 8) Cermoc | 38.4 | 61.6 | 100 |
| 9) Gissa | 20.9 | 79.1 | 100 |
| Total de Grupos | 30.6 | 69.4 | 100 |

Fuente: Cuadro citado en el trabajo de J.M Quijano (1985), Pág. 131.

Nótese, por otra parte, que al interior de este conjunto de grupos se observan comportamientos disímiles: en tanto Alfa, Desc, Cermoc, Gissa, Visa y Banamex muestran una importante participación de la deuda de corto plazo (particularmente los tres primeros), otros grupos como Cydsa, Peñoles y Vitro concentran su deuda externa en el largo plazo (aproximadamente el 95%).

La información de los cuadros 8 y 9 se refiere a los saldos de deuda externa privada. La importante gravitación de la deuda de corto plazo en los saldos de 6 de los 9 grupos que se han analizado resulta plenamente compatible con el sesgo hacia el corto plazo que predominó en el ciclo de expansión de 1978-1981, para el conjunto del sector privado.

Se puede resumir entonces, para este apartado (1.2) que:

- El financiamiento externo tiene una elevada participación en el financiamiento total de los grandes grupos de capital privado nacional.
- Seis de los nueve grupos analizados asumieron en un porcentaje significativo deuda de corto plazo.
- Los elementos anteriores explican la extrema fragilidad de la expansión de los grupos en el ciclo de expansión 1978-1981.
- La lucha por el espacio económico
- insuficiencia de ahorro interno.

1.3 BALANCE GLOBAL DEL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS PRIVADAS EN MEXICO.

El balance sobre el patrón de financiamiento que siguió el sector privado en México durante la década de los setenta arroja resultados negativos que pueden ser utilizados -o considerados- como experiencia para la conformación y estructuración de un nuevo patrón de financiamiento de la actividad económica.

En el periodo 1970-1981 la deuda externa del sector privado pasó de 1,828.2 millones de dólares en 1970 a 21,900.0 millones de dólares en 1981. Es decir, se multiplicó por más de once al cabo del periodo. Esto significa una Tasa de Crecimiento Promedio Anual del 25.3%. En su totalidad estos créditos dependían principalmente de una variable exógena a la economía y fuera del control de la política económica de México: las Tasas de Interés Internacionales. Esto da una visión de lo poco o casi nulo que puede ser manejado un problema de endeudamiento externo y que no se diga de un problema de sobreendeudamiento.

Otra experiencia que criticó este patrón de financiamiento es que el crecimiento y financiamiento de la inversión privada hubiera sido más sano si se hubieran diversificado las fuentes de financiamiento, es decir, buscar el fomento de las empresas a través de otros instrumentos financieros.

Tal vez, observando el problema desde otra óptica, el financiamiento externo -en forma de endeudamiento- no es que haya sido malo, sino que las condiciones prevalecientes en el mercado interno (escasez de recursos financieros y alto costo) como en el internacional (abundancia de recursos financieros a bajo costo) lo hacían el más atractivo en ese momento. Sólo que con ésto, se debió haber considerado también el comportamiento y estimación de variables macroeconómicas y microeconómicas, en condiciones de choques externos, como la baja en los precios del petróleo, recesión de los mercados internacionales con la consecuente dificultad de expansión de los mercados de exportación, el deterioro de los términos de intercambio y los incrementos en las tasas reales de interés internacionales.

Una experiencia más que arrojó el modelo de financiamiento que se ha descrito, es que México no logró consolidar un modelo de financiamiento que integrará la actividad financiera con la actividad productiva, porque la mayor parte de los recursos internos se canalizaban al financiamiento del gasto público, y el sistema financiero mexicano no logró crear una profundización del ahorro interno que se canalizará a la inversión productiva.

CAPITULO I
N O T A S
(REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS)

¹ Quijano, José Manuel; "La Deuda Externa Mexicana en el Periodo 1970-1984." En finanzas, desarrollo económico y penetración extranjera. Universidad Autónoma de Puebla, (1985), pp. 69-150.

² El acceso a este tipo de financiamiento no se distribuyó de manera equitativa al interior de este sector, y esto tiene que ver con el tamaño de la empresa y con el capital que predomina al interior de ella.

³ J. Cesar y Roos, Jaime; Comercio Exterior y Acumulación de Capital en un Proceso de Sustitución de Importaciones. Mimeo, CIDE (1983).

⁴ Op. cit pp. 123.

⁵ Dornbusch Rudiger, Fischer Stanley; Macroeconomía, Cap.5, Pág. 190, Quinta Edición. Ed. Mc. Graw Hill (1991).

⁶ Para mas detalles sobre estas ideas consultar, Basave Kunhard; Jorge; Los Grupos de Capital Financiero en México Evolución y Estructura. Tesis Doctoral, FE UNAM, (1995).

⁷ Op. Cit (1985), pp. 69-150.

⁸ Jacobs, E.; Evolución Reciente de los Grupos de Capital Privado Nacional. En Economía Mexicana No.3 CIDE, México (1981).

⁹ Op. Cit (1995).

¹⁰ Quijano, José Manuel; (1985).

(*) Fórmula para calcular la Tasa de Interés Real es:

$$I_r = \text{Tasa de Interés Nominal}/100 - \text{Inflación}/100$$

CAPITULO II
LA GLOBALIZACION FINANCIERA Y
EL NUEVO PATRON DE FINANCIAMIENTO

2.1 EL FENOMENO DE LA GLOBALIZACION FINANCIERA Y LA NUEVA INSERCIÓN DE MEXICO EN EL MERCADO MUNDIAL DE CAPITALS

La Globalización Financiera se define como la generación de una estructura de mercado caracterizada por el comercio de capitales a nivel mundial, por parte de agentes que consideran las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de su actividad y que representa una mayor diversificación y expansión de las fuentes y usos de fondos financieros. (*)

El motor principal de este proceso ha sido, como en todo fenómeno de competencia, la generación de ganancias extraordinarias por parte de los emisores e intermediarios financieros, producto de *las innovaciones tecnológicas en instrumentos, mercados, mecanismos de transacción, de difusión e información, etcétera.*

La globalización representa en lo fundamental, el conocimiento a bajo costo de la evolución y comportamiento de los mercados financieros mundiales, de modo que los recursos e intermediarios financieros, alimentados por las discrepancias en los rendimientos de los activos nacionales, han adquirido libre movilidad para dirigirse y ubicarse prácticamente en cualquier mercado del mundo, y de manera casi instantánea. (2)

Cabe señalar, que el Fenómeno de La Globalización Financiera ha sido el resultado de un proceso más general, que tiene que ver con el conjunto de cambios estructurales sufridos por el sistema financiero internacional en la década de los setentas. Bajo esta perspectiva, se pueden identificar algunos de los elementos más generales del proceso, en el entendido de que este fenómeno es producto de un conjunto de factores interrelacionados dinámicamente. De allí que resulte complejo señalar o identificar algún elemento específico, como determinante principal y exclusivo del fenómeno.

(*) La Globalización Económica, hace referencia a un nuevo nivel de actividad que está internacionalizando la vida económica, social y política de las naciones, cuyos rasgos son: a) la creación de un mercado de alcance global, principalmente en el sector financiero; b) regionalización del espacio económico mundial; c) alianzas estratégicas y fusiones de empresas monopólicas de distintos sectores; d) coordinación de políticas macroeconómicas de las principales potencias y d) interdependencia productiva.

Al igual que en la historia de las innovaciones tecnológicas en diferentes sectores industriales y considerando la racionalidad del comportamiento de los agentes económicos, los cambios en las condiciones económicas mundiales, producto de *shocks* de oferta y demanda, al afectar al sector financiero, estimularon las investigaciones dirigidas a la maximización de beneficios y a la reducción de riesgos en el manejo de las carteras o portafolios financieros. Dichos cambios han afectado a emisores, inversionistas, intermediarios, instrumentos, mercados, sistemas y normas de regulación, métodos de intercambio y muchos otros.

En este contexto de cambios, uno de los más importantes que trastocó el sistema económico mundial fue el *shock* petrolero de 1973 que generó, por un lado, distorsiones en mayor o menor grado en las cuentas corrientes de las balanzas de pagos tanto de los países industrializados importadores de petróleo como en la de los exportadores. Casi instantáneamente los primeros vieron cambiar el signo de sus balanzas comerciales.

En términos financieros, este fenómeno provocó un cambio importante en las direcciones de los flujos de ahorro e inversión, así como la necesidad de un mayor desarrollo de los mercados financieros, para la colocación de recursos crecientemente capitalizados por las naciones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y para el financiamiento del déficit de los países industrializados y de otras naciones prestatarias.

Por otro lado, el aumento de los precios del petróleo provocó un aumento sustancial en los costos de producción de las empresas, iniciándose así un proceso inflacionario mundial, que desencadenó una gran variabilidad en las tasas de interés internacionales y la adopción de sistemas de tipos de cambio flexibles en las principales naciones industrializadas.

El incremento en la volatilidad de las tasas de interés es uno de los factores económicos que más importancia ha tenido en la explicación de la Globalización Financiera. En la década de los cincuenta, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos fluctuaron entre 1 y 3% anual. En los setentas, la volatilidad se hizo mayor debido a que las tasas de interés fluctuaron entre 4 y 11.5%, y aumentó aún más en los ochentas, sobre todo en la primera mitad de la década, pues entonces variaron entre un 5 y 15% anual.

Esta alta volatilidad provocó grandes ganancias o pérdidas de capital asociadas con una elevada incertidumbre por parte de los inversionistas, que a su vez representó un gran estímulo para la innovación financiera y el desarrollo de nuevos mercados, tales como el de futuros, opciones y otros productos derivados, dirigidos a generar una mayor y más fácil creación de liquidez, así como a reducir o transferir los riesgos. Tal fue el caso de los mercados de futuros que comenzaron a operar en el año de 1973. Más recientemente se ha creado otro tipo de mecanismos, como los *swaps* de tasas de interés, de monedas y de otros productos.

La adopción a principios de los setentas, de un sistema de tipo de cambio flexible obedeció, entre otros factores, a la necesidad por parte de cada país, de responder rápidamente a las variaciones inflacionarias interna y externas, con objeto de afectar mínimamente a sus balanzas de capitales y, con ello, a la acumulación de reservas de la balanza de pagos.

La volatilidad de los tipos de cambio, al incrementar el riesgo cambiario y desequilibrar la paridad de las tasas de interés entre activos y sustitutos internos y externos, ofreció la oportunidad de un gran arbitraje entre eurodepósitos y mercados de cambio a futuro, convirtiendo así al comercio de divisas extranjeras en una parte integral de las actividades de los euromercados y de la globalización.

Un factor económico adicional que propició un mayor desarrollo del sistema financiero, fue la distorsión en las fuentes y usos de fondos de las empresas, provocada a su vez por la depresión económica, derivada del *shock* petrolero, el inicio de un periodo de lento crecimiento económico mundial y el incremento en las volatilidades de las tasas de interés, el tipo de cambio y la inflación mundiales.

En este sentido, el deseo de las corporaciones productivas de reducir sus elevados costos financieros, se vió favorecido por el incremento de sus respectivas relaciones *valor neto/activos totales* producto fundamentalmente de la caída en la inversión. Esto significó una reducción en el endeudamiento, vía sistema bancario, en favor del autofinanciamiento.

Adicionalmente, las empresas desarrollaron la estrategia de diversificar las fuentes externas de financiamiento, mediante la expansión de la emisión de bonos y acciones denominadas en moneda extranjera y la tendencia a la diversificación de instrumentos tales como bonos convertibles.

De manera paralela a los cambios económicos generales, se dio un conjunto de cambios tecnológicos que coadyuvaron a la innovación financiera. A lo largo de las últimas décadas se desarrolló una nueva tecnología en computación y se modernizó considerablemente el sistema mundial de telecomunicaciones.

Estos avances tecnológicos han favorecido la difusión de la información a nivel mundial, que ha contribuido a perfeccionar el arbitraje entre mercados y, por tanto, a reducir los diferenciales entre los rendimientos de activos financieros denominados en diferentes monedas. Igualmente, han favorecido la titularización de gran parte de activos financieros, en especial los que se encuentran en posesión de los Inversoristas Institucionales(*). Sólo a través de una revolución en la tecnología mediante el uso de la computadora, se han podido agrupar un conjunto de activos automatizados, invertirlos, recolectar sus rendimientos y distribuirlos entre sus propietarios.

El desarrollo tecnológico en la informática ha provocado el comercio de activos financieros por medio de las computadoras. La nueva tecnología de los sistemas de comunicación ha aumentado la integración de los mercados en el mundo y ha hecho factible la negociación financiera durante las 24 horas del día.

En suma, en el ámbito financiero, la tecnología aplicada a las telecomunicaciones ha generado la posibilidad de realizar operaciones simultáneas entre diferentes mercados, sin enfrentar barreras de tiempo, espacio o especificación, con lo cual se han sentado, en forma cada vez más amplia, las bases para lo que pudiera ser un mercado mundial automatizado.

Por lo que respecta a la regulación en los mercados financieros, baste mencionar que durante la década de los setenta, la volatilidad de las tasas de interés, de la inflación y de los tipos cambiarios hicieron también más onerosas las restricciones regulatorias a las instituciones financieras, en especial en Francia, Gran Bretaña, Japón y Estados Unidos. A consecuencia de ello se alentó la innovación financiera a través del desarrollo de vías legales en términos de instrumentos, mecanismos y mercados, para evitar los efectos restrictivos a la regulación.

(* Inversoristas Institucionales, se refiere a diversos agentes que a través de la compra-venta de títulos-valores proporcionan liquidez a una amplia gama de prestanistas. Entre estos operadores de crédito se encuentran las grandes Sociedades de Inversión (originalmente especializadas en la emisión y colocación de valores, Merrill Lynch, Morgan Stanley, etc), empresas minoristas denominadas Fondos Mutuales, que centralizan ahorros de medianos y pequeños inversores, Fondos de Protección que son empresas especializadas en operaciones especulativas de corto plazo, los Fondos de Pensiones que administran los ahorros para el retiro de los trabajadores, que son los que movilizan los mayores montos de crédito y finalmente las Compañías de Seguros que movilizan sus fondos de reserva para la compra de valores.

A partir de los setentas y hasta la fecha, los cambios en materia de desregulación han sido significativos y han contribuido, por otras vías, a acelerar el proceso de globalización financiera. Entre estos cambios cabe mencionar los procesos de desregulación que han experimentado países como Japón, quien instrumentó leyes que posibilitaron la creación de bonos gubernamentales convertibles de deuda externa y la participación tanto de capital extranjero como de emisoras extranjeras en sus mercados de valores. El *bin bang* inglés y la Ley de Servicios Financieros, permitieron la liberalización del mercado. Las reformas económicas de los países europeos dirigidas a la integración financiera de la Comunidad Económica Europea, representan un serio cuestionamiento al principio de trato nacional norteamericano en favor de un principio de reciprocidad.

Por otra parte, la generación de una nueva estructura financiera basada en la idea de una banca universal es otro señalamiento de los rápidos cambios que está experimentando el proceso de regulación en los ámbitos financieros internacionales.

Los cambios en las estructuras de los sistemas bursátiles y financieros van acompañados de la creación de nuevas formas de operación, que implica innovación en los instrumentos y mecanismos de operación. La creación de éstos es producto de la necesidad de los inversionistas de reducir sus riesgos, así como de tener acceso a las ganancias derivadas de la combinación adecuada de las diferentes alternativas que ofrecen estos productos.

Con las características de las innovaciones, los nuevos productos financieros pueden dividirse en tres categorías: los de transferencia de riesgo-precio, los de transferencia del riesgo-crédito y finalmente, los que generan liquidez.

Los primeros, tal vez los más importantes, permiten la transferencia directa del Riesgo-Precio a una contraparte denominada "especulador", quien se encuentra dispuesto a asumirlo y cuya existencia es imprescindible para el mercado, ya que toma la posición contraria a los agentes que buscan la cobertura del riesgo.

Los nuevos instrumentos que se ofrecen a los inversionistas son conocidos como productos derivados, denominados así por que su valor depende del valor de uno o varios instrumentos básicos. En muchas ocasiones dichos productos dependen del valor de determinada acción o bono, aunque también pueden basarse en otras variables financieras tales como las tasa de interés, tipos de cambio e índices bursátiles representativos de sectores o de un mercado en su conjunto. Los productos derivados más comunes son los futuros, las opciones y los *swaps* tanto de tasas de interés como de tipos de cambio y de algunos otros productos.

Se define como *Futuros* a los instrumentos que reflejan un acuerdo entre dos participantes para comprar o vender un activo en una fecha futura y a un precio determinado. Sus características más importantes son que el acuerdo entre los participantes es estandarizado y que el precio constituye su única variable.

La transacción con futuros puede producirse por dos motivos: la ventaja que proporciona al especulador su alto apalancamiento y su elevado grado de liquidez, y el proceso de protección que implica reducir o transferir el riesgo derivado de las tasas de interés y del tipo de cambio.

Las Opciones otorgan al tenedor el derecho, pero no la obligación, de comprar (call option) o vender (put option) un instrumento dentro de cierto plazo y a un determinado precio. Las Opciones pueden ser un activo, bonos, contratos a futuro, tasas de interés, tipo de cambio, índice de acciones, etc. En estos instrumentos, la contraparte paga una prima por el privilegio de comprar o vender el instrumento al precio prefijado.

Los Swaps constituyen acuerdos entre dos participantes para intercambiar flujos de dinero en fechas futuras específicas, derivados de la aplicación de una fórmula sobre tasas de interés o tipo de cambio, convenida por ambas partes. Estos instrumentos permiten sacar ventajas del arbitraje entre el mercado de bonos a tasas fijas y la tasa flotante del mercado de crédito a corto plazo. Así, tanto los Swaps de tasa de interés como de tipo de cambio, no implican el intercambio del principal, dado que el monto de riesgo es el monto de interés o de tipo de cambio pagable. En los últimos años, y a consecuencia del problema de deuda externa de los países del tercer mundo, se han desarrollado los Swaps de deuda.

Los instrumentos que transfieren el Riesgo-Crédito lo hacen a través de la negociación de documentos de préstamo como las letras de crédito, las facilidades para la emisión de letras, los préstamos transables, el factoraje, el arrendamiento financiero y todos los derivados del proceso de valoración de activos, lo cual ha tomado tres formas: las ventas y comercio de préstamos bancarios, la emisión de valores que actúan como sustitutos de los préstamos, tales como el papel comercial, los pagarés de tasa flotante y los europagarés, y finalmente, la emisión de valores de activos respaldados.

Por último, los Instrumentos que Generan Liquidez permiten la negociación de instrumentos financieros como las hipotecas con garantía colateral, las facilidades para la transferencia de préstamos, etc. En la actualidad la compra o emisión de esos instrumentos se da en forma combinada, lo cual permite a los participantes reducir los riesgos no sistemáticos existentes en el mercado.

La dinámica en la creación de estos productos ha contribuido a mejorar la eficiencia de los mercados financieros, toda vez que sus precios reflejan en mayor medida la información disponible en un momento determinado.

LA NUEVA INSERCIÓN DE MÉXICO EN EL MERCADO MUNDIAL DE CAPITALS

En esta parte, se planteará un poco el caso de los bonos, por ser éste el instrumento más utilizado para la captación de recursos financieros del exterior, más adelante se adentrará al uso de otros instrumentos, hasta llegar a los ADR'S.

Antes de la crisis de la deuda externa en México (Agosto de 1982) el país participaba activamente en el mercado mundial de Bonos. Sin embargo, a partir de 1982 el mercado de bonos se cerró para México y otros países de América Latina. La falta de acceso al mercado se derivó directamente de los graves problemas estructurales de la economía, y que se expresaban en la balanza de pagos del país. Esto obligó a aplicar severos programas de ajuste macroeconómico, solicitar asistencia financiera al FMI y al Banco Mundial y reprogramar en forma sucesiva los compromisos de sobreendeudamiento con la banca comercial internacional.

Tuvieron que pasar varios años para que la banca privada internacional reabriera en alguna medida sus canales de financiamiento a algunos países deudores.

El restablecimiento del crédito internacional por la banca privada extranjera a algunos países fuertemente endeudados, se produjo cuando en las naciones capitalistas desarrolladas empezó a consolidarse el proceso de reestructuración productiva y de circulación del capital. Especialmente el proceso de la modernización financiera. A la par, en algunos países deudores (no en todos), las reformas estructurales comenzaron a prosperar modificando con ello sus perspectivas económicas y generar mayor confianza entre los inversionistas extranjeros.

A estas economías se está canalizando preferentemente esos flujos de préstamos de la banca privada internacional. El crédito se vuelve una necesidad para sostener sus procesos de modernización económica. En el caso concreto de México, la reinserción al sistema de crédito privado operó principalmente a través de la emisión de bonos. ³

El aislamiento casi total de México en el mercado mundial de bonos empezó a romperse en 1989. Un acontecimiento decisivo en la reapertura del mercado de bonos ocurrió en 1989, cuando el Bancomext captó 100 millones de dólares por medio de una colocación privada en el mercado de eurobonos; ésta fue la primera emisión de una entidad estatal mexicana desde 1982.

El volumen de operaciones se expandió notablemente en 1990 (Ver Cuadro 10). Los prestatarios han sido tanto organismos públicos como empresas privadas reconocidas. Cabe señalar, que Pemex ha efectuado la mayor cantidad de operaciones. Antes, los emisores públicos fueron únicamente instituciones financieras y empresas productoras de bienes y servicios. Sin embargo, en febrero de 1991 se colocó una emisión por 300 millones de marcos, que constituyó la primera operación del Gobierno como prestatario soberano realizada en el mercado de eurobonos en diez años.

CUADRO 10
COLOCACIONES DE BONOS Y PAPEL COMERCIAL EN EL EXTERIOR POR EL
SECTOR PRIVADO NO BANCARIO 1987-1994.
(en millones de dólares)

| Años | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|
| Bonos | 615.8 | 419.6 | 223.3 | 854.2 | 1957.8 | 3091.5 | 6803.7 | 10311.8 |
| Papel Comer. | - | - | - | 88.0 | 276 | 1064.0 | 1745.0 | 1277.0 |
| Total | | | | 942.2 | 2233.8 | 4155.5 | 8548.7 | 11588.8 |

Fuente: Banco de México, Subdirección de Investigación Económica, Sistema de información económica. SIE-BANXICO.

Las emisiones se han denominado no sólo en dólares estadounidenses sino también en marcos alemanes y, en un caso, en schillings austriacos.

Varios factores han contribuido al regreso de los emisores mexicanos al mercado internacional de capitales. Por el lado de la demanda, hay inversionistas interesados en diversificar sus carteras mediante la incorporación de instrumentos financieros con un rendimiento relativamente alto. Por otra parte, el restablecimiento de la estabilidad macroeconómica y el progreso en la reforma económica, orientada a dar mayor ponderación a las fuerzas del mercado, ha inspirado la confianza de los inversionistas extranjeros. Las previsiones favorables sobre el rumbo de la economía mexicana se reforzaron cuando las autoridades anunciaron a mediados de 1990 su decisión de reprivatizar la banca comercial del país, así como su intención de comenzar negociaciones con Estados Unidos y Canadá para construir una zona de libre comercio. La reprogramación y la disminución de la carga de la deuda despejó el camino para las relaciones financieras futuras con acreedores privados internacionales, nublada temporalmente, por la coyuntura de crisis en la economía mexicana.

En escala microeconómica, la solvencia financiera de los emisores ha sido condición necesaria para que tengan acceso al mercado, sobre todo las empresas privadas a las que se les suele atribuir mayor riesgo comercial que a los organismos públicos.

Otro elemento que ha contribuido a que la comunidad inversora de buena acogida a los bonos es que varios de los emisores tienen ingresos cuantiosos de divisas por concepto de exportaciones. Empresas orientadas principalmente al mercado interno han tenido a veces que constituir garantías especiales para lograr mayor aceptación de los inversionistas.

Por el lado de la oferta, el principal factor que ha inducido a empresas mexicanas a acudir al mercado internacional de capitales ha sido la insuficiencia y el alto costo del financiamiento interno. Los mercados crediticios nacionales carecen de la profundidad y diversidad necesarias para cubrir todos los requerimientos financieros de las grandes empresas, tanto públicas como privadas, que realizan importantes proyectos de inversión encaminados a expandir su capacidad productiva. Por otra parte, en México las tasas de interés internas son muy elevadas en términos reales. Por ello el financiamiento externo ha sido atractivo, a pesar de su costo relativamente alto en términos internacionales y del riesgo cambiario inherente a los créditos denominados en moneda extranjera.

Además de la insuficiencia y del elevado costo de los créditos internos, los emisores mexicanos de bonos fueron motivados probablemente por el deseo de diversificar sus fuentes de financiamiento y sostener sus procesos de modernización tecnológica y de expansión al mercado mundial.⁽⁴⁾

Por otro lado, en un principio el costo del financiamiento obtenido en el mercado externo era muy elevado: el rendimiento inicial de las primeras emisiones fluctuaba en siete u ocho puntos porcentuales por encima de la libor de seis meses. Además de compensar a los inversionistas por el riesgo vinculado al país, el alto rendimiento quizá reflejaba ciertas deficiencias del mercado respecto a la medición de la calidad crediticia de las entidades emisoras. Hasta cierto punto fue un precio que hubo que pagar por regresar al mercado. No obstante, a medida que avanzaba 1990 declinaba el rendimiento de las nuevas colocaciones de entidades públicas mexicanas, el cual llegó a ser de tres o cuatro puntos porcentuales por encima de la libor. En cambio, hacia fines de ese año, las empresas privadas todavía pagaban rendimientos equivalentes a la libor más alrededor de seis puntos, lo que denota el mayor riesgo comercial que el mercado asignaba a estos instrumentos.

La tendencia declinante del premio que se paga por el riesgo de las colocaciones mexicanas demuestra que ha mejorado la confianza de los inversionistas, a medida que éstos han logrado conocer mejor la situación financiera de las entidades emisoras. Por otra parte, la consolidación del proceso de reforma estructural de la economía del país y el fin de la reestructuración de la deuda con la banca comercial también han contribuido a mejorar la clasificación crediticia de los bonos mexicanos.

2.2 LA APERTURA COMERCIAL Y FINANCIERA.

La apertura comercial y financiera que México está llevando a cabo desde hace algunos años, forma parte de un esfuerzo por integrarse a las nuevas corrientes comerciales, financieras y tecnológicas en el mundo.

El mundo está viviendo un proceso de integración, que se da entre países o entre grupos de naciones, y se da como una necesidad para adecuarse al nuevo orden comercial mundial, caracterizado por una fuerte competencia por los mercados, capitales y tecnologías. En este nuevo orden, la competencia comercial ya no se da sólo entre naciones sino entre grupos de naciones, es decir, bloques económicos que se construyen con el fin de ampliar su participación en la producción y comercio mundiales.

En efecto, Estados Unidos protagoniza la integración en América del Norte (TLC); Japón induce el desarrollo del Pacífico asiático, esperando construir el "bloque del yen" ; en tanto que los países europeos aceleran el paso a otro estadio de la integración económica con la constitución del mercado común europeo; al tiempo que el bloque socialista mira a Occidente en busca de tecnologías y financiamientos que le permitan no quedar a la zaga de las mutaciones internacionales en el nuevo centro de gravitación mundial: la Cuenca del Pacífico.

La economía mundial se ve dinamizada, en gran medida por el funcionamiento creciente de megaempresas en la industria, los servicios y las finanzas a escala internacional, dejando a los estados nacionales funciones de regulación económica y social.

El proceso de globalización creciente de la economía ha permitido, por un lado, un nuevo y mejor aprovechamiento de las ventajas comparativas de cada país, a través de los procesos de producción compartida. Por otro lado, el aumento sustancial de las capacidades productivas de regiones y naciones ha obligado a desarrollar nuevas y más ágiles estrategias de comercialización, a nivel mundial, a fin de penetrar en el mayor número posible de mercados.

Las finanzas o el sector financiero, como ya se vió en el apartado anterior, se han caracterizado en los últimos años por un fuerte proceso de globalización. Este proceso, ha requerido que México permita el acceso de otros países a su mercado, para que éstos últimos a su vez también lo hagan.

En el sector financiero, México, Estados Unidos y Canadá han dado un importante paso para avanzar hacia un sistema de integración entre sus sistemas financieros.

La integración de México con sistemas financieros más avanzados también ha requerido de la modernización de su sistema, el cual se ha dado paulatinamente y en etapas. La primera etapa consistió en el proceso de desregulación y liberalización del sector financiero. La segunda etapa fueron las reformas legales y regulatorias, que significaron un cambio completo al marco legal. La tercera etapa fue la privatización bancaria y la formación de agrupaciones financieras. La última etapa, en que ahora nos encontramos, consiste en la apertura gradual de los mercados financieros. (5)

En el marco del Tratado de Libre Comercio (TLC), firmado por México, Estados Unidos y Canadá, nuestro país ha aprovechado la oportunidad que éste representa para incrementar su competitividad en este sector, ya que el Tratado otorga el derecho a los tres países de establecer instituciones financieras bancarias y de valores, así como de otro tipo de servicios financieros auxiliares, en el territorio de las tres naciones, conforme a los siguientes principios básicos:

Primero: El Principio de Trato Nacional, que garantizará un trato no discriminatorio a los prestadores extranjeros respecto a los nacionales;

Segundo: El Principio de Reserva Cautelar, que permitirá a los países establecer reglas que garanticen el sano funcionamiento de sus sistemas financieros nacionales y la protección de los intereses del público;

Tercero: El Principio de Nación más Favorecida, que exigirá a las partes hacerse extensivas todas las concesiones que otorguen a cualquier otro país.

Cuarto: El Principio de Liberación Progresiva, que asegurará un proceso gradual hacia un sistema financiero regional abierto y,

Quinto: El Principio de Reserva Nacional, que excluye del Tratado las actividades de las autoridades financieras que se realizan para llevar a cabo la política monetaria y cambiaria de un país; las que realiza de manera exclusiva la banca de desarrollo; las que forman parte de sistemas de seguridad social, y las conducidas con recursos del gobierno, a menos que estas actividades se realicen por intermediarios financieros en competencia.

(5) Para una información más detallada sobre la Modernización del Sistema Financiero Mexicano y su Integración con otros Sistemas Financieros consultar, Aspe Armella, Pedro; El camino Mexicano de la Transformación Económica, Cap II, Ed. FCE. Ortiz Martínez Guillermo, La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria, Cap 1 y 2, Ed. FCE. Girón, Alicia; Integración Financiera y TLC (retos y perspectivas), Cap. 4, Ed. Siglo XXI.

A partir de estos principios, se acordaron los siguientes elementos centrales de Apertura del Sistema Financiero Mexicano:

Uno: El acceso al mercado mexicano será exclusivamente bajo la forma de empresas subsidiarias. Esto implica que los intermediarios extranjeros que decidan participar en nuestro mercado, tendrán que constituirse como sociedades mexicanas sujetas a las leyes y supervisión de las autoridades nacionales.

Dos: En materia bancaria, la participación agregada máxima de intermediarios canadienses y estadounidenses en México se incrementará de 8 a 15 % durante los primeros seis años de vigencia del Tratado. A partir del séptimo año, se eliminará la restricción, pero entrará en vigor una salvaguarda temporal que permitirá congelar unilateralmente la participación extranjera en el mercado mexicano si esta supera 25 por ciento.

Asimismo, de manera permanente, subsistirá una salvaguarda que permitirá a México congelar temporalmente la participación extranjera cuando peligre la propiedad mexicana del sistema de pagos. Durante los primeros seis años, los bancos extranjeros estarán sujetos a un límite máximo individual de 1.5 por ciento del total del capital del sistema bancario nacional. A partir del séptimo año, este límite individual se eliminará y se establecerá una nueva restricción que limitará las adquisiciones de bancos mexicanos cuando la participación conjunta del banco extranjero adquirente y el adquirido supere 4 por ciento del mercado.

Tres: En las casas de bolsa, la participación agregada máxima en el capital del sistema bursátil mexicano será de 10 por ciento al principio, y 20 por ciento al final, de la transición de seis años. Asimismo, el límite máximo individual durante la transición será de 4 por ciento del capital.

Existe también, una salvaguarda temporal, aplicable después de la transición, en caso de que la participación extranjera supere al 30 por ciento del capital social del sistema bursátil.

Cuarto: El régimen para los seguros prevé dos métodos alternativos para que las aseguradoras canadienses y estadounidenses tengan acceso al mercado mexicano.

En el primero, las compañías que establezcan sociedades con coinversión con mexicanos, podrán incrementar gradualmente su porcentaje de participación accionaria en la institución, de 30 por ciento en 1994, a 51 por ciento en 1998 y a 100 por ciento en el año 2000. Estas compañías no estarán sujetas a límites de participación en el mercado.

En el segundo esquema, las compañías aseguradoras podrán constituir inmediatamente subsidiarias hasta con el 100 por ciento de capital extranjero, pero en este caso si estarán sometidas a un límite individual de participación en el mercado, de 1.5% y a un límite agregado que ira creciendo en el tiempo hasta eliminarse, a más tardar en el año 2000.

Cinco: El capítulo -sobre servicios financieros del Tratado- también prevé el acceso al mercado mexicano de otro tipo de prestadores de servicios financieros (arrendadoras, empresas de factoraje e instituciones financieras de objeto limitado) sujetos a límites máximos de participación agregada y periodos de transición.

Seis: En materia de servicios financieros transfronterizos, se mantendrá la esencia del régimen actual que limita la prestación de estos servicios, sobre todo en el caso de seguros.

Algunas de las instituciones financieras extranjeras que ya están aprobadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) para operar en México son:

GRUPOS FINANCIEROS

- * CITI BANK
- * J.P MORGAN
- * SANTANDER
- * CHEMICAL
- * GRUPO ING

INSTITUCIONES DE BANCA MULTIPLE

CITY BANK
SANTANDER
J.P MORGAN
REPUBLIC NATIONAL
BANK OF NEW YORK
BANK OF AMERICA
CHEMICAL BANK
NATIONS BANK
SOCIETE GENERALE

ING CAPITAL HOLDINGS
ABN AMRO BANK
FUJI BANK
BANQUE NATIONAL BANK
BANK OF BOSTON
DRESDNER BANK
FIRST CHICAGO
BANK OF TOKIO
AMERICAN EXPRESS

CASAS DE BOLSA

| | |
|-----------------|----------------|
| CITY BANK | CHEMICAL BANK |
| GOLDMAN SECHS | ING SECURITIES |
| BANKERS TRUST | SWISS BANK |
| BEAR STEARNS | SANTANDER |
| MERRIL LYNCH | INDOSEUZ |
| LEHMAN BROTHERS | JAMES CAPEL |
| J.P MORGAN | MORGAN STANLEY |
| DEUTSCHE BANK | BARING |

INSTITUCIONES DE SEGUROS

| | |
|---------------------------------------|---|
| RELIANCE NATIONA INSURANCE COMPANY | ALLIAN OF AMERICA WINSOR INSURANCE |
| TOKIO MARINE | ING INSURANCE |
| ZURICH (DAÑOS) | PIONER LIFE INSURANCE COMPANY |
| ZURICH (VIDA) | AMERICAN SKANDIA LIFE COMBINED INSURANCE COMPANY OF AMERICA |
| AMERICAN BANKERS INSURANCE | |
| TRANSOCEAN HOLDING CORPORATION | |

ARRENDADORAS FINANCIERAS

CITY BANK / ARRENDADORA FINAC. S.A

FUENTE: Avalos Castillo, Elizabeth; Los Grupos Fianancieros en México 1988-93, Tesis Profesional, F.E UNAM, 1995.

También Canadá y Estados Unidos se Abrirán a la Competencia Mexicana:

Canadá se comprometió a eximir a los mexicanos del límite del 25 por ciento de capital no canadiense en un banco. Asimismo, se eximirá a México del límite de participación extranjera en los activos del sistema financiero canadiense.

Estados Unidos, a su vez, otorgará una exención de cinco años a la aplicación de su legislación que, actualmente, afecta a los grupos financieros mexicanos con presencia bursátil y bancaria en aquel país. Ello les permitirá seguir operando en ambos mercados.

En los casos en que existan restricciones estatales o provinciales a la operación de intermediarios mexicanos, Canadá y Estados Unidos se comprometen a brindar una mayor transparencia y asegurar una menor discrecionalidad por parte de las autoridades financieras locales, así como a no incrementar las restricciones en un futuro.

Asimismo, se establecerá un mecanismo para realizar consultas sobre cuestiones especializadas de carácter financiero y otro específico de conciliación, contemplando en el mecanismo general la solución de controversias del Tratado. Todo ello, otorgará seguridad jurídica y certidumbre en el comercio de servicios financieros. (4)

En suma, los acuerdos en materia financiera asegurarán a México, primero, la propiedad en manos mexicanas del sistema de pagos; segundo, una protección adecuada al sistema financiero mexicano; tercero, un acceso franco a los sistemas financieros de Canadá y Estados Unidos; una creciente competitividad, para los usuarios mexicanos de crédito que redundará en un menor costo de capital y, quinto, un apoyo importante a la estabilidad macroeconómica, al permitir que el arbitraje internacional incida más efectivamente en la formación de precios de los servicios financieros nacionales.

2.3 LA NUEVA MODALIDAD DE FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL.

Durante los últimos 15 años las finanzas internacionales han sufrido un conjunto de transformaciones radicales que han modificado de raíz la dinámica, los actores y las prácticas en este sector. Además, estos cambios parecen ir en un mismo sentido: la instauración de un verdadero mercado de capitales de carácter global, de funcionamiento continuo alrededor del planeta.

La constitución de un mercado financiero global debe ser entendido como una parte sustancial del llamado proceso de globalización económica. Este último se refiere a una nueva fase de desarrollo capitalista, caracterizada por la desregulación de los mercados y la privatización de las economías, que responde a las necesidades de los capitales industriales de redefinir y recrear su espacios de valorización y acumulación. Esto es, este proceso expresa la constitución de un nuevo patrón económico sustentado en espacios internacionales, más integrados y abiertos.

En este contexto, la integración de un mercado financiero global plantea una nueva fase de la internacionalización del capital dinerario. Ya no se limita simplemente a los bancos que financiaban el comercio internacional o posteriormente seguían a la inversión directa de un país de origen, es diferente a la de los años setenta que respondía a la disputa por el reciclaje de la liquidez mundial - petrodólares- y en consecuencia, buscaba participar en las operaciones de financiamiento internacional. Ahora lo que está en juego es la construcción de un Nuevo Patrón de Financiamiento de la actividad económica. Su importancia radica en ello, pues no debemos olvidar que el sistema financiero es el organizador y articulador de la producción mediante la emisión de crédito, así como a través de la distribución y apropiación del excedente. Por ello la globalización financiera es condición y requisito de la globalización productiva. (5)

La nueva fase de la internacionalización del capital dinerario es la resultante de los procesos de innovación y desregulación financieras, así como ha la aparición de una nueva base tecnológica, que han erosionado las barreras nacionales y facilitado la interconexión de los mercados accionarios y los de títulos de deuda, obligando a una modificación de las estructuras de regulación y acrecentando el proceso de homogeneización de las instituciones.

El desarrollo de una nueva base tecnológica, se refiere al desarrollo de las telecomunicaciones y de la computación que modifican de raíz las prácticas financieras.

La innovación financiera, es un fenómeno de creación de nuevos productos, procesos y mercados que se traducen en una extensión vertiginosa del menú de los activos financieros.

La desregulación financiera; se refiere al desmantelamiento progresivo del conjunto de restricciones que definía el funcionamiento de los mercados financieros domésticos hasta hace unos años. Es importante distinguir entre la liberación interna y la apertura externa. La primera concierne a la disminución, y posterior eliminación en algunos casos, de los controles sobre las tasas de interés, del tipo y monto de las reservas obligatorias, de las políticas de crédito, de la segmentación de las instituciones financieras, etc. La segunda implica poner fin a la separación entre mercados domésticos e internacionales suprimiendo controles cambiarios y de movimientos de capital, así como permitiendo la extensión de las actividades de los bancos nacionales en los mercados internacionales y el acceso de los bancos extranjeros en los mercados domésticos.

En conjunto todos estos factores han colaborado para la aparición de un Nuevo Patrón de Financiamiento de la actividad económica, llamado la Titularización del Financiamiento. Este mecanismo se refiere al surgimiento y la expansión de un nuevo tipo de finanza mucho más ligada a la emisión de todo tipo de títulos y valores negociables, en detrimento de los financiamiento bancarios tradicionales.

Si el crecimiento del euromercado abrió en los setenta, nuevas formas de financiamiento a las empresas y a los gobiernos al ofrecer fuentes que no dependían de los mercados domésticos y de las instituciones multilaterales de carácter oficial, este nuevo tipo de finanza cortó drásticamente la liga de dependencia de las corporaciones e incluso de los gobiernos, al crédito bancario, produciendo una ruptura en las formas tradicionales de financiamiento. (8)

Este fenómeno se aprecia claramente en el mercado internacional de capitales. Un informe publicado recientemente por el Banco Mundial (sobre perspectivas económicas globales y los países en desarrollo 1993) muestra que en 1991, el flujo total de capital a largo plazo para el Tercer Mundo fue de 205,000 millones de dólares (en comparación con los 157,000 millones durante 1981). La participación de los Bancos comerciales en dicha cantidad fue de sólo 17%, apenas una tercera parte de su participación durante 1981. Los bonos, acciones e inversión directa accionaria representaron 25% del flujo, ésto representa un incremento enorme (Ver Cuadro 11).

CUADRO 11
COMPOSICION DE LOS FLUJOS ANUALES DE INVERSION PRIVADA MUNDIAL
(Miles de Millones de Dólares)

| AÑOS | 1981 | 1989 | 1993 |
|----------------------|------|------|------|
| Prestamos Bancarios | 165 | 121 | 130 |
| Inversión Directa | 58 | 195 | 194 |
| Inversión en Cartera | 52 | 252 | 357 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Informes anuales.

La conformación de un Nuevo Patrón de Financiamiento de la actividad económica centrado en la emisión de títulos negociables ha transformado las bolsas de valores en una pieza maestra del sistema financiero internacional, tendencia de la cual la Bolsa Mexicana de Valores no escapa, por el dinamismo que cobró después del crack bursátil de octubre de 1987, alentado por el repunte de la economía y la entrada de capitales externos de 1990 a 1994 (observese Cuadro 12); lo que ha traído modificaciones sustanciales entre los agentes financieros entre éstos y los agentes de la producción, en las condiciones de funcionamiento del sistema bancario, en la determinación de las tasas de interés, etcétera.

CUADRO 12
COMPORTAMIENTO DEL INDICE DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES
(al cierre de cada año)

| ANOS | PUNTOS (IPyC) |
|------|---------------|
| 1983 | 2.45 |
| 1984 | 4.04 |
| 1985 | 11.20 |
| 1986 | 47.10 |
| 1987 | 105.67 |
| 1988 | 211.53 |
| 1989 | 418.93 |
| 1990 | 628.29 |
| 1991 | 1 431.46 |
| 1992 | 1 711.62 |
| 1993 | 2 684.17 |
| 1994 | 2 781.37 |
| 1995 | 2 325.29* |

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores
 El IPyC de 1995 es al día 16 de Octubre.

2.4 EL FENOMENO DE LA COMPETENCIA INTERNACIONAL POR LOS CAPITALES Y EL PAPEL DE LOS PAISES EMERGENTES.

En un primer momento sería ilustrativo (para este apartado) tomar el caso de los países emergentes(*) de la región latinoamericana; por considerar que las naciones de esta región han sido los mayores captadores de recursos financieros del exterior durante los últimos tiempos. En un artículo publicado el 13 de julio de 1993 por el Diario El Financiero, se dió a conocer que Latinoamérica captó uno 12 mil 500 millones de dólares en los primeros seis meses de 1993 a través de nuevos bonos, inversiones privadas y notas a mediano plazo. De acuerdo con la información, México, Argentina, Chile, Brasil y Venezuela captaron más de 10 mil millones de dólares. Así es que entre estos países se encuentra con mucha claridad la competencia por los capitales. En un segundo momento la situación se hará extensiva a nivel mundial.

(*) Por País Emergente (ó Capitalismo Emergente) se identifican a los países periféricos que adquieren un nuevo y destacado papel en la globalización mundial en virtud de su dinamismo comercial, crecimiento económico interno, atracción de capital extranjero y capacidad de articulación regional. Se trata de un grupo de países muy heterogéneo en tamaño, raíces históricas, nivel de desarrollo, trayectoria económica o condiciones sociopolíticas, por lo cual es inaceptable cualquier intento superficial de categorización. Diversos indicadores permiten incluir países tan diversos como Singapur, Taiwan, Grecia, Corea del Sur, Portugal, México, Mauricio, Brasil, Argentina, Uruguay, Venezuela, Sudáfrica, Malasia, Hungría, Chile, Tailandia, Turquía. Para más detalles sobre los países emergentes, véase el trabajo de Dabat Alejandro; "La Coyuntura Mundial de los Noventa y los Capitalismo Emergentes." En Revista Comercio Exterior, Nov. 1994, Págs. 939-949.

Una condición de fundamental importancia para que las naciones de América Latina vuelvan a la senda del crecimiento sostenido en los años noventa será la recuperación de la inversión bruta fija, como proporción del producto, luego del fuerte descenso que experimentó ese coeficiente en el decenio pasado. Ese repunte implicaría movilizar una gran cantidad de recursos financieros; se estima que para alcanzar un crecimiento del producto real de un 5% por año habría que elevar el ahorro total de 7 a 8% del producto interno bruto, -es decir, entre 75 y 85 mil millones de dólares anuales- lo que da un idea de la magnitud del esfuerzo requerido. Para generar tantos recursos será necesario contar con una cantidad importante de nuevo financiamiento externo, ya que el ahorro interno difícilmente podría cubrir en su totalidad las sumas señaladas. A modo de ilustración, se ha calculado que aunque se diesen supuestos muy favorables de reducción de la deuda externa, el mejoramiento de la reducción de precios del intercambio y de aumentos de la productividad, habría que obtener de acreedores externos entre 10 y 15 mil millones de dólares anuales.

Una parte de los recursos externos requeridos provendrá de organismos oficiales. Según las últimas estimaciones del Banco Mundial, el flujo neto de recursos (desembolsos menos amortizaciones) de acreedores oficiales hacia América Latina y el Caribe subió de 3.1 mil millones de dólares en 1989 a 9.6 mil millones en 1990. Sin embargo, este aumento se dió en gran medida a desembolsos excepcionales vinculados a programas de reducción de deuda externa con la banca comercial en el marco del Plan Brady. Para 1991 se experimentó una disminución del aporte neto de acreedores oficiales que redujo los recursos a 4.9 mil millones de dólares en el año. Cabe señalar que muchos países de la región tendrán que enfrentar fuertes amortizaciones de capital a estos organismos en los próximos años. Dada la imposibilidad de reestructurar los compromisos de esta índole con los organismos multilaterales, es obvio que se verá limitado el flujo neto de recursos provenientes de ellos, pese a la expansión de la capacidad del Banco Interamericano de Desarrollo para otorgar mayores préstamos luego de la reciente ampliación de su capital. Tampoco se puede esperar un crecimiento rápido del financiamiento otorgado por organismos bilaterales de crédito a la exportación, habida cuenta de las restricciones presupuestarias que éstos enfrentan.

En cuanto a los acreedores privados, por ahora no se prevé que la banca comercial internacional restablezca los préstamos de índole general, destinados al financiamiento de la balanza de pagos, salvo los créditos forzosos vinculados a programas de reestructuración de deuda antigua. Los problemas que enfrentan en la actualidad varios bancos estadounidenses en sus colocaciones internas, sobre todo en lo que se refiere al financiamiento de bienes raíces, han alejado aún más las ya remotas posibilidades de que ellos otorguen préstamos generales significativos a países latinoamericanos.

La captación de recursos en el mercado internacional de capitales, el que últimamente ha experimentado un proceso rápido de globalización, es una forma adicional de obtener recursos externos: de hecho ya desde hace dos o tres años se ha visto la participación creciente de los países latinoamericanos -principalmente México, Brasil y Venezuela- en tal mercado.

La conjunción de enormes flujos de capital de inversión externa a los países emergentes vive un proceso de concentración y segmentación. Es decir, los capitales sólo se ubican en segmentos de mercados de América Latina y el Sudeste de Asia. La concentración se da entre un número relativamente pequeño de países en desarrollo receptores de las distintas categorías del financiamiento internacional. Un 55% de las emisiones externas de bonos del Tercer Mundo correspondieron a sólo cuatro de los países latinoamericanos - Argentina, Brasil, México y Venezuela- y 35% a tres naciones del sur y Sudeste de Asia y la parte occidental -Indonesia, Corea y Tailandia.

Para los países de América Latina las emisiones de bonos han tenido una mayor importancia relativa como fuente de financiamiento externo y han guardado una estrecha vinculación con los alcances en la mejoría de su valoración crediticia.

El costo asociado con los bonos, está fuertemente influido por la valorización crediticia del prestatario. Y esta última se ve afectada por la calificación de las agencias tales como Moody's, Standard & Poor's, Fitch, y Duff y Phelps o la Asociación Nacional de Comisionistas Aseguradores. En general, una calificación es una precondition para acceder al mercado de bonos. Recientemente las calificaciones de entidades de Argentina, México y Venezuela han tendido a mejorar. No obstante la deuda de ciertas entidades mexicanas y chilenas que se encuentran denominadas en monedas locales han sido altamente calificadas por Standard & Poor's frente aquéllas denominadas en moneda extranjera.

Un estímulo adicional para la colocación de bonos externos de muchos países de América Latina, durante el reciente periodo, han sido las altas tasas de interés en sus mercados financieros internos frente a los internacionales. El incentivo resultante para el arbitraje de la tasa de interés ha sido particularmente importante para los bancos de América Latina, los cuales han encontrado que el progresivo préstamo a clientes nacionales con fondos obtenidos de esta fuente pueden ser altamente redituables.

Pese al aumento de los flujos financieros a ciertos países de América Latina la escala de los mismos y su volatilidad potencial ha representado un gran desafío para los políticos. Algunos aspectos de tal situación ya se hizo evidente a fines de 1994 y principios de 1995.

El financiamiento total neto para América Latina se estima se ha incrementado de un poco menos de 40,000 millones de dólares en 1991 a cerca de 57,000 millones en 1992. Cinco países -Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela- representaron cerca de dos tercios de esta cifra. El flujo del financiamiento externo neto a Argentina se estima entre 9,000 y 11,000 millones de dólares un monto de 2,500 millones consistentes en inversión directa, de los cuales 2,000 millones se asocian con la privatización.

Del flujo neto de Brasil, entre 10 y 11,000 millones, 1,300 a 2,000 millones representan la inversión directa, 1,700 millones se dirigieron hacia los mercados internos de capital y 7,900 millones corresponden a otros tipos de endeudamiento.

Para Chile de 600,000 a mil millones de un flujo total neto de 2,700 millones constituyeron la inversión directa.

En cuanto a México, el flujo total neto fue de más de 23,000 millones de los cuales entre 5,000 y 6,000 fueron de inversión directa y más de 15,000 fueron absorbidos por los mercados financieros internos, incluidos 10,000 millones de inversión en acciones. Venezuela registró un flujo neto de 2,100 millones.

Los flujos sustanciales dentro de Argentina, Brasil y México, consistieron no sólo en el financiamiento externo proveniente de los no residentes, sino también en sumas sustanciales de capital repatriado. Un factor importante en este último caso, lo constituye el diferencial de las tasas de interés entre el dólar de Estados Unidos y las tasas de interés generalmente altas de los mercados financieros internos de estos países.

En el caso de México el endeudamiento exterior de los bancos comerciales, ha sido particularmente importante y uno de los instrumentos usados para atraer recursos han sido los Certificados de Depósito en Euromonedas, en su mayoría denominados en dólares y generalmente con un vencimiento de hasta un año. En abril de 1992, el monto pendiente de certificados en euromonedas de 12,400 millones de dólares excedían el valor total de las emisiones externas de bonos del país desde 1989. Recientemente a principios de 1993, los inversionistas externos han cambiado sus fondos de acciones a papeles de gobierno a corto plazo (Cetes) a medida que los precios de las acciones en la Bolsa Mexicana, caían.

Otro vehículo, importante para el flujo de financiamiento externo en el corto plazo, ha sido el portafolio de inversión en acciones. Los recursos de esta forma, pueden tener lugar a través de la compra de varios instrumentos como los ADR'S y los GDR'S, lo cual permite a las acciones de la sociedad emisora, sean comercializadas en los mercados accionarios de estados Unidos y otras naciones de la OCDE, condición que ha sido especialmente importante para México. '9'

Con esto se puede observar, que aunque el acceso a nuevo capital externo sigue siendo difícil para la región latinoamericana, lo está obteniendo de los prestamistas (inversionistas) privados, pero sólo a medida que las economías latinoamericanas se recuperan. Este capital tan solicitado en el exterior por los países latinoamericanos, es requerido sobre todo para recuperar las tasas de crecimiento del producto, perdida en la década de los ochenta.

CAPITULO II
N O T A S
(REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS)

- * Villarreal, Rene; Liberalismo Social y Reforma del Estado. Ed. FCE (1993)
- ² **BOLSA MEXICANA DE VALORES**; El Proceso de Globalización Financiera en México. Ed. Colección, Planeación y desarrollo del mercado, (1991).
- ³ **Vargas Mendoza, José**; "Las Necesidades de Financiamiento Externo de México y la Apertura de los Mercados de Capital." En Economía Informa FE UNAM. No. 194, Mayo (1991), pp. 13-20.
- ⁴ **CEPAL**, "El Regreso de los Países Latinoamericanos al Mercado Internacional de Capitales Privado." En Revista Comercio Exterior, Enero (1992), Pág. 65
- ⁵ **Revista el Mercado de Valores**; Modernización de Sistema Financiero Mexicano. Edita Nacional Financiera, Oct. 15, 1990, Núm 20, Méx.
- ⁶ **Serra Puche, Jaime**; Conclusión de la Negociación del Tratado de Libre Comercio entre México Estados Unidos y Canadá. Edita, **SECOFI** (1994).
- ⁷ **Gutierrez Pérez, Antonio**; La Globalización de las Finanzas: Una Nueva Fase de Internacionalización del Capital Dinero. En Economía Informa, FE UNAM, No. 197-198, pp. 27-31, Agos-Sep (1991).
- ⁸ **Op. Cit** (1991).
- ⁹ **Excelsior**; Sec. Finanzas, Pág.6, Viernes 24 de Sep. (1993).

**CAPITULO III
LA EMISION DE ADR'S DE LAS
EMPRESAS MEXICANAS**

3.1 CAMBIO A LA LEGISLACION DE INVERSION EXTRANJERA Y DEL MERCADO DE VALORES, Y EL DESARROLLO DE NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA CAPTAR FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL

Las reformas emprendidas en materia legislativa, tienen como objetivo fundamental, facilitar la entrada de ahorro externo a la economía nacional, éste ahorro debe ser el complemento del ahorro nacional y servirá para impulsar el crecimiento económico de México.

En mayo de 1989, el gobierno mexicano dio a conocer las modificaciones hechas al Reglamento de la Ley de Inversión Extranjera (Ver Diario Oficial de la Federación 19 de Mayo de 1989).

Antes del reglamento era automática la entrada de capital extranjero hasta 49% en cualquier empresa, que no estuviera reservada para el Estado o para los Mexicanos. Con el **Nuevo Reglamento de la Ley de Inversión Extranjera**, se permite ahora que en más del 80% de todas las actividades económicas que rigen a este país exista inversión extranjera 100% de manera automática.

Sin embargo, existen seis condiciones en este Nuevo Reglamento, claras y muy transparentes; estas condiciones son muy simples, y son las siguientes:

1a condición: Inversión en activos fijos máxima -techo- de hasta 100 millones de dólares. ¿ Por qué 100 ?, por que para más de 100 la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras tiene que revisar el proyecto, para estar seguros de que en el municipio en donde se vaya a instalar la nueva empresa, se tenga la suficiente infraestructura, hospitales, escuelas, mano de obra, etc., para que este proyecto arranque bien desde el principio.

2a condición: Que los recursos vengan del exterior. Se permite obviamente, recursos propios o financieros.

3a condición: Que el establecimiento de empresas industriales puede hacerse en toda la República Mexicana, a excepción del D.F., Guadalajara y Monterrey. Para empresas comerciales o de servicios de la República Mexicana esta abierta totalmente.

4a condición: Cumplir con una balanza acumulada de equilibrio en las divisas de la empresa por los tres primeros años de operación. En esta balanza se contabiliza la inversión inicial que se haga.

5a condición: Creación de empleo permanente y debida capacitación.

6a condición: Observar las disposiciones ecológicas y utilizar tecnología adecuada.

También aparecieron en este documento todas las reglamentaciones para los cuatro instrumentos básicos de captación de inversión extranjera via bursátil. (Acciones de Libre Suscripción, Inversiones Neutras, Recibos Americanos de Depósito y Fondos de Inversión Internacionales).

Las Acciones de Libre Suscripción o serie "B"; representan la parte del capital contable de la empresa que no está reservada exclusivamente a nacionales, por lo tanto el inversionista extranjero puede adquirir este tipo de valores de las empresas mexicanas.

Las Inversiones Neutras; este mecanismo permite a las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, transformar acciones series "A" o reservadas a mexicanos, por Series "N" o Neutras, en un fideicomiso, para que el extranjero tenga acceso a él. El extranjero recibe Certificados de Participación Ordinarios (CPO's), o derechos de fideicomisario, tiene todos los derechos pecuniarios, más no los de voto.

Los Recibos Americanos de Depósito o (ADR'S); son recibos negociables que se emiten en el extranjero (E.U principalmente) y amparan cierto número de acciones de alguna empresa mexicana. Estos pueden ser adquiridos por el inversionista extranjero.

Los Fondos de Inversión Internacionales; se forman como una cartera de acciones representativas de las principales empresas inscritas en la Bolsa Mexicana de Valores, éstos se cotizan en los mercados financieros del exterior y pueden ser adquiridos por extranjeros.

Por otra parte, las modificaciones hechas a la Ley del Mercado de Valores (1990) facilitan también la entrada del capital extranjero a México. Estas modificaciones permitirán a las Casas de Bolsa la formación de un grupo, con sus empresas filiales, sin la obligación de constituir una empresa controladora. La inversión extranjera podrá tener participación en forma minoritaria en el capital social de las casas de bolsa, con el propósito de otorgar a éstas un trato simétrico con otros intermediarios.

Los resultados de los cambios hechos al Reglamento de Inversión Extranjera y a la Ley del Mercado de Valores son que han impulsado la entrada de capitales externos a nuestro país (Como puede verse en el Cuadro 13):

CUADRO 12
EVOLUCION DE LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA Y DE CARTERA EN MEXICO
1989-1994 (cifras en millones de dólares)

| ANOS | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Inversión Directa | 3,037 | 2,633 | 4,762 | 4,392 | 4,388 | 7,979 |
| Inversión de Cartera | 493 | 1,995 | 12,743 | 18,041 | 28,919 | 8,186 |
| TOTAL | 3,530 | 4,628 | 17,504 | 22,433 | 33,307 | 16,165 |

Fuente: Elaboración propia a partir de cifras presentadas en la Balanza de Pagos del Banco de México, Informes Anuales, varios años.

Como podemos observar en el cuadro anterior, la inversión extranjera total e México se incrementó de 3,530 millones de dólares en 1989 a 4,628 en 1990. Esto significa una tasa de crecimiento del 31.10%. Sin embargo, el incremento más fuerte se da en el rubro de inversión extranjera de cartera que pasa de 493 millones de dólares en 1989 a cerca de 2 mil millones de dólares en 1990. Esto representó un crecimiento del 304.6%!

Las cifras para el bienio 1991-1993 en materia de inversión extranjera son un caso sin precedente en la economía mexicana. El monto total ascendía en 1991 a 17,504 millones de dólares y al final del año 1993 el monto total llegó a los 33,307 millones de dólares; de estos últimos 28,919 fueron de inversión extranjera de cartera.

La activa participación del inversionista extranjero en la compra de títulos o valores de empresas mexicanas tuvo que ver con los buenos resultados que a nivel macroeconómico alcanzó la economía de México durante esos años, con la desregulación y con la mejor imagen que proyectaban las grandes empresas mexicanas a nivel internacional.

Cabe señalar, según datos proporcionados por la Bolsa Mexicana de Valores, que dentro de los instrumentos financieros creados a partir de las modificaciones hechas al Reglamento de Inversión Extranjera (1989), son los Recibos Americanos de Depósito o ADR'S, los que mayor aceptación han tenido entre los inversionistas extranjeros, captando entre un 70 y 75 por ciento de la inversión extranjera. Después se encuentran las Acciones de Libre Suscripción que captan entre un 15 y 20 por ciento y el restante 10 por ciento se divide entre el Fondo México y el Fondo Neutro.

3.2 DEFINICION DE ADR'S Y SUS PRINCIPALES CARACTERISTICAS

El notable crecimiento registrado en los mercados de valores a nivel internacional durante las últimas décadas, aunado a los avances tecnológicos, han hecho posible la globalización de los mercados mundiales.

En un principio, el proceso de internacionalización de los mercados bursátiles se basaba tan sólo en permitir a inversionistas extranjeros la adquisición y operación de acciones de empresas cotizadas en los mercados locales, presentando problemas tales como la variación e inestabilidad en los tipos de cambio; diferencias en horario de operación, así como procesos de liquidación y compensación y políticas tributarias heterogéneas entre cada uno de los países.

Por otra parte, ante la necesidad de financiamiento que presentaban diversas empresas del mundo para continuar con su crecimiento y con la finalidad de conseguir recursos frescos provenientes del extranjero, se creó en los Estados Unidos un nuevo instrumento denominado **AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT (ADR'S)**, a través del cual empresas cuyo capital mayoritario no sea americano pueden ser listadas en los mercados estadounidenses y cotizar sus valores en cualquiera de sus mercados.

Dentro de las múltiples opciones que los mercados bursátiles mundiales ofrecen a sus inversionistas, una de las modalidades que más aceptación ha encontrado, especialmente en el estadounidense, ha sido la emisión, operación y cotización de valores extranjeros (ADR'S). Esta aceptación radica principalmente en la tendencia de los inversionistas a diversificar su cartera y al mejoramiento y desempeño de los mercados de capital.

A raíz de la preferencia que los inversionistas norteamericanos han mostrado por este tipo de instrumentos, actualmente el mercado de los ADR'S en los Estados Unidos sobrepasa las 900 cotizaciones, las cuales provienen de más de 31 naciones.

Este crecimiento, aunado a la mejor imagen que han proyectado algunas grandes empresas mexicanas, ha generado que este tipo de movimiento accionario se haya convertido en una opción sumamente atractiva para las compañías nacionales emisoras de acciones, ya que la colocación y cotización de sus valores en mercados extranjeros no solamente les proporciona una opción adicional para hacerse de recursos e incrementar su capital o financiar su desarrollo, sino también les otorga presencia y prestigio a nivel internacional.

De este modo, la colocación de valores mexicanos en el mercado estadounidense se posibilita mediante la emisión de ADR'S.

Los **AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADR'S ó Recibos de Depósito Americano)** son un instrumento financiero a través del cual el inversionista extranjero puede adquirir acciones de empresas mexicanas. Así, la adquisición de un ADR'S representa el recibo negociable que ampara valores de la emisora mexicana y son emitidos y administrados por una entidad establecida en los Estados Unidos (normalmente un banco), la cual funge como depositaria del título ó títulos emitidos por la compañía mexicana.

Los ADR'S, son negociados en sustitución de los valores mexicanos correspondientes para evitar restricciones que se presentan entre los mercados de valores, como son por ejemplo, la diferencia en los plazos de liquidación, la conversión cambiaria y otros.

Un ADR'S puede amparar una acción (a la par) o varias acciones; entonces cada unidad del ADR'S se denomina American Depositary Share (ADS'S).

En los últimos años las autoridades mexicanas han facilitado los mecanismos para que la inversión extranjera pueda participar dentro de las empresas mexicanas. En este caso hablamos de la emisión de voto restringido afectadas a un fideicomiso, acto en el cual el fideicomisario (institución bancaria por ley) emite los llamados certificados de Participación Ordinarios, conocidos como CPO'S, los cuales representan estrictamente los derechos patrimoniales sobre la acciones puestas en fideicomiso. Existen, asimismo los llamados GDR'S (Global Depositary Receipts), cuya característica principal es que están autorizados para operar en otros mercados. La diferencia esencial entre los ADR'S y los llamados GDR'S radica en los mercados de valores dentro de los cuales se autoriza la operación de estos instrumentos. Mientras un ADR'S esta autorizado para listar solamente en los mercados norteamericanos, el GDR'S se caracteriza por la facultad que se le otorga de listar en otros mercados de manera simultánea a los estadounidenses (generalmente los europeos), incrementando la penetración de la compañía emisora y otorgándole un mayor prestigio a nivel internacional.

Para que una emisión de ADR'S se autorice por parte de la Securities Exchange Commission (SEC, Comisión para el Mercado de Valores de Estados Unidos de América) deben participar las siguientes figuras jurídicas:

- **La Compañía Emisora de Acciones**, la cual deberá ser no estadounidense de manera mayoritaria;
- **Un Banco Custodio**, el cual mantendrá bajo su poder las acciones corporativas que avalen la emisión del ADR'S y deberá ser corresponsal del Banco Depositario estadounidense que los emita;

- Un Banco Depositario, el cual deberá ser estrictamente estadounidense y tendrá a su cargo la emisión de los ADR'S, así como su entrega a los inversionistas y el envío del material requerido a la Asamblea de Accionistas;
- La Bolsa Mexicana de Valores, que dará seguimiento y registro de las cotizaciones de los ADR'S en comparación con su valores colaterales mexicanos y de las operaciones de arbitraje que de éstas se deriven;
- El Instituto Nacional de Depósito de Valores (INDEVAL) que llevará acabo el registro de las instituciones o inversionistas que posean las acciones y a su vez, según sea el caso, podrá fungir como Depositario y Custodio de los valores en base a los cuales se emitan los ADR'S;
- Casas de Bolsa Mexicanas y Estadounidenses, las cuales fungirán como agentes colocadores en y entre ambos mercados, según corresponda;
- Corredores de Bolsa Mexicanos y Estadounidenses, y
- El o los Inverscionistas en los Estados Unidos.

De este modo, el ADR'S se constituye en un certificado de propiedad accionaria de valores extranjeros que facilita las operaciones de este tipo de valores en el mercado americano y avala la compra y venta representativa de las acciones colaterales emitidas por la emisora en el país de origen.

Así, la emisión de ADR'S en el mercado bursátil de los Estados Unidos ofrece entre otras las siguientes ventajas:

- * Facilita a los inversionistas americanos la compra y venta de acciones extranjeras, con la seguridad y respaldo que otorgan las figuras jurídicas que participan en la emisión y cotización de estos instrumentos;
- * Fomenta la participación de las empresas mexicanas, así como del mercado nacional, en el proceso de globalización bursátil;
- * Estandariza los sistemas de medición de operaciones de los países que operan el ADR'S, de tal manera que posibilita la cotización de acciones extranjeras en el mercado norteamericano al compatibilizar los índices utilizados en cada nación;

Lo anterior se logra debido a que los ADR'S, aunque representan acciones no estadounidenses, se operan dentro de los mercados como cualquier otro tipo de valor bursátil norteamericano;

- Permite a los inversionistas americanos penetrar en mercados internacionales que, por motivos legales y/o tributarios, prohíben o hacen poco redituable e inconveniente la inversión extranjera en dichos mercados.

- El pago de dividendos y de impuestos se facilita a raíz de que estas actividades son llevadas a cabo en el mismo país e inclusive, bajo ciertos acuerdos bilaterales, los impuestos retenidos a los inversionistas que opten por adquirir ADR'S son menores a los que se generarían por comprar esas mismas acciones directamente en el mercado de valores del país del cual la empresa extranjera es originaria, y

- La colocación y cotización de los ADR'S amplía y diversifica las posibilidades de la empresa emisora para captar los recursos necesarios para incrementar su capital de trabajo y financiar su proyectos de desarrollo y crecimiento.

La emisión de ADR'S en el mercado de valores norteamericano ofrece a las compañías emisoras dos opciones generales de colocación: ADR'S no Patrocinados (Unponsored) y ADR'S Patrocinados (Sponsored). Esta última, ofrece de manera particular tres Sponsorship Levels.

Cabe señalar que la diferencia esencial entre las emisiones de ADR'S Patrocinados y los no Patrocinados radica en la celebración de un Acuerdo de Depósito o Contrato de Servicio en su caso.

El ADR'S no Patrocinado. Para el caso específico de este tipo de ADR'S, su colocación y cotización se lleva a cabo sin ningún tipo de acuerdo entre la empresa emisora de las acciones y las instituciones depositarias.

Este tipo de American Depositary Receipts son emitidos directamente por alguna institución o banco de inversión norteamericano cuando éste mantiene en su posesión un monto determinado de acciones de la compañía extranjera que puedan avalar la colocación de los ADR'S.

De este modo y a diferencia de los patrocinados, la entrega de acciones en custodia para amparar la emisión de los ADR'S no patrocinados no es llevada a cabo de manera real, ya que la institución o banco de inversión las mantienen en su poder a priori a la emisión.

En otras palabras, debido a que la institución o banco que emite los ADR'S (según sea el caso) mantiene en su poder las acciones representativas, la iniciativa de emitir, colocar y cotizar los ADR'S no patrocinados en el mercado bursátil norteamericano o internacional corre por cuenta de dicha institución, como respuesta a la demanda del mercado o como una opción de portafolio adicional para sus inversionistas.

Una característica adicional de este tipo de instrumento radica en que, debido a la reducida participación de la empresa foránea en la emisión, los ADR'S no patrocinados generalmente transfieren al precio de compra y al inversionista los costos administrativos que conlleva la emisión de dichos documentos. Con base en esos costos y las repercusiones que generan en el precio de compra, este tipo de ADR'S, en la actualidad, se considera en decadencia, ya que el mercado estadounidense muestra una fuerte tendencia hacia la colocación de ADR'S patrocinados.

El ADR'S Patrocinado. A diferencia del ADR'S no patrocinado está caracterizado por un acuerdo contractual (Acuerdo de Depósito o Contrato de Servicio) entre la empresa no estadounidense interesada en la cotización de sus valores y alguna institución bancaria o de inversión norteamericana.

Mediante dicho Acuerdo o Contrato, la compañía deposita en la institución el volumen de acciones correspondiente que avalará a posteriori la emisión y colocación de los ADR'S. Es decir, los ADR'S Patrocinados se emiten por iniciativa propia de la empresa en búsqueda de vías alternativas de financiamiento de su desarrollo o con la finalidad de incrementar su capital.

Cabe señalar que, a diferencia de los no patrocinados, para el caso de los ADR'S patrocinados, los costos administrativos y comisiones que se generan por su colocación son absorbidos en su totalidad por la empresa emisora interesada en dicha cotización.

Las diferencias existentes entre los ADR'S no patrocinados y, de manera general, los patrocinados se resumen a continuación:

| CONCEPTO | PATROCINADOS | NO PATROCINADOS |
|---|--|---|
| Iniciativa de colocación | Empresa Emisora (extranjera) | Institución o Banco de Inversión (estadounidense) |
| Poseedor de las acciones representativas (a priori de la emisión) | No existentes o en posesión de inversionistas no estadounidenses | Institución o Banco de Inversión estadounidense |
| Acuerdo de Depósito o Contrato de Servicio | Legal | Inexistente o innecesario |
| Depósito de Acciones | Banco Custodio (extranjero) o el INDEVAL (a priori a la emisión) | Banco Depositario (estadounidense) (implicito) |
| Financiamiento de Costos Administrativos | Absorbidos por la Empresa Emisora | Trasladados al Inversionista (precio de colocación) |

Dentro de la conceptualización de los ADR'S patrocinados, la emisión de este tipo de instrumento ofrece a la compañía emisora tres diferentes niveles de emisión.

Patrocinados, Nivel-1 (Sponsored ADR'S Level-I); este programa es la vía más rápida y sencilla mediante la cual las empresas no estadounidenses pueden tener acceso a la cotización de sus valores en los mercados de capitales de esa nación. Este tipo de patrocinio permite a dichas compañías colocar sus valores en el mercado Over the Counter (OTC) sin tener que cumplir con los requisitos establecidos por la SEC para la cotización de valores extranjeros y sin que las empresas interesadas alteren sus procesos de diseminación de información.

La colocación de ADR'S de este nivel, mantiene como característica esencial la exención de los requisitos de registro exigidos por las autoridades bursátiles norteamericanas, agilizando el proceso de penetración de la empresa emisora y reduciendo sustancialmente los costos de colocación.

De la totalidad de los ADR'S cotizados en los Estados Unidos, aquellos considerados como patrocinados nivel-I son los que más auge han mostrado recientemente, de tal forma que la gran mayoría de los programas de ADR'S cotizados en dicho país son llevados a cabo vía esta alternativa.

A raíz de los beneficios que los inversionistas estadounidenses pueden obtener mediante la inversión en este tipo de programas y la gran bursatilidad que presentan la mayoría de las colocaciones efectuadas por este tipo de colocación, la participación de dichos inversionistas en el capital de la empresa emisora llega a alcanzar rangos del 5 al 10 por ciento de la base accionaria de la compañía emisora.

Patrocinados, Nivel-2 (Sponsored ADR'S Level-II); a este nivel la empresa emisora, que anteriormente cotizaba sus valores en el nivel-1, manifiesta la intención de aumentar su grado de penetración y exposición en los mercados estadounidenses, listando los ADR'S correspondientes en algún mercado de valores. A este nivel de ADR'S patrocinados se les conoce comúnmente como Listing Program.

Una divergencia adicional entre estos dos niveles radica en los requisitos que la SEC y la National Association of Securities Dealers (NASD) establecen en base a los Generally Accepted Accounting Principals (GAAP).

A raíz de las características que presentan estos requerimientos y a los volúmenes operados por la mayoría de los ADR'S patrocinados Nivel-1, las empresas emisoras generalmente optan por mantener su cotización en el OTC. No obstante, en otros casos, las compañías foráneas deciden aumentar su participación en el mercado estadounidense y elevar su prestigio internacional al cotizar en mercados como el New York Exchange (NYSE) o el American Stock Exchange (AMEX).

Patrocinados Nivel-3 (Sponsored ADR'S Level-III); este tipo de programa de ADR'S (conocido también como Offering Program) es el que otorga mayor penetración en los mercados estadounidenses, al estar caracterizado por la posibilidad que obtiene la compañía emisora de aumentar su capital vía la colocación de sus valores.

Aunque diferentes a los requeridos para el nivel anterior, para la colocación de valores no estadounidenses via ADR'S Patrocinados Nivel-III se necesita cumplir con requerimientos especiales exigidos por la SEC y por el NASDAQ.

Las diferencias existentes entre los requerimientos de información y los costos implícitos de colocación se muestran en los cuadros al final del capítulo (Ver Anexo 1).

Aparte de tales rasgos básicos, los ADR's de cada compañía pueden diferir ligeramente. Por ejemplo, queda a la empresa emisora determinar cuantas de sus acciones ordinarias o comunes son representadas por cada ADR'S. Por ejemplo, Vitro mantiene (3:1)* y San Luis (10:1)*. "*" es el número de acciones por cada ADR'S. (Ver e Cuadro 14. Este representa sólo una muestra).

CUADRO 14

ADR'S DE EMPRESAS MEXICANAS

COTIZADOS EN LOS ESTADOS UNIDOS (precios al 5 de jul.93)

| EMPRESA EMISORA ADR'S | PRECIO EN DOLARES | BOLSA DE VALORES |
|--------------------------|-------------------|------------------|
| ICA | 18.00 | NYSE |
| DINA (1:4) | 15.63 | NYSE |
| TELMEX (20:1) | 47.00 | NYSE/SEAQ |
| VITRO GP (3:1) | 17.25 | NYSE/SEAQ |
| APASCO A (5:1) | 27.23 | P. Sheeet |

Fuente: El Financiero, 5 de julio 1993.

3.3 REGIMEN LEGAL Y FISCAL DE LOS ADR'S

Una de las principales problemáticas que presentaba la Ley de Valores de los Estados Unidos de 1933 (Securities Act) era la dificultad que los requisitos y restricciones establecidas por esta Ley generaba a aquellos inversionistas cuyo registro obligatorio se consideraba como innecesario. Con la finalidad de eliminar dicho problema, la SEC planteó en octubre de 1988 la necesidad de incorporar un nuevo tipo de regulación sobre el intercambio de valores sin la necesidad de llevar a cabo procedimientos de registro para participar en el mercado secundario.

De este modo, el 19 de abril de 1990 entró en vigor la denominada **REGLA 144A (RULE 144A)** como un ordenamiento legal complementario a la ley de 1933. A partir de la promulgación de ésta Regla, los participantes en este tipo de mercado pueden ser eximidos del registro exigido por la ley de valores para la compra y venta de valores en el mercado secundario, agilizando de esta forma la incursión de nuevos inversionistas al mercado estadounidense. Cabe señalar que La Regla 144A señala como posibles participantes en este mercado exclusivamente a los considerados como Inversionistas Institucionales Calificados (que describiremos más adelante).

En general, esta regla simplifica el procedimiento de reventa de ciertos valores no registrados. Es decir, omitiendo los requerimientos de registro solicitados por la SEC bajo la ley de valores de 1933.

Como respuesta a la preocupación que existía por el posible desarrollo paralelo de los mercados público y privado para el mismo tipo de valores, La Regla 144A fue elaborada de tal forma que no pudiera ser aplicada a instrumentos que fueran del mismo tipo que los valores listados en cualquiera de los mercados de los Estados Unidos. Es decir, este ordenamiento se caracteriza por la prohibición que establece a la colocación privada de ADR'S cuando exista un valor que opere en algún mercado público estadounidense y que fuere del mismo tipo del que se pretende colocar.

Dentro de los beneficios que la creación de La Regla 144A proporciona a los inversionistas y a las compañías emisoras de acciones interesadas en incursionar en este mercado se pueden mencionar los siguientes:

a) El surgimiento y desarrollo de un mercado para los inversionistas extranjeros que exenta de los elevados costos de registro y los requisitos de disseminación de información a los participantes, ofrece un nuevo panorama de actividades bursátiles de más ágil acceso y menores costos para las empresas emisoras, a la vez que incrementan la diversificación de las carteras de portafolios bursátiles para los inversionistas.

b) Las empresas que mantengan un domicilio fiscal fuera del territorio de los Estados Unidos que coloquen e intercambien sus acciones y bonos exclusivamente en el mercado de colocación privada, no tienen que cumplir con los requisitos de registro a priori y los de publicación de información a posteriori que exige la SEC a empresas que operen el mercado público de capitales de este país.

c) Los costos de financiamiento que son erogados por las empresas no estadounidenses que deseen colocar sus valores en el mercado de capitales norteamericano se reducen considerablemente, ya que no solamente los costos de registro son considerablemente menores, sino el proceso de tramitación para la posterior colocación de los valores se torna sustancialmente más ágil y rápido, reduciendo en menores costos implícitos para la empresa y el inversionista que adquiere dichos valores.

Para que la colocación de un ADR'S quede bajo el auspicio de La Regla 144A y sea acreditada con la exención del registro requerido por la Ley de Valores, la oferta y venta de valores deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1) Los valores deberán ser ofrecidos y vendidos exclusivamente a los autorizados como inversionistas institucionales calificados;

2) Los valores que se pretendan colocar, al ser emitidos, no podrán ser del mismo tipo que alguno o varios instrumentos que sean intercambiados en algún mercado público dentro de los Estados Unidos y que hayan sido registrados bajo la ley de intercambio de valores de 1933;

Cabe señalar que, en el caso de que se haya autorizado la emisión de un ADR'S bajo La Regla 144A, su posterior colocación en un mercado público estadounidense podrá ser factible ya que no existe ningún tipo de reglamentación que prohíba este proceso. Es decir, La Regla 144A prohíbe la colocación de valores en el mercado privado si existe un mismo tipo de valor cotizado en algún mercado público estadounidense, más no al contrario.

c) La empresa emisora llevará a cabo las actividades de disseminación de información bajo las condiciones y exenciones que la misma Regla determina. A su vez, dicha información deberá ser puesta a disposición del inversionista.

De conformidad con los requerimientos establecidos por la Ley de Valores, el proceso de disseminación de información que debe llevar a cabo la empresa emisora, ya sea ésta pública o privada, se presenta en un documento que de manera general está conformado por los siguientes aspectos:

- Naturaleza de la actividad de la compañía emisora, señalando, en su caso, las empresas subsidiarias que la conformen;
- Los tipos de bienes producidos y los servicios que son prestados por la compañía;
- Estados Financieros Auditados del ejercicio fiscal en curso, así como los de dos anteriores.

La información que sea remitida por emisores no estadounidenses cumple con los requisitos anteriores si;

& El balance operativo y financiero de la empresa fue hecho público en un plazo no mayor a los 16 meses de la fecha de reventa;

& Las ganancias ó pérdidas y utilidades retenidas que hayan sido reportadas abarquen un período mínimo de doce meses anteriores a la fecha de publicación del balance.

Para el caso de que la diferencia existente entre la fecha de publicación del balance y la de la reventa sobrepase los seis meses, se requerirá de información adicional concerniente a estos aspectos, la cual deberá de abarcar de la fecha de elaboración del balance a una fecha dentro de los seis meses anteriores a la reventa, y

& La declaración del giro de la empresa, los productos y servicios que ofrece no sobrepase los doce meses anteriores a la fecha de reventa;

Para los emisores extranjeros, la información requerida deberá tener la misma temporalidad que en su país de origen o en los principales mercados en los que sus valores operen.

La implementación de La Regla 144A no afecta la necesidad de cumplir con leyes relativas a la venta y oferta de valores que varían de un estado a otro. Los interesados en las reventas de valores en los mercados de colocación privados deben cumplir con las leyes estatales de valores que para cada caso sean aplicables.

Aunque, en los Estados Unidos, las leyes relativas al intercambio de valores varían de un estado a otro, la implementación de La Regla 144A no interfiere con las disposiciones ni con la competencia que a cada una de éstas les corresponde. De este modo, los interesados en participar en este tipo de mercado deben de cumplir con las leyes estatales de valores que para cada caso sean aplicables.

Por otra parte, a raíz de la fuerte tendencia hacia la internacionalización que los mercados bursátiles han mostrado en los últimos años y como ordenamiento complementario a las disposiciones contenidas en La Regla 144A, **El Reglamento S** se constituye como el documento base que regula tanto las ofertas públicas como las operaciones del mercado secundario, para que éstas se puedan realizar a través de un Mercado de Valores Extraterritorial Designado (Designated Off-Shore Securities Market) calificación con la cual ya cuenta la Bolsa Mexicana de Valores.

El Reglamento S prevé dos recursos que se aplican para ventas fuera de los Estados Unidos. Uno se aplica a las ofertas y ventas por parte de los emisores, casas de bolsa que se ocupen de la distribución bajo contrato, sus afiliados respectivos y las personas que actúen en su nombre (recurso del emisor).

El otro se aplica a las reventas por personas diferentes al emisor, casas de bolsa que se ocupen de la distribución bajo contrato, sus afiliados respectivos (con la excepción de ciertos directivos) y las personas que actúen en sus nombres (recurso de la reventa). Una oferta, venta o reventa de valores que cumplan con todas las condiciones del recurso que sea aplicable se considera como realizada fuera de los Estados Unidos y por lo tanto no es necesario cumplir con los requisitos de registro que dicta la ley de valores de 1933.

Para poder calificar para la exención de los requisitos de registro bajo los recursos previstos por **El Reglamento S**, cualquier oferta o venta de valores deberá ser realizada en una transacción externa a los mercados de Estados Unidos y no deberá haber esfuerzos de venta directos dentro de los Estados Unidos.

Una oferta calificará como transacción externa si no se hace a personas en los Estados Unidos y si cualquiera de los puntos siguientes se cumple:

- a) El comprador es externo al momento de que se origine la orden de compra;
- b) Para propósitos del recurso del emisor, la venta se realiza en o a través de un piso de remates de alguna bolsa de valores extranjera,

c) Para propósitos del recurso de la reventa, la venta se realiza en o a través de un mercado de valores externo designado y la transacción no fue arreglada con anterioridad con un comprador en los Estados Unidos.

Los esfuerzos de venta directos son actividades que se llevan a cabo con la finalidad de acondicionar el mercado en los Estados Unidos para los valores que se ofrecen. Esta previsión impide que se lleven a cabo esfuerzos de comercialización que procuren la compra de valores que intencionalmente se están distribuyendo en el extranjero.

La aplicación del recurso del emisor varía dependiendo de la nacionalidad y la situación financiera reportada del emisor y también del interés que exista en el mercado estadounidense por sus valores. Los emisores que pretendan la exención de los requisitos de registro en los Estados Unidos bajo El Reglamento S deben estar conscientes de los requisitos específicos relativos a sus circunstancias.

Para poder operar dentro de los ordenamientos establecidos por la **Regla 144A** los Inversionistas Institucionales Calificados deben cumplir con los siguientes requisitos:

- 1) Poseer e invertir de manera discrecional como mínimo \$10'000,000 de dólares en valores de emisores no afiliados.
- 2) Los bancos e instituciones de inversión, además de cumplir con el requisito señalado en el párrafo anterior, deben tener un capital neto auditado de \$ 25'000,000 de dólares. Esta última restricción también se aplica a bancos extranjeros y a sus filiales en los Estados Unidos.

Las subsidiarias de bancos no están sujetas a este mínimo de valor neto a menos que se consideren figuras jurídicas independientes de la matriz. Con el propósito de determinar el cumplimiento con el requisito del mínimo valor neto, se hará referencia al último estado financiero de la institución. Dichos estados financieros no deberán tener más de 16 meses de publicados con respecto a la fecha de venta para el caso de bancos o sociedades de ahorro y préstamos estadounidenses y 18 meses para los bancos y sociedades de ahorro y préstamos o sus equivalentes extranjeros.

- 3) Los promotores y operadores registrados deben poseer e invertir de manera discrecional \$ 10'000,000 dólares o más en valores de emisoras no afiliadas para poder calificar como Inversionista Institucional Calificado.

No obstante lo anterior, los promotores y operadores pueden fungir como intermediarios sin riesgo de un Inversionista Institucional Calificado. Para poder calificar como un intermediario sin riesgo, el operador y promotor deberá tener al momento de la compra un contrato con un Inversionista Institucional Calificado para la compra simultánea por parte de este último de los valores que adquirió.

Para poder aplicar la Regla 144A, el vendedor de los valores debe tener la creencia razonable de que el comprador es un Inversionista Institucional Calificado. Con la finalidad de determinar los considerados como Inversionistas Institucionales Calificados, los participantes en este mercado pueden confiar de las siguientes fuentes de información.

- a) La publicación más reciente de los estados financieros del inversionista;
- b) La información más reciente que aparezca en documentos presentados a la SEC o a cualquier dependencia u organismo gubernamental, ya sea éste federal, estatal o local o, inclusive extranjero.
- c) La información más reciente que aparezca en una publicación o manual de valores con reconocimiento a nivel mundial.

Como se ha podido observar, los derechos que tienen los tenedores de los ADR'S consisten en participar de los beneficios económicos que produzcan las acciones referidas. Concretamente pueden participar de los dividendos y de la cuota de liquidación de la emisora. Los derechos corporativos, como son el ejercicio al voto, la autorización para realizar actos determinados por la asamblea de accionistas, etc. no son ejercidos por los tenedores del ADR'S. Estas facultades son votados por el banco depositante o por el fiduciario.

Planteado lo anterior, resulta cuestionable si los tenedores de un ADR'S pueden considerarse accionistas de la sociedad emisora, ¿los ADR'S son acciones o una forma derivada de éstas?. La Ley General de Sociedades Mercantiles prevé en el art. 111 y 112 que una acción representa la parte o cuota del capital social de una empresa, atribuyendo al tenedor la condición de socio y legítimo ejercitador de los derechos que de ella emanan.

En conclusión, el tenedor de un ADR'S no tiene capacidad jurídica para ejercer los derechos corporativos que otorgan al titular de la acción; se afirma que los ADR'S no son acciones, sino medios legales para allegarse de recursos a través de la materialización de algunos derechos de carácter patrimonial.

La emisión de acciones no se consideran ingresos acumulables sujetos a gravamen alguno, de acuerdo al art. 15 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta de nuestro país.

La transmisión de propiedad (enajenación) de un ADR'S no genera impuesto alguno basado en las siguientes premisas:

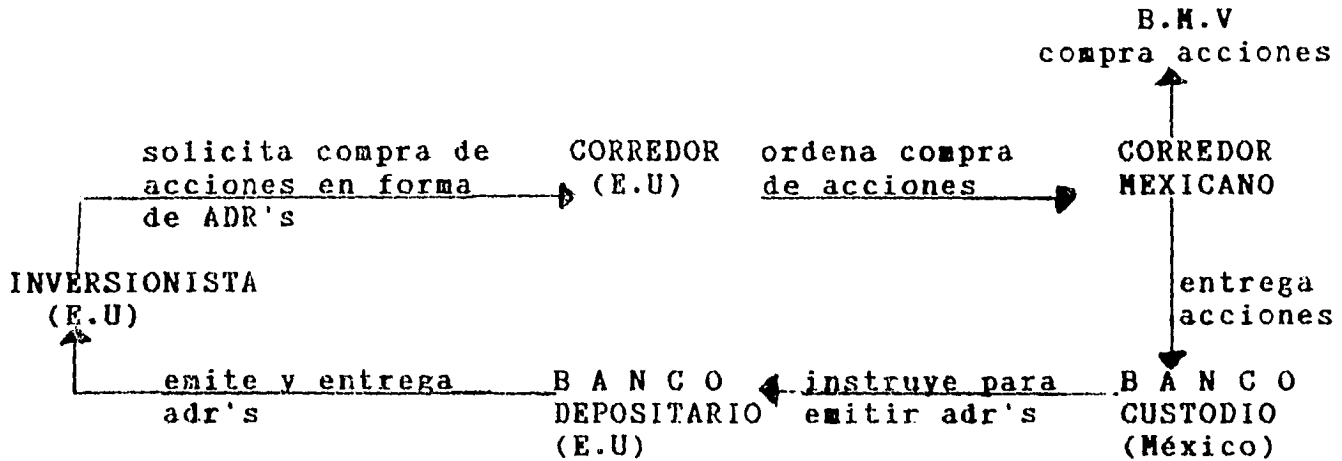
1) El emisor (banco estadounidense) no vende ADR'S, sino que dichos títulos amparan el monto de una inversión. Esto implica que al no existir enajenación no se determine gravamen sobre la operación.

2) El tenedor de un ADR'S no está sujeto al ISR derivado de que el art. 151 sexto párrafo de la citada ley exenta de pago a los ingresos obtenidos por los residentes en el extranjero cuando la enajenación de las acciones de emisoras mexicanas se realice a través de la bolsa de valores autorizada en el país, y siempre que las mismas sean de las que se colocan entre el público inversionista. También el art. 169 del Reglamento de la Ley, establece que la colocación entre el gran público inversionista se cumple cuando la emisión se inscriba y coloque en la bolsa de valores autorizada conforme a la legislación extranjera, interviniendo las casas de bolsa en las enajenaciones.

3) Finalmente la Regla 119 señala que "... de conformidad con la Ley del Impuesto Sobre la Renta, los títulos que representen acciones emitidas por sociedades mexicanas cualquiera que sea el nombre que se le designe, tendrá el mismo tratamiento fiscal que para la enajenación de acciones preve dicha Ley, cuando los mismos se enajenen en México o en el extranjero".

3.4 PROCEDIMIENTO PARA QUE EL INVERSIONISTA EXTRANJERO ADQUIERA ADR'S O, COMPRA VENTA DE ADR'S EN EL MERCADO SECUNDARIO (DIAGRAMAS).

ESQUEMA DE OPERACION PARA EMISION DE ADR'S PATROCINADOS

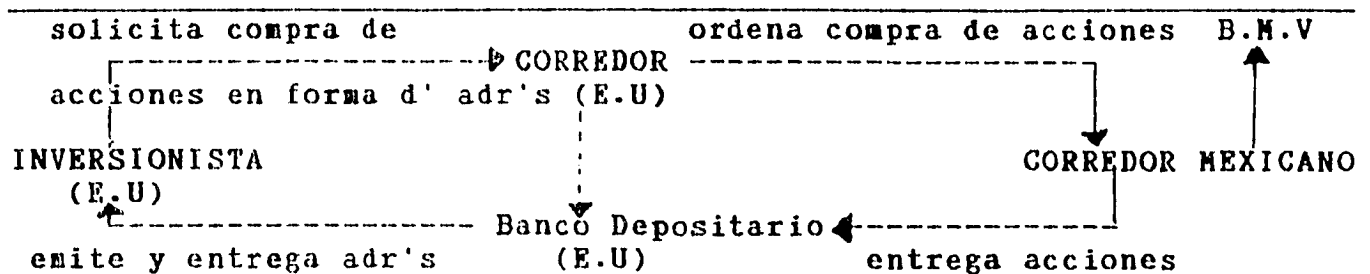


Fuente: Bolsa Mexicana de Valores; Dirección general adjunta de promoción, dirección internacional, American Depositary Receipts: conceptualización y características.

EXPLICACION DEL DIAGRAMA: Para la emisión y cotización de ADR'S Patrocinados Mexicanos en el mercado estadounidense, los pasos a seguir son los que a continuación se describen:

- 1) La empresa mexicana interesada en cotizar sus valores en este mercado firma un Acuerdo de Depósito o contrato de servicio con una institución de valores o banco estadounidense para la emisión de ADR'S;
- A la vez, el corredor de bolsa mexicano que corresponda compra las acciones en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores. Si la emisión de ADR'S es respaldada por una nueva emisión de acciones mexicanas, el corredor de bolsa no tendrá parte en este proceso.
- 2) Una vez efectuado el acuerdo, dicha compañía deposita en un banco (Banco Custodio) dentro del territorio nacional las acciones que avalarán la emisión de los ADR'S.
- 3) El Banco Custodio remite a la institución o banco norteamericano (Banco Depositario) la conformación del depósito de las acciones e instruye para emitir los ADR'S.
- 4) El banco depositario coloca los ADR'S en el mercado norteamericano respectivo para su operación e intercambio;
- 5) El inversionista extranjero adquiere los ADR'S conforme a la legislación aplicable en este mercado,
- * En caso de que el inversionista desee adquirir un volumen de ADR'S mayor al emitido, remite una orden a su corredor (extranjero), el cual comunica dicha orden al corredor mexicano. Este último procede a adquirir las acciones requeridas en la BMV o solicita a la empresa mexicana una nueva emisión.

ESQUEMA DE OPERACION PARA EMISION DE ADR'S NO PATROCINADOS



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores; Dirección general adjunta de promoción, dirección internacional, American Depository Receipts: conceptualización y características.

EXPLICACION DEL DIAGRAMA:

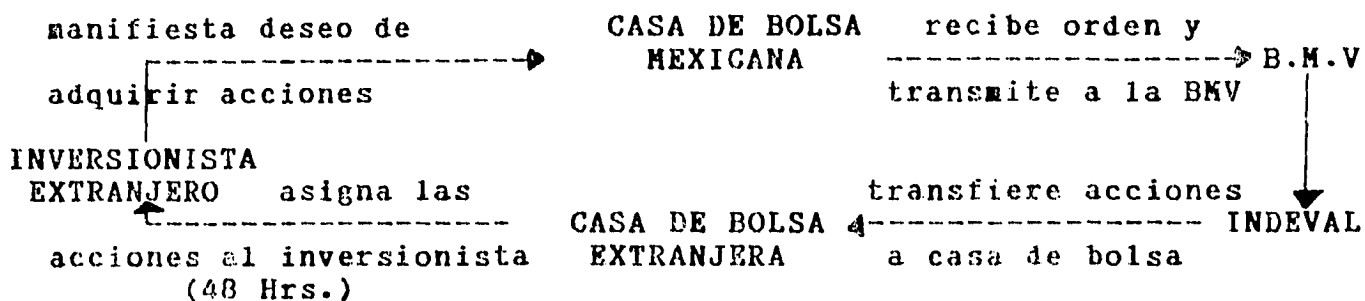
I. Como consecuencia de la demanda del mercado de inversionistas norteamericano:

- El inversionista instruye al corredor de bolsa respectivo (estadounidense) para la compra de acciones mexicanas de alguna empresa nacional;
- El corredor extranjero ordena a otro mexicano para adquirir las acciones deseadas por el inversionista;
- El corredor mexicano lleva a cabo la transacción en el piso de remates de la BMV y, una vez efectuada la transacción, entrega las acciones a favor del Banco Depositario norteamericano, y;
- Este último, una vez que ha recibido la confirmación del depósito de las acciones a su custodia, emite los ADR'S y entrega al inversionista el volumen que le corresponda.

II. Como opción adicional de portafolio que el Banco Depositario ofrece a sus inversionistas:

- Una vez que el Banco Depositario ha adquirido el suficiente volumen de acciones mexicanas, realiza la emisión y colocación de ADR'S en el mercado correspondiente;
- El inversionista a su vez remite a su corredor respectivo la orden de compra de ADR'S, y;
- Dichos corredores llevan a cabo las operaciones subsecuentes en el mercado en que haya sido colocada la emisión de ADR'S.

PROCEDIMIENTO PARA LA ADQUISICION DE ACCIONES SERIES *B O NEUTRALES



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores; Dirección general adjunta de promoción, dirección internacional, American Depositary Receipts: conceptualización y características.

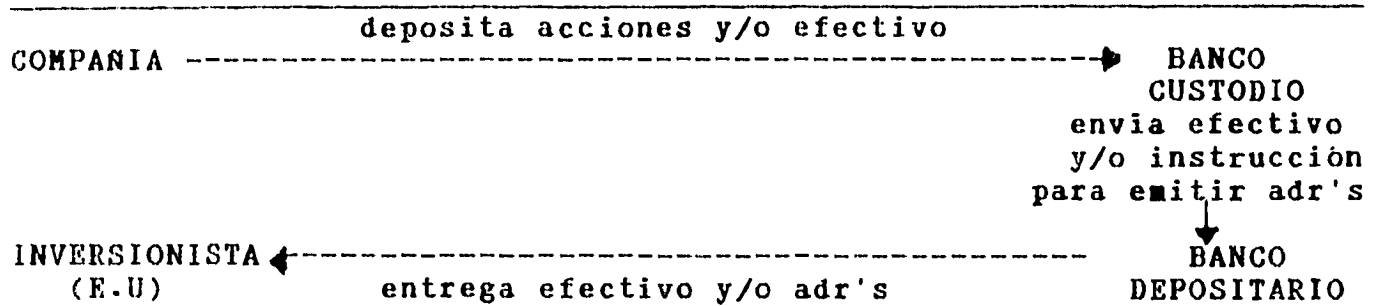
EXPLICACION DEL DIAGRAMA: El procedimiento a seguir para que un inversionista extranjero pueda adquirir acciones serie *B o neutrales emitidas por una empresa mexicana es el siguiente:

- El inversionista extranjero manifiesta su deseo de invertir en este tipo de acciones, remitiendo una orden de compra a la subsidiaria de cualquier casa de bolsa mexicana localizada en el extranjero;
- Dicha subsidiaria transmite la orden de compra a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV);
- El operador de piso respectivo lleva a cabo la transacción en la BMV;
- La subsidiaria recibe la confirmación de la operación efectuada en el piso de remates de la BMV y convierte el precio de las acciones a la moneda del país donde se originó la operación;

Asimismo, la casa de bolsa subsidiaria remite la confirmación al inversionista extranjero de la fecha de la transacción.

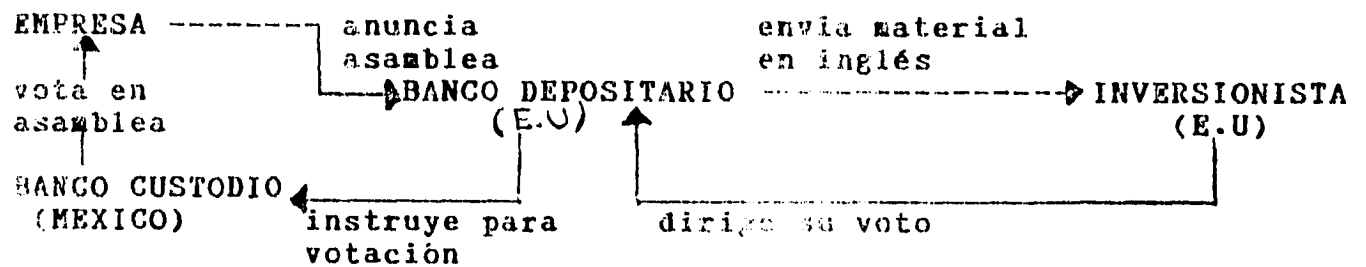
- El inversionista deposita los fondos correspondientes a la liquidación a la sucursal en México de algún banco originario de dicho país, y
- La casa de bolsa subsidiaria mantiene en su poder las acciones adquiridas por el inversionista, si ésta es su custodia. En caso contrario, la Subsidiaria deposita los valores correspondientes en la institución que sea la encargada de la custodia de las acciones.

ESQUEMA DE OPERACION: PAGO DE DIVIDENDOS



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores; Dirección general adjunta de promoción, dirección internacional, American Depositary Receipts: conceptualización y características.

ESQUEMA DE OPERACION ASAMBLEA DE ACCIONISTAS



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores; Dirección general adjunta de promoción, dirección internacional, American Depositary Receipts: conceptualización y características.

3.5 PREFERENCIA DE LAS EMPRESAS MEXICANAS POR LOS ADR'S COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO, Y EL CASO DE UNA EMPRESA MEXICANA EXITOSA EN SU COLOCACION DE ADR'S (TELMEX).

De 1991 a la fecha la lista de empresas mexicanas que cotizan ADR'S en el mercado norteamericano y GDR'S en otros mercados del mundo se ha incrementado en más de 200 por ciento. Mientras en 1991 aparecían sólo 16 empresas en 1994 aparecen ya más de 45 empresas mexicanas.

De 1991 a 1994 el monto total captado por las emisoras mexicanas asciende a más de 10,729 millones de dólares a través de estos mismos instrumentos. (Ver Cuadro 13, sobre colocaciones de empresas mexicanas en el extranjero)

CUADRO 13
COLOCACIONES DE EMPRESAS MEXICANAS EN EL EXTRANJERO
1991-1994

| EMISORA | SERIE | INSTRUMENTO | IMPORTE EN MILLONES DE DOLARES |
|-------------------|-------|-------------|--------------------------------|
| CERRAMIC | BCP | ADR/GDR | 13, 399, 510 |
| VITRO | NVO | ADR/GDR | 36, 470, 020 |
| TELCEL | L | ADS | 1' 907, 850, 620 |
| TELESA | B | ADS | 94, 515, 440 |
| TAKSA | OP | ADS/GDS | 48, 015, 530 |
| GIGANTE | BCP | ADS | 48, 741, 960 |
| EMPAQ | BCP | ADS | 32, 731, 460 |
| PONDER | BNVO | ADS | 4, 528, 600 |
| GCARSO | AI | ADS | 213, 255, 990 |
| CEMEX | B | ADS | 21, 449, 370 |
| TELESA | L | ADS | 29, 919, 010 |
| OMIBEO | BCP | ADR/GDR | 39, 249, 090 |
| APPOMEXICO | CPO | ADS | 95, 449, 950 |
| VITRO | NVO | ADR/GDR | 165, 513, 730 |
| SITUR | BCP | ADR | 50, 545, 240 |
| GSYR | B | ADS | 132, 175, 970 |
| TELEVISIA | L | ADS | 648, 624, 640 |
| TOTAL 1991 | | | 3' 579, 976, 120 |

COLOCACIONES DE EMPRESAS MEXICANAS
EN EL EXTRANJERO 1992 (CONTINUACION)

| EMISORA | SERIE | INSTRUMENTO | IMPORTE EN MILLONES DE DOLARES |
|-------------------|-------|-------------|-----------------------------------|
| COMERCI**B2 | | ADS | 141, 340 |
| GCC* | B | ADR/GDR | 11, 919, 970 |
| GFB | CCPOP | ADR | 638, 191, 380 |
| SEARS | B1OP | ADR/GDR | 101, 624, 520 |
| POSADAS | LCPOP | ADS/GDS | 28, 054, 900 |
| ICA | OP | GDR | 283, 902, 180 |
| TELMEX | LOP | ADS | 1' 243, 132, 320 |
| CEMEX | CPO | ADS | 896, 185, 830 |
| TMM | L | ADS | 75, 583, 570 |
| LIVEPOL | C1 | GDR | 54, 824, 140 |
| GGEMEX | BCP | GDS | 138, 830, 860 |
| TOTAL 1992 | | | 3' 472, 391, 010 |

COLOCACIONES DE EMPRESAS MEXICANAS
EN EL EXTRANJERO 1993 (CONTINUACION)

| EMISORA | SERIE | INSTRUMENTO | IMPORTE EN MILLONES DE DOLARES |
|-------------------|---------|-------------|-----------------------------------|
| GCARSO***A-1 | | ADS | 235, 438, 380 |
| | ADS/GDS | | 173, 083, 380 |
| DINA | | ADS/GDS | 7, 070, 870 |
| RCENTRO | CPO | ADS | 41, 276, 460 |
| SIMEC | B | ADS/GDS | 42, 577, 800 |
| SFQ | A | ADS | 34, 209, 120 |
| KOF | L | ADS | 134, 566, 560 |
| TRIBASA | *CPOP | ADS/GDS | 211, 652, 770 |
| MASECA | BOP | ADS | 43, 068, 620 |
| BUFETE | CPO | GDR | 82, 772, 400 |
| GSERFIN | LCP | ADS | 268, 320, 340 |
| GSERFIN | LCPSA | ADS | 5, 079, 300 |
| ATY | *OP | ADS | 63, 715, 700 |
| GMD | BOP | ADS | 70, 778, 440 |
| GMD | LOP | ADS | 70, 788, 440 |
| TELEVISA | CPO | ADS | 822, 267, 910 |
| TOTAL 1993 | | | 2' 306, 636, 470 |

COLOCACIONES DE EMPRESAS MEXICANAS
EN EL EXTRANJERO 1994 (CONTINUACION)

| EMISORA | SERIE | INSTRUMENTO | IMPORTE EN MILES DE DOLARES |
|-------------------|--------|-------------|--------------------------------|
| MODERNA | ACP-3 | ADR/GDR | 198, 259, 260 |
| MODERNA | ACP-3 | ADR/GDR | 75, 303, 700 |
| TRIBASA | *GPOP | ADS/GDS | 187, 510, 060 |
| TRIBASA | *GPOP | ADS/GDS | 112, 506, 040 |
| GBMATLA | LOP | ADS/GDS | 55, 092, 120 |
| GGEMEX | CPO OP | ADS/GDS | 119, 306, 680 |
| IUSACEL | DCP | ADS/GDS | 46, 558, 290 |
| IUSACEL | LCP | ADS/GDS | 108, 636, 010 |
| BANPAIS | LCP | ADS/GDS | 108, 319, 260 |
| SIDEK | L | ADS/GDS | 44, 576, 400 |
| DESC | *C | ADS/GDS | 55, 238, 930 |
| GIDUSA | *A | ADS/GDS | 98, 139, 120 |
| GIDUSA | *ASA | ADS/GDS | 7, 674, 950 |
| CORPGEO | *B | ADS/GDS | 38, 538, 790 |
| CORPGEO | *BSA | ADS/GDS | 5, 780, 830 |
| HYLSAMX | BCP | ADS/GDS | 107, 430, 620 |
| TOTAL 1994 | | | 1' 372, 871, 070 |

*OFERTA PUBLICA DE VENTA

** SE TRATA DE UNA COLOCACION

PRIVADA DEL 12 DE FEBRERO

EL IMPORTE TOTAL TOMA EN CUENTA EL PRECIO Y EL TOTAL DE LAS
ACCIONES AL PRIMER DIA DE CUSTODIA DEL
CITYBANK

** SE TRATA DE UNA COLOCACION PRIVADA

**FUENTE: INDICADOR BURSATIL; OCTUBRE 1994, PAG.70
BOLSA MEXICANA DE VALORES**

Empresas como Teléfonos de México han logrado captar cerca de los 2,000 millones de dólares en una sola emisión, y debido a la gran demanda de sus títulos por parte de inversionistas extranjeros y a sus necesidades de financiamiento han vuelto a colocar una nueva emisión de acciones en años posteriores. Teléfonos de México (Telmex) se ha consolidado en el mercado internacional como una de las emisoras mexicanas más exitosas en su colocación de ADR'S por la cantidad de recursos captados a través de esta vía. Le siguen empresas como Televisa que durante 1991 captó cerca de 650 millones de dólares, Cemex que en 1992 captó cerca de 900 millones de dólares, Grupo Financiero Bancomer (GFB) que en el mismo año se allegó recursos por alrededor de 650 millones de dólares. Después le siguen Grupo Carso, Tibasa y GSerfin que durante 1993 emitieron acciones por alrededor de 250 millones de dólares.

La preferencia de las emisoras mexicanas por este tipo de instrumentos se debe entre otras cosas a las siguientes causas:

- * A que estos instrumentos se colocan en uno de los mercados financieros más grandes del mundo, Estados Unidos;
- * Al tipo de moneda en que se reciben los recursos, (dólares);
- * A los requerimiento de información financiera de la emisora, que son menores;
- * A los costos de colocación, menores comparados con otros instrumentos financieros.
- * Y a los tiempos, entre el momento en que se consolida la interrelación entre los participantes para desarrollar e implementar un programa de relaciones para con los inversionistas y el momento en que se anuncia publicamente la oferta y se reciben los recursos financieros.

Dentro las empresas mexicanas emisoras de ADR'S se han reflejado en sus cuentas financieras generales, que demuestran el estado del negocio de la entidad emisora (Balance), y haciendo un desglose de capital, incrementos en su **Capital Contable** como efecto de su colocación de ADR'S en el mercado estadounidense.

En el caso de Teléfonos de México (TELMEX), quien llevó a cabo una emisión de ADR'S en 1991, por un monto de 1'907,850, 620 millones de dólares (Ver Cuadro 13), se comprueba que se esto representó un incremento de su Capital Contable el cual pasó de 40,923.855 miles de nuevos pesos en 1991 a 50,257,415 miles de nuevos pesos en 1992. Los incrementos en el capital contable no reflejaron necesariamente el monto de la emisión debido a que parte del capital que se obtuvo con la emisión se utilizó para pagar pasivos de la empresa. Para 1992 la empresa Telmex vuelve a efectuar una emisión de ADR'S ahora por un importe de 1'243,132,320 millones de dólares, y su capital contable pasa de 50,257,415 en 1992 a 55,356,606 miles de nuevos pesos en 1993.

Otra empresa mexicana, también del sector comunicaciones que ha logrado obtener importantes recursos de capital del exterior es **Televisa**. Esta emitió ADR'S en 1991 por un importe de 648,624 miles de dólares (Ver Cuadro 13). Esto significó un considerable aporte a su Capital Contable Consolidado (éste considera a la compañía controladora más su subsidiarias) el cual pasó de 659,261 miles de nuevos pesos en 1991 a 4,138, 704 miles de nuevos pesos en 1992. La empresa Televisa vuelve a emitir ADR'S en 1993 ahora por un importe de 822,267,910 millones de dólares y esta emisión se refleja en su capital contable consolidado de 1994 el cual llegó a los 6,166,931 miles de nuevos pesos.

En el **Anexo 2** al final del capítulo 3, se presenta un desglose de capital histórico de las empresas arriba mencionadas, más la empresa Tribasa.

Según información proporcionada por la Bolsa Mexicana de Valores, la preferencia por este tipo de instrumentos está entre un 70 y 75 por ciento por parte de los inversionistas extranjeros. Después le siguen las Acciones de Libre Suscripción, el Fondo México, el Fondo Neutro, los Warrants y el Mercado Intermedio. (Ver Cuadro 14, Inversión Extranjera en el Mercado de Capitales).

CUADRO 14
INVERSION EXTRANJERA EN CARTERA 1989-1995
(MILLONES DE DOLARES)

| ANOS | ADR(1) | FM(2) | LS(3) | FN(4) | W(5) | MI(6) | TOTAL |
|------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 1989 | 402 | 264 | 107 | 35 | - | - | 808 |
| 1990 | 2 086 | 243 | 1 072 | 676 | - | - | 4 079 |
| 1991 | 13 733 | 499 | 2 960 | 1 348 | - | - | 18 542 |
| 1992 | 21 153 | 619 | 5 096 | 1 798 | - | - | 28 668 |
| 1993 | 33 959 | 1 363 | 12 906 | 6 380 | 18.11 | 4.05 | 54 632 |
| 1994 | 21 162 | 765 | 8 079 | 4 348 | 15.55 | 23.73 | 34 349 |

(1) ADR'S, INCLUYE OFERTAS DE GDR'S

(2) FONDO MEXICO

(3) LIBRE SUSCRIPCION INCLUYE CUENTAS DE 3eros de CITYBANK Y SOCIEDADES DE INVERSION

(4) FONDO NEUTRO NO INCLUYE CPO'S QUE RESPALDAN ADR'S

(5) WARRANTS

(6) MERCADO INTERMEDIO

FUENTE: DIR. GRAL. DE INFORMACION Y ESTADISTICA
BOLSA MEXICANA DE VALORES

3.6 PERSPECTIVAS DE LOS ADR'S.

El comportamiento de los precios y de la tenencia de valores en manos de extranjeros de empresas mexicanas, tiene que ver en gran medida con el comportamiento del ciclo económico de México. Es decir, cuando la economía mexicana se encuentra en un ciclo de recuperación y crecimiento económico. Los precios de las acciones mexicanas se mueven al alza al igual que la demanda de valores mexicanos en el extranjero. Por ejemplo: en 1989 el PIB de México fue de 3.3 por ciento y para 1990 se alcanzó un crecimiento económico del 4.5 por ciento promedio anual.

Esto se refleja inmediatamente en la participación del inversionista extranjero dentro del mercado de valores nacional. En 1989 el valor del mercado de valores era de 26'562,710 millones de dólares, la inversión extranjera en el mercado de valores era de 808 miles de dólares, esto es una participación de 3.4%. Para 1990 el valor del mercado ascendió a 40'939.86 miles de dólares, la inversión extranjera de cartera llegó a los 4079.45 miles de dólares, y esto representó un incremento en su participación de 9.96 por ciento.

El comportamiento macroeconómico "estable" de México durante los años siguientes (hasta 1994) alentó la demanda de papeles mexicanos en el extranjero y el incremento en sus precios dentro de las bolsas de valores internacionales. La inversión extranjera dentro del mercado de valores nacional era en 1994 de 60,924,550 millones de dólares y su participación en el mercado llegó a los 28.29%. (Según Datos proporcionados por la Dirección General de Información y Estadística de la Bolsa Mexicana de Valores).

Sin embargo, a partir de la crisis financiera que se desató en México en diciembre de 1994, la demanda de papeles mexicanos en manos de extranjeros y sus precios comenzaron a mostrar una tendencia a la baja. La inversión en ADR'S que a noviembre de 1994 era de 29,056 millones de dólares cae para septiembre de 1995 a sólo 15,444 millones de dólares (Según Datos proporcionados por la Dirección General de Información y Estadística de la Bolsa Mexicana de Valores).

De esta manera, se puede comprobar que sólo a medida que se recupere la economía mexicana e inicie un proceso de crecimiento sostenido podrá contar con el ahorro externo como complemento del ahorro interno.

Por otro lado, la crisis financiera en México (de diciembre de 1994) no afectó de igual forma a las empresas mexicanas (emisoras de ADR'S), como la crisis de la deuda en 1982. Ya que a través de la colocación de los ADR'S no se contrae un compromiso de pago de crédito o de intereses, el inversionista extranjero sólo tiene la posibilidad de participar en los dividendos que arrojen sus acciones como efecto del éxito o fracaso de la empresa.

Las empresas mexicanas de este manera se cubren del riesgo financiero que significa la devaluación del tipo de cambio o el incremento en las tasas de interés reales en los mercados internacionales.

Para que las empresas mexicanas retornen al mercado mundial de capitales tal como venia sucediendo recientemente y en particular, a través de la emisión de acciones en los mercados externos se requiere que la economía de México supere su nueva crisis, que tendrá que pasar por acelerar su apertura externa en sectores clave de la competitividad internacional como; las telecomunicaciones, la industria automotriz y el sector financiero; complementando con la renegociación de su endeudamiento externo así como de un cambio en la orientación de los beneficios de la política económica, principalmente, al impulso al mercado interno y externo.

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

CAPITULO III
N O T A S
(REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS)

- 1º DIARIO OFICIAL DE LA FEDERACION; Cambios al Reglamento de Inversión Extranjera, 19 de Mayo de (1989).
- 2º BOLSA MEXICANA DE VALORES (BMV); AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS, CONCEPTUALIZACION Y CARACTERISTICAS, Ed. Dirección General Adjunta de Promoción, Dirección Internacional (1992).
- 3º (BMV); El Proceso de Globalización Financiera en México. Ed. Colección Planeación y Desarrollo del Mercado.
- 4º Marmolejo, Martin; Inversiones (Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía) Ed. Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas (1985)
- 5º Manstell, Caterin; Las Nuevas Finanzas en México. Ed. Milenio (1992)
- 6º Instituto Mexicano del Mercado de Capitales (IMMEC) y (BMV); Alternativas de Financiamiento en el Mercado de Valores (1991).
- 7º BMV y IMMEC; Como Invertir en México una Guia para el Mercado de Valores (1991).
- 8º Borja Martinez, Francisco; El Nuevo Sistema Financiero Mexicano Ed. FCE (1991).
- 9º Gutierrez Pérez, Antonio; Crisis y Nuevos Circuitos Financieros en México. Ed. UAM (1990)
- 10º Asociación Mexicana de Casas de Bolsa AC; La Colocación de Valores Mexicanos en el Mercado Norteamericano, Dos Publicaciones Especiales.

C O N C L U S I O N E S

Los ADR'S como instrumento de financiamiento han funcionado para que las empresas mexicanas puedan contar con recursos nuevos de capital para lograr el crecimiento de sus plantas y el avance en su expansión económica. Este instrumento ha dejado atrás las posibilidades de que las empresas vuelvan a verse involucradas en problemas de sobreendeudamiento, como ocurrió al inicio de la década de los ochenta.

Sin embargo, éste instrumento financiero -como cualquier otro- se ve afectado por el entorno macroeconómico en que se desenvuelven. Es decir, la posibilidad de que los inversionistas extranjeros sigan demandando este tipo de valores e inyectando recursos a las empresas mexicanas, depende en gran medida, de que la economía mexicana genere un marco que permita el crecimiento de la industria nacional.

Se vislumbran ciertos aspectos difíciles para que los ADR'S sigan funcionando como mecanismo de financiamiento. Entre ellos, como ya se mencionó, se encuentra el problema de confianza y certidumbre que los inversionistas extranjeros deben tener sobre la economía mexicana. Una economía que encierra dificultades de inestabilidad política y social, difícilmente será sujeta de crédito. Aunque puede darse el caso de que el inversionista extranjero deposite su capital en acciones de empresas mexicanas, pero sólo a medida de que el precio que se paga por esto compense con creces el riesgo.

Otro problema, es que el capital extranjero se vuelva demasiado exigente y selecto, es decir, en una economía con problemas de devaluación, el inversionista foráneo sólo apoyará con su capital a empresas nacionales muy grandes, con gran capacidad de exportación y saneadas financieramente. Esto cierra completamente la posibilidad para que la empresa mediana y pequeña accedan a instrumentos financieros del tipo ADR'S como mecanismo de financiamiento.

Durante los últimos años los inversionistas foráneos se han visto incentivados en invertir su capital en valores de mercados emergentes, del tipo Corea, Malasia, Sigapur, Argentina, Chile, México, Venezuela, etc., motivados principalmente por los altos premios que se pagan en inversiones de estos países, mayores que los que se pagan en mercados consolidados como Wall Street, Londres, Tokio, etc. El riesgo consite, en que si en cualquier momento se inicia una recuperación inesperada de los mercados consolidados, es decir, con incrementos significativos de las tasas de interés, los capitales comenzaran a dirigirse hacia estos mercados, que ofrecen menos riesgo.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTARIA

Marquez, Alejandro; Inversion Extranjera se Revierte el Proceso. Revista Expansión, Año XXV, Vol. XXV, No. 612.

Moreno Gómez, Luis Miguel; Financiamiento de Empresas Mexicanas en los Mercados Extranjeros de Deuda y Capital. Revista Ejecutivos de Finanzas, Año XXI, No.5, 1993

Herrera, Arturo; Oportunidades de Mejorar el Acervo y el Costos de Financiamiento Ante los Requerimientos de la Siguiete Etapa del Desarrollo Económico. Revista Ejecutivos de Finanzas, Año XXII, Enero 1993.

Akle Fierro, José; La Formación de Capital en México: Situación Actual y Tarea por Delante. Revista Ejecutivos de Finanzas, Cap.1, Año XXII, No.1, Enero 1993.

Grupo Sidek; Colocación de Acciones, Eurobonos y Bursatilización de Créditos. Revista Ejecutivos de Finanzas, Año XXV, No. 4, abril 1993.

Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP); Más Captación de Capitales. Revista Expansión, Año XXV, Vol. XXV, No. 611, marzo 1993.

Bolsa Mexicana de Valores (BMV); Hacia los Productos Financieros Derivados, Estructura del Mercado de Warrantes en México. Revista Ejecutivos de Finanzas, Año XII, No.5, 1993.

Bolsa Mexicana de Valores (BMV); Cuarta Convención del Mercado de Valores. Revista Mercado de Valores, No. 10, Año LII, Mayo 15, 1993.

ANEXO ESTADISTICO 1

TESIS SIN PAGINACION

COMPLETA LA INFORMACION

ADR: REQUERIMIENTOS DE INFORMACION

| TIPO DE ADR | ACTA * | REGISTRO | DISEMINACION DE INFORMACION | COSTO | MERCADO | OBTENCION DE CAPITAL |
|------------------------|--------|-----------|-----------------------------|------------|----------------------------|----------------------|
| No Patrocinados | 1933 | F-6 | Ninguna | 0 | OTC | No |
| | 1934 | 12G3-2(b) | Ninguna ** | | | |
| Patrocinados Nivel-I | 1933 | F-6 | Ninguna | \$ 15,000 | OTC | No |
| | 1934 | 12G3-2(b) | Ninguna ** | | | |
| Patrocinados Nivel-II | 1933 | F-6 | Ninguna | \$ 75,000 | National Exchange o NASDAQ | No |
| | 1934 | 20-F | Detallada | | | |
| Patrocinados Nivel-III | 1933 | F-1 | Rigurosa | \$ 500,000 | National Exchange o NASDAQ | Si |
| | 1934 | 20-F | Detallada | | | |

* Sección Act of 1933 o Securities Exchange Act of 1934, según corresponda

** La información que se proporciona a la SEC y la su publicación deberá cumplir con los requisitos establecidos en el país en el cual la empresa emisora tenga establecido su domicilio o incorporación, y así como al mismo tiempo que la Bolsa de Valores en la cual cotizan las acciones de dicha compañía.

FUENTE: Bank of New York.

ADR: COMPARATIVO DE COSTOS DE COLOCACION ¹

| | NYSE | AMEX | NASDAQ | PINK SHEETS |
|--|-----------------|-----------------|----------------|-------------|
| Número de Acciones | 2,500,000 | 1,000,000 | 500,000 | N.D. |
| Activos Netos o Capital | \$ 100,000,000 | \$ 25,000,000 | \$ 4,000,000 | N.D. |
| Ingresos Anuales (antes de impuestos) | \$ 25,000,000 * | \$ 7,500,000 ** | \$ 750,000 *** | N.D. |
| Costo de Listado | \$ 75,000 | \$ 40,000 | \$ 1,250 | N.D. |

¹ : Cifras en dólares.

* : O, en su caso, \$ 100,000,000 acumulados en los 3 años anteriores.

** : O, en su caso, \$ 30,000,000 acumulados en los 3 años anteriores.

*** : Al último ejercicio fiscal o dos de los tres últimos ejercicios.

N.D. : No Disponible

FUENTE: Bank of New York.

ADR PATROCINADOS NIVEL I: PROCEDIMIENTOS PARA EMISION

Dirección Internacional

| Actividad | Semanas | | | | | | | | | Participantes en el Proceso | | | | | |
|--|---------|---|---|---|---|---|---|---|---|-----------------------------|------------------|-------------|---------------|------------------------|---------------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | | | | | | |
| Se consolida la interrelación entre los participantes para desarrollar e implementar un programa de relaciones para con los inversionistas | | | | | | | | | | | COMPAÑIA EMISORA | DEPOSITARIO | AREA JURIDICA | | COMPAÑIA DE RELACIONES PUBLICAS |
| Remisión de la Forma 12g3-2(b) a la SEC para su aprobación | | | | | | | | | | | COMPAÑIA EMISORA | | AREA JURIDICA | | |
| Negociación del Acuerdo de Depósito y la forma F-6 | | | | | | | | | | | COMPAÑIA EMISORA | DEPOSITARIO | AREA JURIDICA | | |
| Determinación de la relación par y los Market Makers para el programa de ADR | | | | | | | | | | | COMPAÑIA EMISORA | DEPOSITARIO | | INTERMEDIARIO BURSATIL | |
| Se terminan todos los procesos requeridos para la operación y compensación | | | | | | | | | | | COMPAÑIA EMISORA | DEPOSITARIO | AREA JURIDICA | | |
| Remisión del Acuerdo de Depósito y la Forma F-6 para recibir la aprobación de la SEC (El ADR se coloca y comienza a operar) | | | | | | | | | | | COMPAÑIA EMISORA | DEPOSITARIO | AREA JURIDICA | | |
| Se anuncia públicamente la oferta en periódicos y se notifica a Casas de Bolsa e Inversionistas | | | | | | | | | | | | DEPOSITARIO | AREA JURIDICA | INTERMEDIARIO BURSATIL | COMPAÑIA DE RELACIONES PUBLICAS |

Dirección General Adjunta de Promoción

Fuente: Citibank

ANEXO ESTADISTICO 2

SFOCAP DATOS DE CAPITAL DE I.C.S. (CAT. 91.) 01/NOV/95 10:52

| EMISORA : TELMEX | | | TRIMESTRE : 03 | | | |
|----------------------|-------------|-----|----------------|-----|-------------|-----|
| REEXPRESADO | BMV95 | | BMV95 | | BMV95 | |
| CONCEPTO | 91-91 | TEN | 92-92 | TEN | 93-93 | TEN |
| | C | | C | | C | |
| S-33 CAP CONT CONSOL | 40,923,855 | 100 | 50,257,415 | 123 | 55,356,606 | 135 |
| S-34 PARTICIPAC MIN | | | | | | |
| S-35 CAPITAL CONTAB | 40,923,855 | 100 | 50,257,415 | 123 | 55,356,606 | 135 |
| S-36 CAPITAL CONTRIB | 29,328,910 | 100 | 29,325,462 | 100 | 29,329,487 | 100 |
| S-37 *CAP SOCIAL PAG | 1,772,690 | 100 | 1,619,278 | 91 | 1,516,781 | 88 |
| S-38 *ACT CAP SOC P | 23,263,569 | 100 | 23,413,263 | 101 | 23,519,550 | 101 |
| S-39 *PRIMA VTA ACCS | 4,292,653 | 100 | 4,292,920 | 100 | 4,293,157 | 100 |
| S-40 *APORT FUT AUM | | | | | | |
| S-41 CAPITAL GANADO | 11,594,944 | 100 | 20,931,955 | 181 | 26,027,119 | 224 |
| S-42 *RESUL ACUM EVA | 15,599,941 | 100 | 26,961,001 | 173 | 37,401,953 | 240 |
| S-43 *RVA RECOMPRA A | | | | | | |
| S-44 *EXC(INS)ACT CC | 12,402,388- | 100 | 15,417,583- | 124 | 21,472,859- | 173 |
| S-45 *RES NETO EJERC | 8,397,390 | 100 | 9,382,536 | 112 | 10,098,025 | 120 |

SFOCAP DATOS DE CAPITAL DE I.C.S. (CAT. 91.) 01/NOV/95 10:52

| EMISORA : TELMEX | | | TRIMESTRE : 03 | |
|----------------------|-------------|-----|----------------|-----|
| REEXPRESADO | BMV95 | | EMP95 | |
| CONCEPTO | 94-94 | TEN | 95-95 | TEN |
| | C | | C | |
| S-33 CAP CONT CONSOL | 63,935,341 | 156 | 71,204,360 | 174 |
| S-34 PARTICIPAC MIN | | | 80,204 | |
| S-35 CAPITAL CONTAB | 63,935,341 | 156 | 71,124,156 | 174 |
| S-36 CAPITAL CONTRIB | 29,323,844 | 100 | 29,247,947 | 100 |
| S-37 *CAP SOCIAL PAG | 1,055,033 | 60 | 989,757 | 56 |
| S-38 *ACT CAP SOC P | 23,975,089 | 103 | 23,964,869 | 103 |
| S-39 *PRIMA VTA ACCS | 4,293,722 | 100 | 4,293,321 | 100 |
| S-40 *APORT FUT AUM | | | | |
| S-41 CAPITAL GANADO | 34,611,497 | 299 | 41,876,209 | 361 |
| S-42 *RESUL ACUM EVA | 47,782,144 | 306 | 44,571,293 | 286 |
| S-43 *RVA RECOMPRA A | 998,785 | | 4,817,107 | |
| S-44 *EXC(INS)ACT CC | 24,421,744- | 197 | 15,233,865- | 123 |
| S-45 *RES NETO EJERC | 10,252,312 | 122 | 7,721,674 | 92 |

CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE NUEVOS PESOS

SÍMBOLOS DEL DESGLOSE DE CAPITAL DE LA EMPRESA

- S-33 CAPITAL CONTABLE CONSOLIDADO
- S-34 PARTICIPACION MINIMA
- S-35 CAPITAL CONTABLE
- S-36 CAPITAL CONTRIBUIDO
- S-37 CAPITAL SOCIAL PAGADO
- S-38 N.D
- S-39 PRIMA DE VENTA DE ACCIONES
- S-40 APORTACIONES FUTURAS AUMENTADAS
- S-41 CAPITAL GANADO
- S-42 RESULTADO ACUMULACION DE RESERVAS
- S-43 RESERVA RECOMPRA DE ACCIONES
- S-44 N.D
- S-45 RESERVAS NETAS DEL EJERCICIO

FUENTE: BOLSA MEXICANA DE VALORES.

FALLA DE ORIGEN

SFCCAP

DATOS DE CAPITAL DE I.C.S. (CAT. 91.)

01.NOV.95 10:52

| EMISORA : TLEVISIA | | | TRIMESTRE : 03 | | | |
|----------------------|------------|-----|----------------|-------|-----------|-------|
| REEXPRESADO | BMV95 | | BMV95 | | BMV95 | |
| CONCEPTO | 91-91 | TEN | 92-92 | TEN | 93-93 | TEN |
| | C | | C | | C | |
| S-33 CAP CONT CONSOL | 659,261- | 100 | 4,138,704 | 628- | 5,280,189 | 801- |
| S-34 PARTICIPAC MIN | 223,689 | 100 | 197,746 | 88 | 303,172 | 136 |
| S-35 CAPITAL CONTAB | 882,950- | 100 | 3,940,958 | 446- | 4,977,016 | 564- |
| S-36 CAPITAL CONTRIB | 1,304,990- | 100 | 3,015,536 | 231- | 3,026,613 | 232- |
| S-37 *CAP SOCIAL PAG | 1,291,128 | 100 | 2,425,533 | 188 | 2,273,227 | 176 |
| S-38 *ACT CAP SOC P | 371,856 | 100 | 590,003 | 159 | 750,603 | 202 |
| S-39 *PRIMA VTA ACCS | 2,967,975- | 100 | | | 2,784 | |
| S-40 *APORT FUT AUM | | | | | | |
| S-41 CAPITAL GANADO | 422,039 | 100 | 925,421 | 219 | 1,950,403 | 462 |
| S-42 *RESUL ACUM RVA | 36,343- | 100 | 580,179 | 1596- | 1,358,351 | 3738- |
| S-43 *RVA RECOMPRA A | | | | | | |
| S-44 *EXC(INS)ACT CC | 266,587 | 100 | 72,147- | 27- | 1,550- | 1- |
| S-45 *RES NETO EJERC | 191,795 | 100 | 417,390 | 218 | 593,602 | 309 |

SFCCAP

DATOS DE CAPITAL DE I.C.S. (CAT. 91.)

01/NOV/95 10:52

| EMISORA : TLEVISIA | | | TRIMESTRE : 03 | |
|----------------------|-----------|-------|----------------|-------|
| REEXPRESADO | BMV95 | | EMP95 | |
| CONCEPTO | 94-94 | TEN | 95-95 | TEN |
| | C | | C | |
| S-33 CAP CONT CONSOL | 6,166,931 | 935- | 8,451,854 | 1282- |
| S-34 PARTICIPAC MIN | 247,806 | 111 | 564,770 | 252 |
| S-35 CAPITAL CONTAB | 5,919,125 | 670- | 7,887,084 | 893- |
| S-36 CAPITAL CONTRIB | 3,026,104 | 232- | 3,026,104 | 232- |
| S-37 *CAP SOCIAL PAG | 1,584,130 | 123 | 1,584,130 | 123 |
| S-38 *ACT CAP SOC P | 1,439,191 | 387 | 1,439,191 | 387 |
| S-39 *PRIMA VTA ACCS | 2,783 | | 2,783 | |
| S-40 *APORT FUT AUM | | | | |
| S-41 CAPITAL GANADO | 2,893,021 | 685 | 4,860,980 | 1152 |
| S-42 *RESUL ACUM RVA | 1,486,620 | 4091- | 2,247,982 | 6185- |
| S-43 *RVA RECOMPRA A | 745,753 | | 745,753 | |
| S-44 *EXC(INS)ACT CC | 270,906 | 102 | 913,575 | 343 |
| S-45 *RES NETO EJERC | 389,742 | 203 | 953,670 | 497 |

CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE NUEVOS PESOS

SFCCAP DATOS DE CAPITAL DE I.C.S. (CAT. 91.) 01/NOV/95 10:52

| EMISORA : TRIBASA | | TRIMESTRE : 03 | | | | | |
|----------------------|-------|----------------|--|-----------|------|--|-----------|
| REEXPRESADO | BMV95 | | | BMV95 | | | BMV95 |
| CONCEPTO | 92-92 | TEN | | 93-93 | TEN | | 94-94 |
| | C | | | C | | | C |
| S-33 CAP CONT CONSOL | 3 | 100 | | 3,911,819 | 3967 | | 5,841,801 |
| S-34 PARTICIPAC MIN | | | | 70,123 | | | 33,384 |
| S-35 CAPITAL CONTAB | 3 | 100 | | 3,841,696 | 6533 | | 5,808,417 |
| S-36 CAPITAL CONTRIB | 1 | 100 | | 2,188,530 | 3000 | | 3,107,259 |
| S-37 *CAP SOCIAL PAG | 1 | 100 | | 319,760 | 6000 | | 268,613 |
| S-38 *ACT CAP SOC P | | | | 30,733 | | | 150,002 |
| S-39 *PRIMA VTA ACCS | | | | 1,838,037 | | | 2,688,644 |
| S-40 *APORT FUT AUM | | | | | | | |
| S-41 CAPITAL GANADO | 1 | 100 | | 1,653,166 | 6600 | | 2,701,158 |
| S-42 *RESUL ACUM RVA | | | | 800,874 | | | 1,313,957 |
| S-43 *RVA RECOMPRA A | | | | | | | 105,235 |
| S-44 *EXC(INS)ACT CC | | | | 482,533 | | | 848,273 |
| S-45 *RES NETO EJERC | 1 | 100 | | 369,759 | 5900 | | 433,693 |

SFCCAP DATOS DE CAPITAL DE I.C.S. (CAT. 91.) 01/NOV/95 10:52

| EMISORA : TRIBASA | | TRIMESTRE : 03 | |
|----------------------|-----------|----------------|--|
| REEXPRESADO | EMP95 | | |
| CONCEPTO | 95-95 | TEN | |
| | C | | |
| S-33 CAP CONT CONSOL | 5,757,593 | 3967 | |
| S-34 PARTICIPAC MIN | 64,314 | | |
| S-35 CAPITAL CONTAB | 5,693,279 | 6533 | |
| S-36 CAPITAL CONTRIB | 3,113,190 | 3000 | |
| S-37 *CAP SOCIAL PAG | 268,613 | 6000 | |
| S-38 *ACT CAP SOC P | 150,899 | | |
| S-39 *PRIMA VTA ACCS | 2,693,678 | | |
| S-40 *APORT FUT AUM | | | |
| S-41 CAPITAL GANADO | 2,580,089 | 8900 | |
| S-42 *RESUL ACUM RVA | 1,580,487 | | |
| S-43 *RVA RECOMPRA A | 105,455 | | |
| S-44 *EXC(INS)ACT CC | 897,112 | | |
| S-45 *RES NETO EJERC | 2,965 | 6500 | |

CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE NUEVOS PESOS

FALLA DE ORIGEN