



Universidad Nacional Autónoma de México

**Programa de Posgrado en
Ciencias de la Administración**

T e s i s

Financiamiento a las pymes a través del mercado de valores.

Que para obtener el grado de:

Maestro en: Finanzas

Presenta: Tulio Argenis Campos Pérez

Tutor: M.A. Néstor Mario Álvarez Rodríguez



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

AGRADECIMIENTOS

A Dios:

Doy gracias por mi existencia y por haberme dado la dicha de nacer en una gran familia.

A mis padres, Héctor Campos y Carmen Pérez:

Por haberme dado la vida y hacer de mí un hombre de bien, por que sin escatimar esfuerzos me han ayudado a concluir un ciclo más en mi vida profesional.

A mis hermanos Erika y José:

Por todo su apoyo y por estar siempre presentes en cada etapa de mi vida.

A mi hermano Iván:

Por mostrarme el camino correcto a seguir y por ser siempre un ejemplo de dedicación, esfuerzo y superación personal para mí, y por todo el apoyo que me ha dado en este proceso.

A mis hermanas Mine y Lulú:

Dedico esta tesis y todos mis logros académicos que le anteceden, como testimonio de mi agradecimiento por su apoyo, por haber sacrificado gran parte de su vida, por darnos a mis hermanos y a mí, la satisfacción de una formación profesional que estoy consciente de que todo lo que podamos ofrecerles a cambio será insuficiente, por que nunca podremos pagarles todos esos sacrificios, ni siquiera con las riquezas más grandes del mundo.

A mi tutor, M.A. Néstor Mario Álvarez Rodríguez:

Por compartir sus conocimientos y experiencias, pero sobre todo por su valiosa orientación, gracias a la cual fue posible la realización de este trabajo para obtener el grado de maestro en finanzas.

Agradezco también, a todos los maestros, compañeros y amigos que de alguna u otra forma contribuyeron a la realización de este trabajo de investigación.

Y por su puesto, al Posgrado en Ciencias de la Administración de la FCA-UNAM por haberme dado la oportunidad de pertenecer a la máxima casa de estudios y por brindarme el apoyo económico para poder hacerlo de la mejor forma posible.

GRACIAS TOTALES.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	8
METODOLOGÍA	10
Planteamiento del problema	10
Pregunta principal	10
Preguntas secundarias.....	10
Justificación	10
Objetivos de la investigación	11
Objetivo general	11
Objetivos particulares.....	11
Hipótesis.....	11
Metodología	11
Resumen capitular.....	12
CAPITULO I. MARCO TEÓRICO.	
1.1 LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN MÉXICO	14
1.1.1 La empresa	14
1.1.1.1 Concepto.....	14
1.1.1.2 Clasificación	14
1.1.2 Concepto y características de la pyme en México	17
1.1.3 Panorama económico actual de las pymes en México.....	18
1.1.4 Financiamiento actual para las pymes en México	22
1.2 FUENTES DE FINANCIAMIENTO A CORTO Y LARGO PLAZO	25
1.2.1 Concepto de financiamiento.....	25
1.2.2 Importancia y necesidad del financiamiento en una empresa.....	25
1.2.3 Clasificación.....	26

1.2.3.1 Fuentes internas de financiamiento.....	26
1.2.3.2 Fuentes externas de financiamiento a corto plazo	27
1.2.3.3 Fuentes externas de financiamiento a largo plazo.....	29

CAPITULO II. MARCO REFERENCIAL.

2.1 EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO	35
2.1.1 El sistema financiero en México	35
2.1.1.1 Concepto e importancia	35
2.1.1.2 Estructura del sistema financiero actual	35
2.1.2 Mercado de valores mexicano	43
2.1.2.1 Concepto y clasificación	43
2.1.2.2 Entorno actual del mercado de valores público.....	44
2.1.2.3 El mercado de valores como fuente de financiamiento.....	49
2.2 LA BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A.B. DE C.V.	52
2.2.1 Definición.....	52
2.2.2 Misión, visión e importancia para el país	52
2.2.3 Funciones.....	53
2.2.4 Marco jurídico regulatorio	54
2.2.5 Participantes en la Bolsa Mexicana de Valores.....	55
2.2.5.1 Autoridades reguladoras	56
2.2.5.2 Empresas emisoras	56
2.2.5.3 Intermediarios bursátiles.....	57
2.2.5.4 Inversionistas.....	57
2.2.6 Clase de instrumentos negociables en la BMV	57
2.2.7 Índices utilizados para medir el comportamiento de la BMV	63
2.2.8 Proceso para la participación de una empresa en la BMV	64

2.2.9 Requisitos de inscripción y mantenimiento de valores en la BMV.....	65
2.2.10 Registro y disposiciones para la oferta pública	73

CAPITULO III. COMPORTAMIENTO DE PYMES EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES. ESTUDIO DE CASOS.

3.1 EL MERCADO PARA LA MEDIANA EMPRESA MEXICANA (MMEX).....	76
3.1.1 Definición.....	76
3.1.2 Antecedentes.....	76
3.1.3 Determinación y evolución del índice de precios del MMEX	78
3.1.4 Emisoras que cotizaban en este mercado.....	81
3.2 EVALUACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS POR ALGUNAS PYMES TRAS SU INGRESO A LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.	82
3.2.1 Razones financieras: concepto y clasificación.....	82
3.2.2 Ferrioni, S.A. de C.V.	87
3.2.2.1 Descripción de la empresa	87
3.2.2.2 La oferta pública de valores	88
3.2.2.3 Desempeño de la acción en Bolsa	89
3.2.2.4 Análisis financiero.....	90
3.2.2.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.	96
3.2.3 Controladora de Farmacias, S.A. de C.V.....	97
3.2.3.1 Descripción de la empresa	97
3.2.3.2 La oferta pública de valores	98
3.2.3.3 Desempeño de la acción en Bolsa	100
3.2.3.4 Análisis financiero.....	101
3.2.3.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.	107
3.2.4 Grupo Profesional Planeación y Proyectos, S.A. de C.V.	108
3.2.4.1 Descripción de la empresa	108

3.2.4.2 La oferta pública de valores	109
3.2.4.3 Desempeño de la acción en Bolsa	111
3.2.4.4 Análisis financiero.....	113
3.2.4.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa.....	120
3.2.5 Grupo Nutrisa, S.A.B. de C.V	121
3.2.5.1 Descripción de la empresa	121
3.2.5.2 La oferta pública de valores	122
3.2.5.3 Desempeño de la acción en Bolsa	123
3.2.5.4 Análisis financiero.....	124
3.2.5.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa.....	130
3.2.6 Grupo Fila-Dixon, S.A. de C.V.....	131
3.2.6.1 Descripción de la empresa	131
3.2.6.2 La oferta pública de valores	132
3.2.6.3 Desempeño de la acción en Bolsa	133
3.2.6.4 Análisis financiero.....	134
3.2.6.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.....	139
3.2.7 Maquinaria Diesel, S.A. de C.V.....	140
3.2.7.1 Descripción de la empresa	140
3.2.7.2 La oferta pública de valores	141
3.2.7.3 Desempeño de la acción en Bolsa	143
3.2.7.4 Análisis financiero.....	145
3.2.7.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.....	152
3.2.8 Latinoamericana Duty Free, S.A. de C.V.....	153
3.2.8.1 Descripción de la empresa	153
3.2.8.2 La oferta pública de valores	154

3.2.8.3 Desempeño de la acción en Bolsa	156
3.2.8.4 Análisis financiero.....	157
3.2.8.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.....	163

CAPITULO IV. BURSATILIZACION DE LAS PYMES ANTE LA NUEVA LEY DEL MERCADO DE VALORES.

4.1 Contribución de la nueva Ley del Mercado de Valores para la incorporación de las pymes al mercado de valores.	165
4.2 Sociedades jurídicas que promueven el acceso de las pymes al mercado de valores.....	167
4.2.1 Sociedad anónima promotora de inversión (SAPI)	167
4.2.2 Sociedad anónima promotora de inversión bursátil (SAPIB).....	172
4.2.3 Sociedad anónima bursátil (SAB)	176
4.3 Proceso de institucionalización y acceso de las pymes a la Bolsa Mexicana de Valores	177
4.4 Apoyos de la BMV para la incorporación de las pymes al mercado de valores	178
CONCLUSIONES	181
BIBLIOGRAFÍA	188
ANEXOS.....	192
Anexo A. Contenido del escrito de solicitud para autorización de inscripción de valores y ofertas públicas de enajenación.	192
Anexo B. Listado de documentación e información anexa a la solicitud.....	194
Anexo C. Formato de manifestación del conocimiento de las características de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil y sus diferencias con las sociedades anónimas y las sociedades anónimas bursátiles y los potenciales riesgos que representan inversiones en ese tipo de valores.....	197
Anexo D. Instructivo para la elaboración de prospectos de colocación y folletos informativos aplicable a las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil.	199

ÍNDICE DE CUADROS, FIGURAS Y GRÁFICAS

C

Cuadro 1. Estratificación de empresas de acuerdo con la Secretaría de Economía.....	16
Cuadro 2. Universo empresarial en México por empresa.....	19
Cuadro 3. Universo empresarial en México por empresa (industrias manufactureras)	20
Cuadro 4. Universo empresarial en México por empresa (comercio).....	20
Cuadro 5. Universo empresarial en México por empresa (servicios).....	20
Cuadro 6. Industrias manufactureras por categoría jurídica, según tamaño de la unidad económica	21
Cuadro 7. Resultado de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio.	23
Cuadro 8. Resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio (fuentes de financiamiento).....	27
Cuadro 9. Casas de bolsa que operan actualmente en la Bolsa Mexicana de Valores.....	42
Cuadro 10. Historia de la Bolsa Mexicana de Valores del periodo actual (2001-2008)	44
Cuadro 11. Operatividad del mercado accionario mexicano durante el periodo de 1992 al 2009	46
Cuadro 12. Participación de la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores.....	48
Cuadro 13. Variación del IPyC.....	48
Cuadro 14. Series accionarias que conformarán la muestra del IPyC (febrero 2010 a agosto 2010)	64
Cuadro 15. Emisoras que cotizaban en el Mercado para la Mediana Empresa Mexicana	81
Cuadro 16. Razones financieras requeridas por la BMV en los reportes trimestrales de cada emisora	83
Cuadro 17. Distribución de los puntos de venta por año de Grupo Nutrisa.....	130
Cuadro 18. Plan de servicios y facilidades a nuevas emisoras nacionales 2006 (deuda y capitales).....	179

F

Figura 1. Empresas listadas en las principales bolsas de valores del mundo.....	9
Figura 2. Clasificación de las empresas.....	15
Figura 3. Estructura del nuevo sistema financiero en México.....	36
Figura 4. Empresas listadas en las principales bolsas de valores del mundo.....	46

G

Gráfica 1. Activos de sociedades de inversión a diciembre de 2009 (cifras en millones de pesos).....	39
Gráfica 2. Número de emisoras inscritas en la BMV durante el periodo de 1990 a 2009	45
Gráfica 3. Valor de capitalización con respecto al PIB.....	47
Gráfica 4. Distribución geográfica de las cuentas de inversionistas	47
Gráfica 5. Inversión en el mercado de valores a nivel mundial.....	50
Gráfica 6. Distribución de la inversión en Bolsa por tipo de mercado.....	59
Gráfica 7. Rendimiento del IP-MMEX Vs IPC del mercado principal.....	80
Gráfica 8. Importe operado (cifras en millones de pesos)	80
Gráfica 9. Volumen operado (cifras en millones de acciones).....	81
Gráfica 10. Comportamiento del precio de la acción de Ferrioni en la BMV (precios de cierre).	89
Gráfica 11. Razones de liquidez de Ferrioni.....	91
Gráfica 12. Razones de apalancamiento de Ferrioni	92
Gráfica 13. Razones de actividad de Ferrioni.....	93
Gráfica 14. Ciclo financiero de Ferrioni	94
Gráfica 15. Razones de rendimiento de Ferrioni.....	95
Gráfica 16. Comportamiento del precio de la acción COFAR en la BMV (precios de cierre).	100
Gráfica 17. Razones de liquidez de Controladora de Farmacias (COFAR).....	102
Gráfica 18. Razones de apalancamiento de Controladora de Farmacias (COFAR)	103

Gráfica 19. Razones de actividad de Controladora de Farmacias (COFAR).....	104
Gráfica 20. Ciclo financiero de Controladora de Farmacias (COFAR)	105
Gráfica 21. Razones de rendimiento de Controladora de Farmacias (COFAR).....	106
Gráfica 22. Comportamiento del precio de la acción PYP en la BMV (precios de cierre).	112
Gráfica 23. Razones de liquidez de Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP)	114
Gráfica 24. Razones de apalancamiento de Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP).....	115
Gráfica 25. Razones de actividad de Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP)	116
Gráfica 26. Utilidades (pérdidas) obtenidas por Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP)	118
Gráfica 27. Porcentaje de costos y gastos con respecto a los ingresos netos del mismo periodo de PYP	119
Gráfica 28. Comportamiento del precio de la acción NUTRISA en la BMV (precios de cierre).....	123
Gráfica 29. Razones de liquidez de Grupo Nutrisa.....	125
Gráfica 30. Razones de apalancamiento de Grupo Nutrisa	126
Gráfica 31. Razones de actividad de Grupo Nutrisa	127
Gráfica 32. Ciclo financiero de Grupo Nutrisa	128
Gráfica 33. Razones de rendimiento de Grupo Nutrisa	129
Gráfica 34. Comportamiento del precio de la acción DIXON en la BMV (precios de cierre).....	134
Gráfica 35. Razones de liquidez de Grupo Dixon.....	135
Gráfica 36. Razones de apalancamiento de Grupo Dixon.....	136
Gráfica 37. Razones de actividad de Grupo Dixon.....	137
Gráfica 38. Razones de rendimiento de Grupo Dixon.....	138
Gráfica 39. Comportamiento del precio de la acción Madisa B en la BMV (precios de cierre).....	143
Gráfica 40. Comportamiento del precio de la acción Madisa L en la BMV (precios de cierre).	145
Gráfica 41. Razones de liquidez de Maquinaria Diesel (Madisa)	146
Gráfica 42. Razones de apalancamiento de Maquinaria Diesel (Madisa).....	147
Gráfica 43. Razones de actividad de Maquinaria Diesel (Madisa)	149
Gráfica 44. Ciclo financiero, sin tomar en cuenta el plazo de inventarios, de Maquinaria Diesel (Madisa)	150
Gráfica 45. Razones de rendimiento de Maquinaria Diesel (Madisa).....	151
Gráfica 46. Comportamiento del precio de la acción Duty en la BMV (precios de cierre).	156
Gráfica 47. Razones de liquidez de Latinoamericana Duty Free.....	157
Gráfica 48. Razones de apalancamiento de Latinoamericana Duty Free	158
Gráfica 49. Razones de actividad de Latinoamericana Duty Free	160
Gráfica 50. Razones de rendimiento de Latinoamericana Duty Free	162

INTRODUCCIÓN

A nivel internacional, la pequeña y mediana empresa (pyme) ha sido el eje principal para el desarrollo de los países, en la mayoría de ellos, las pymes representan más del 95% del total de empresas, proporcionan entre el 60% y 70% del empleo total y contribuyen en buena parte al Producto Interno Bruto (PIB)¹.

En México, el sector de la pequeña y mediana empresa constituye hoy en día el centro del sistema económico y social de nuestro país. Es tal la derrama económica que aportan, que en su conjunto según el último censo económico del Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática (INEGI), las pymes contribuyen con el 40% de la inversión y el PIB nacionales, además de generar el 32% del empleo total, lo que es lo mismo decir que, casi uno de cada tres trabajadores participan en este tipo de empresas.

Bajo este contexto y por la vital importancia que tienen para el desarrollo económico y social de México, es indispensable promover la investigación acerca de estas empresas, identificando sus principales problemas y las posibles soluciones a los mismos.

Se sabe que uno de los problemas fundamentales de las pymes en México es la falta de apoyo y financiamiento especialmente por parte de las instituciones financieras nacionales, quienes difícilmente otorgan créditos y cuando lo hacen por lo general es a plazos cortos lo que resulta muy costoso para las empresas.

De acuerdo a las cifras ofrecidas por la Secretaría de Economía, tan solo el 25% de las pymes tienen acceso a una fuente de financiamiento, prácticamente el 75% de estas inician sus operaciones con autofinanciamiento. La banca comercial (18%) y de desarrollo (3%) proporcionan únicamente el 21% del financiamiento total a estas empresas, esta astringencia crediticia ha ocasionado que las pymes hayan encontrado en sus proveedores la principal e incluso única fuente de financiamiento.

Esta escasez de financiamiento afecta de manera más grave a las pymes en crecimiento, ya que cada una de las etapas del desarrollo de estas empresas requiere de apoyos financieros distintos, abundantes y factibles que les permitan ser sustentables en el tiempo y cubrir las necesidades económicas que demanda su plan de crecimiento, como alguna vez lo hicieron algunos de los grandes consorcios mexicanos quienes siendo una pyme lograron consolidarse como grande empresa.

Por otra parte, la situación económica actual en nuestro país obliga a buscar otras alternativas viables de financiamiento para las pymes con el fin de financiar el crecimiento futuro de estas a través de la obtención de recursos que le permitan satisfacer sus necesidades de capital.

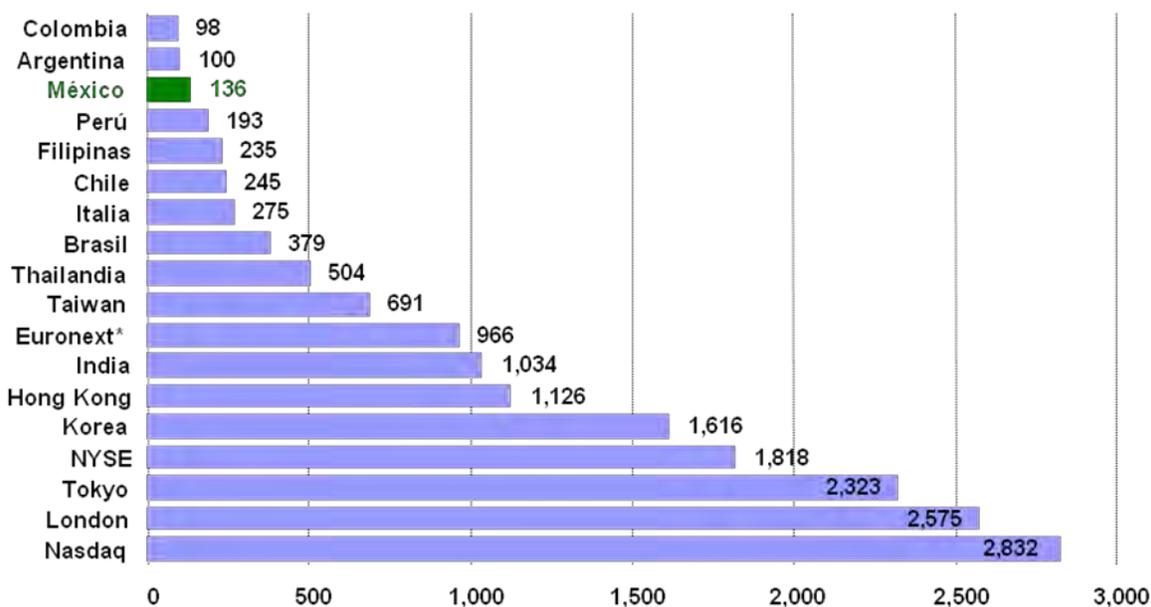
Una fuente de financiamiento es viable en el entendido de que existan las condiciones, tanto económicas como administrativas e incluso hasta jurídicas, para poderse llevar a cabo o acceder a ella.

¹ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico OCDE . “Small & Medium-Sized Enterprises”, junio 2000.

Por tal motivo y por la importancia que reviste este tema en la actualidad, en la presente investigación se pretende dar una propuesta que le permita a las pymes solucionar el problema del escaso financiamiento sin la necesidad de incurrir en un alto riesgo o costo por tal financiamiento.

Dicha propuesta es la de obtener estos recursos vía mercado de valores, tanto en el mercado privado como en el mercado público, dentro de la Bolsa Mexicana de Valores² que es el organismo nacional encargado de este último mercado, a pesar de saber que la BMV de nuestro país es pequeña cuando se compara con otros países de Latinoamérica, de otras regiones o con los socios comerciales de México como lo muestra la figura siguiente (fig. 1).

Figura 1. Empresas listadas en las principales bolsas de valores del mundo



Euronext* Francia, Alemania, Holanda, España, Bélgica.

Fuente primaria: World Federation of Exchanges

Fuente secundaria: Carlos Ponce Bustos (2008), conferencia "La Bolsa es para los jóvenes" FCA-UNAM

Pero por otra parte, si tomamos en cuenta el rendimiento del principal índice de la Bolsa Mexicana de Valores (IPyC), la estabilidad económica existente y las perspectivas de crecimiento del país y del mercado de capital de riesgo mexicano, el potencial y el desarrollo del mismo son amplías convirtiéndose en una buena opción de financiamiento a corto y largo plazo.

Además la nueva Ley del Mercado de Valores promoverá el acceso de las pymes al mercado de valores, tanto privado como público, a través de las empresas llamadas sociedades anónimas promotoras de inversión (SAPI) y las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil (SAPIB) al ofrecer menores requisitos de registro y de reporte, hasta por un periodo de 3 años, y junto con otros apoyos económicos y técnicos seguramente el uso del mercado de valores como fuente de financiamiento de estas empresas será cada vez más importante.

² En esta tesis la Bolsa Mexicana de Valores será llamada indistintamente BMV o Bolsa.

METODOLOGÍA

Planteamiento del problema

Pregunta principal

¿Es viable para una pyme financiarse a través del mercado de valores mediante la emisión de deuda o capital?

Preguntas secundarias

¿Cuáles han sido los resultados obtenidos por algunas pymes que han emitido sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores, específicamente en el Mercado para la Mediana Empresa Mexicana (MMEX)?

¿Qué beneficios ofrece la nueva Ley del Mercado de Valores para el acceso de las pymes al mercado de valores?

Justificación

La situación económica actual en nuestro país obliga a buscar y promover otras alternativas viables de financiamiento para las pymes con el fin de financiar el crecimiento de estas a través de la obtención de recursos que le permitan satisfacer sus necesidades de capital.

Es por eso que he decidido realizar una investigación sobre el mercado de valores en México, para determinar si es factible que estas empresas puedan obtener financiamiento de corto y de largo plazo a través de esta instancia.

Del mismo modo, la poca literatura en México sobre el tema es otro factor que ha despertado en mí el interés por el mismo, además de que resulta un tema bastante enriquecedor, y el hecho de pensar que la tesis puede ser consultada en un futuro por alumnos, maestros, investigadores y demás interesados en el tema me alienta a realizar un trabajo con calidad.

Objetivos de la investigación

Objetivo general

El propósito fundamental de la presente investigación es demostrar que el mercado de valores es una alternativa viable de financiamiento para las pymes en México.

Objetivos particulares

Evaluar los resultados del ingreso de algunas pymes a la Bolsa Mexicana de Valores, específicamente de aquellas que cotizaban en el MMEX.

Describir la aportación de la nueva Ley del Mercado de Valores para la incorporación de las pymes al mercado de valores.

Hipótesis

Ante el insuficiente apoyo gubernamental y el escaso financiamiento hacia la pequeña y mediana empresa, el mercado de valores es una alternativa viable para satisfacer sus necesidades de financiamiento a corto y largo plazo, mediante la emisión de títulos de deuda y/o capital, siempre que cumplan las condiciones para hacerlo.

Metodología

Debido a la naturaleza de la hipótesis y al objetivo de la investigación, el tipo de estudio desarrollado se centra principalmente en una investigación histórica y descriptiva con un estudio longitudinal, ya que se usarán los estados financieros y demás datos históricos de algunas pymes que han cotizado en la Bolsa Mexicana de Valores por un periodo de 10 años o más por lo que el alcance de la investigación es más cuantitativa que cualitativa.

Así mismo incluye la revisión y consulta de libros, revistas y periódicos, así como de páginas disponibles en Internet y todo aquel medio que nos permita obtener información sobre el tema; aún así el énfasis de la tesis es de tipo propositivo y analítico, donde se enuncian algunas ideas y propuestas de algunos actores y observadores del mercado de valores y algunas más derivadas del análisis personal del mismo, respetando siempre el rigor técnico que exige una tesis de maestría.

Del mismo modo se analizan los resultados obtenidos por las principales encuestas relativas al tema tratado, que son realizadas por el Banco de México y otras dependencias gubernamentales, así como las declaraciones emitidas por particulares, a través de las organizaciones editoriales.

El trabajo se centra en las pymes del sector formal y que están constituidas como sociedades mercantiles por lo que no se incluye al sector informal de empresas ni aquellas constituidas como persona física, ya que por su misma condición, no son sujetos de la alternativa de financiamiento mencionada en este trabajo.

Resumen capitular

Para poder demostrar la hipótesis y alcanzar el objetivo de esta investigación, la tesis se ha estructurado en cuatro capítulos que permitirán a su vez emitir una conclusión final.

En el primer capítulo, relativo al marco teórico, se establece el concepto de empresa y su clasificación con el fin de ubicar a la pequeña y mediana empresa y tratar de definir las principales características y problemas de estas. Se aborda también el tema de financiamiento en sus diferentes modalidades, tanto internas como externas, a corto y largo plazo, definiendo los conceptos básicos y los elementos en cada uno de ellos.

El segundo capítulo corresponde al marco referencial, en el se describe de manera muy general el sistema financiero en México con la finalidad de ubicar dentro del mismo al mercado de valores, del cual describiremos su evolución en los últimos años y la importancia que ha tenido en los países como fuente de financiamiento; se aborda también, el tema referente a la Bolsa Mexicana de Valores citando el origen, organización y funcionamiento de la misma, además de otros temas indispensables para la investigación.

En el tercer capítulo se realiza una descripción básica sobre el MMEX, abordando temas como el origen, determinación y evolución del índice de precios de esta parte del mercado de la BMV, el cual representa una parte fundamental para la elaboración de esta tesis. Además, se elabora un estudio práctico sobre algunas pymes que cotizaron en este mercado, evaluando los resultados obtenidos de su ingreso a la BMV.

Finalmente en el cuarto capítulo se efectúa una descripción sobre los efectos que ha tenido en la Bolsa Mexicana de Valores la entrada en vigor de la nueva Ley del Mercado de Valores y de que manera esta última, a través de sus propuestas, habrá de facilitar el acceso de nuevas empresas al mercado de valores mexicano.

CAPITULO I.

MARCO TEÓRICO

“Corrige al sabio y lo harás más sabio, corrige al necio y lo harás tu enemigo”

Anónimo

1.1 LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN MÉXICO

1.1.1 La empresa

1.1.1.1 Concepto

El concepto de empresa es difícil de definir ya que esta se puede analizar desde muchos puntos de vista, pero si queremos hacerlo de manera muy general podemos tomar el concepto enunciado en los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA, 1998, p. 11), en el que se define a empresa como:

“Una unidad identificable que realiza actividades económicas, constituida por combinaciones de recursos humanos, recursos naturales y capital, coordinados por una autoridad que toma decisiones encaminadas a la consecución de los fines para los que fue creada”.

Desde luego que algunos reconocidos autores han creado su propio concepto de empresa como Méndez Morales (2007, p. 9) quién concibe a la empresa como “la unidad económica productiva conformada por recursos humanos, materiales (factores de la producción) y técnicos que interactúan con los procesos productivos, relaciones humanas y relaciones técnicas y sociales de producción, con el objeto de transformar insumos en bienes y servicios destinados al intercambio con otras unidades económicas”.

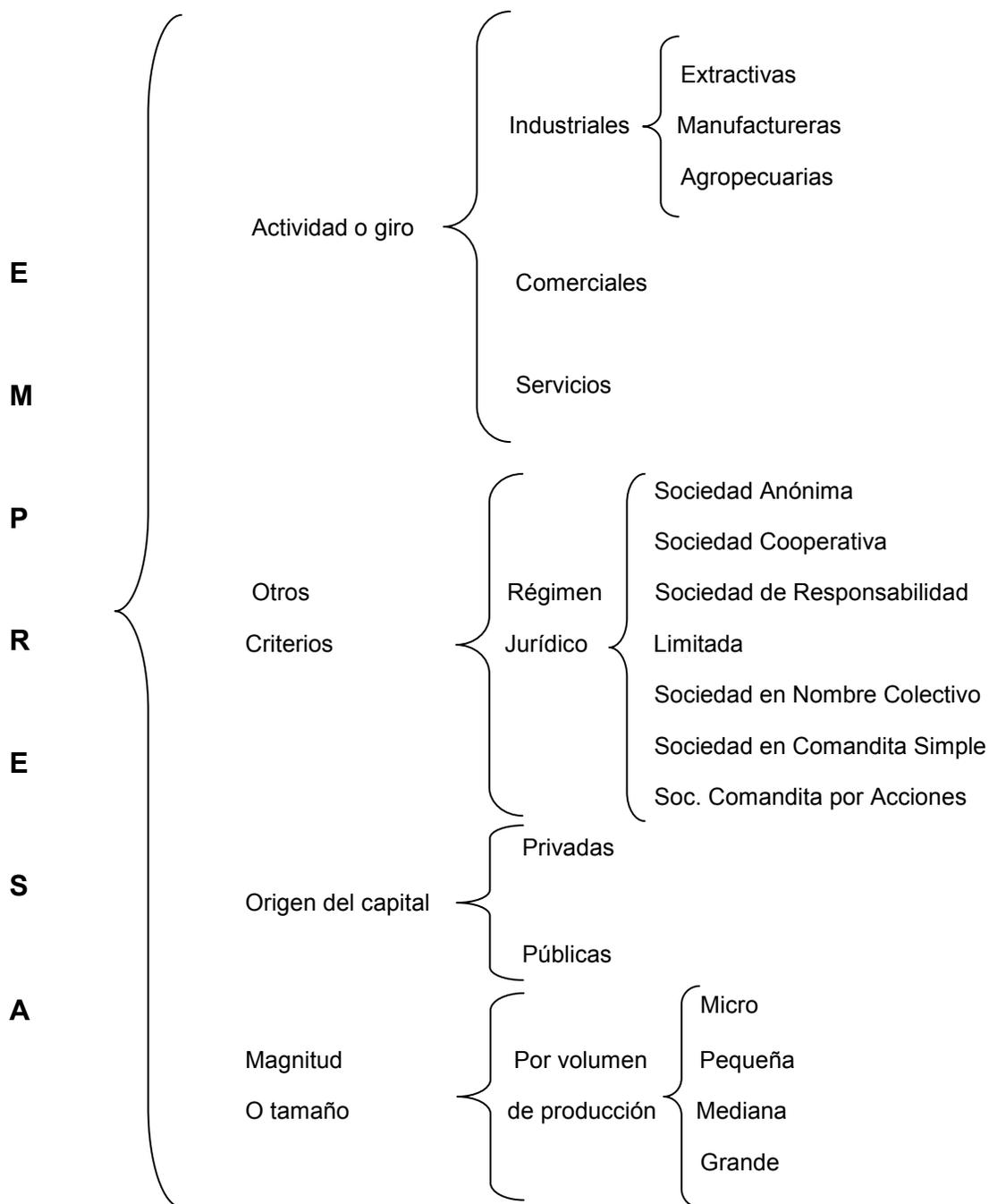
De las definiciones anteriores, podemos darnos cuenta que en ambos casos no se menciona que una empresa sea creada para satisfacer alguna necesidad humana lo cual es correcto, puesto que todos sabemos que en la mayoría de los casos, el fin de toda entidad lucrativa es obtener utilidades independientemente si contribuyen o no a satisfacer alguna carencia de la sociedad en que se han establecido, claro que esto no aplica a las asociaciones civiles.

Sin embargo, tradicionalmente la empresa se estudia como un todo que recibe insumos, los cuales transforma en bienes y servicios para finalmente poder venderlos, aprovechando alguna necesidad humana principalmente. La empresa cuenta con diferentes recursos y se desarrolla en alguna de las ramas productivas de los sectores económicos como bien lo menciona Méndez Morales.

1.1.1.2 Clasificación

La siguiente figura (fig. 2) muestra de manera muy general la clasificación de la empresa y es el más utilizado por los expertos en la materia.

Figura 2. Clasificación de las empresas



Fuente: Elaboración propia con base en <http://es.wikipedia.org/wiki/Empresa>

Como vemos en la figura 2, la clasificación de una sociedad de acuerdo a su magnitud o tamaño está directamente relacionado con el volumen de su producción, pudiendo ser considerada como micro, pequeña, mediana y grande empresa.

No hay unanimidad entre los economistas y expertos en la materia a la hora de establecer qué es una empresa grande o pequeña, puesto que no existe un criterio único para medir el tamaño de la empresa.

En algunos países esta clasificación depende exclusivamente del número de empleados, en otros se considera también el monto de sus capitales y/o de sus ingresos o utilidades, en México por ejemplo, el tamaño de las empresas es determinado por el acuerdo de estratificación que para tales efectos emitió la Secretaría de Economía.

La estratificación vigente fue publicada en el Diario Oficial de la Federación (DOF) el 30 de junio de 2009. Con base en esa estratificación la tabla de tamaño de empresa según número de trabajadores y ventas anuales es la siguiente (cuadro 1):

Cuadro 1. Estratificación de empresas de acuerdo con la Secretaría de Economía.

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

*Tope Máximo Combinado = (Trabajadores) X 10% + (Ventas Anuales) X 90%.

Fuente: Diario Oficial de la Federación del día 30 de junio de 2009

El tamaño de la empresa se determinará a partir del puntaje obtenido conforme a la siguiente fórmula:

Puntaje empresa= (número de trabajadores x 10%) + (monto de las ventas anuales x 90%)

Este puntaje debe ser igual o menor al tope máximo combinado de su categoría. Por ejemplo, una empresa con 1,000 empleados y ventas por \$100 millones de pesos:

Tope máximo combinado = (1000 x 0.1) + (100 x 0.9) = 190.

Entonces se trata de una mediana empresa.

La clave en este novedoso sistema es que antes, una empresa de 1,000 empleados era catalogada como grande y no podía aplicar a recursos federales como el Fondo pyme.

Ahora esta empresa al tener ventas pequeñas, es catalogada como mediana.

Además, se observa en el cuadro que para la industria, el comercio y los servicios, las microempresas son aquellas que tienen hasta 10 personas ocupadas; después de este rango, el tamaño de la empresa varía según el sector económico que se trate.

1.1.2 Concepto y características de la pyme en México

Antes de establecer las características de las pymes habrá que empezar por dar un concepto de la misma para lo cual, al igual que el propio concepto de empresa, muchos autores han tratado de definirla.

Para efectos de la tesis y de acuerdo con el criterio de estratificación mencionado anteriormente, consideraremos a la pyme como aquella empresa cuyos ingresos acumulables en el ejercicio inmediato anterior no hayan sido superiores a 250 millones de pesos pero tampoco inferiores a 4 millones de pesos.

Tomando como base el número total de personal ocupado, una pyme es aquella empresa que puede mantener en operación desde 11 hasta 250 empleados en la rama industrial y no más de 100 si está dentro del sector comercio o de servicios.

Una vez que hemos definido a la pyme, es momento de establecer las características que posee este tipo de empresa.

De manera muy general todas las pymes comparten casi siempre las mismas características, por lo tanto, podríamos decir que estas son algunas de las características generales con las que cuentan estas empresas según Méndez Morales (Ibíd., p. 46):

- El capital es proporcionado por una o dos personas que establecen una sociedad.
- Los propios dueños dirigen la marcha de la empresa; su administración es empírica.
- Su número de trabajadores empleados en el negocio crece y va de 11 hasta 250 personas.
- Utilizan más maquinaria y equipo, aunque se sigan basando más en el trabajo que en el capital.
- Dominan y abastecen un mercado más amplio, aunque no necesariamente tiene que ser local o regional, ya que muchas veces llegan a producir para el mercado nacional e incluso para el mercado internacional.
- Está en proceso de crecimiento, la pequeña tiende a ser mediana y esta aspira a ser grande.
- Obtienen algunas ventajas fiscales por parte del Estado que algunas veces las considera causantes menores dependiendo de sus ventas y utilidades.
- Su tamaño es pequeño o mediano en relación con las otras empresas que operan en el ramo.

Otras de las características que podemos encontrar en una pyme son las siguientes:

- a) Son de tipo personal o familiar.
- b) Disponen solo de recursos y apoyos patrimoniales. Por lo mismo aplican sus propios recursos para la operación de sus empresas ya que consideran no necesitar dinero a crédito o peor aún, estiman que no son sujetos de recibir créditos.
- c) Disponen de posibilidades y oportunidades de concentrarse en los productos en los que poseen máxima competitividad.
- d) Tienen flexibilidad y capacidad de satisfacer las demandas del consumo interno de los grupos medios.
- e) El control de sus costos se da de manera deficiente. Por esta causa las empresas no tienen un manejo eficiente de los recursos con que opera y en consecuencia, es difícil juzgar si se tiene una rentabilidad adecuada.
- f) Realiza operaciones no productivas. Frecuentemente el empresario se siente seguro si observa su empresa llena de maquinaria y equipo, muy a menudo pide préstamos u obtiene a crédito una maquinaria que utiliza para un solo trabajo.
- g) Tiene difícil acceso y poca o nula información sobre los procesos técnicos y comercialización de sus productos.
- h) También tiene un débil poder de negociación en su entorno financiero y económico.
- i) Poseen estrategias de mercado poco sólidas. La falta de recursos para hacer promoción a sus productos es una característica típica de este sector, y puede ser la causa que provoca la quiebra y desaparición de las mismas.

1.1.3 Panorama económico actual de las pymes en México

“En México, la pyme ha ido avanzando paulatinamente en importancia en los últimos años y como consecuencia ha despertado un mayor interés por parte del Gobierno, banca, administradores, académicos y capitales privados, siendo estos últimos los que han visto en este sector una oportunidad de inversión interesante, dada su rentabilidad en sectores estratégicos y en crecimiento de la economía mexicana” (Hernández Perales, 2007, p. 1).

“Sin embargo, no puede pasarse por alto la problemática en la que están la mayoría de las pymes de México tanto en la actualidad, como en el pasado reciente: la falta de créditos para destinarlos a la inversión en capital o para capital de trabajo y la falta de técnicas de administración eficientes han sido factores, entre otros, de los principales obstáculos de este sector para tener una rentabilidad y eficiencia que aseguren su sustentabilidad, sobrevivencia y crecimiento” (ibíd., p. 2).

Nacional Financiera (NAFIN), en su reporte del año 2004 “la pyme y los empresarios”, mencionaba que entre las principales causas de muerte de las pymes se encontraban:

- Incompetencia o falta de experiencia de los administradores,
- Negligencia al tomar decisiones,
- Falta de controles adecuados,
- Falta de refinanciamiento y,
- Falta de una identificación correcta del riesgo.

“Los factores antes mencionados son la causa de que la mayoría de estas empresas nazcan y mueran a los pocos años de haber sido creadas: solamente el 10% de las empresas que cumplen 10 años en el mercado logran tener crecimiento, madurar y tener éxito, el 75 por ciento de las nuevas empresas deben de cerrar sus operaciones con tan solo dos años en el mercado; el 50 por ciento de las empresas quiebran con tan solo un año de actividad y el 90% restante mueren antes de cumplir los 5 años” ((ibíd., p. 2).

Aún así, el sector es importante dentro del contexto económico actual, ya que a pesar de representar solo el 9.2% de las 2'923,048 empresas en México, le alcanza para generar el 40% del PIB nacional, además de que contribuyen con la creación del 32% de los empleos.

Estos datos recogidos del último censo económico llevado a cabo por el INEGI en el 2004, mismos que podemos observar en el siguiente cuadro (cuadro 2), ponen de manifiesto la importancia y la atención que debe prestarse a fomentar la inversión en la pyme, sector que representa un engrane importante del motor de la economía mexicana actual.

Cuadro 2. Universo empresarial en México por empresa.

Universo Empresarial en México por Empresa			
Empresa	% Unidad económica	Personal ocupado	% PIB
Micro	90.0	46 %	30
Pequeña	7.0	20 %	25
Mediana	2.2	12 %	15
Grande	0.8	22 %	30

Fuente: INEGI, Censo Económico 2004. Los estratos micro, pequeños, medianos y grandes, se definieron con base en el Diario Oficial de la Federación del lunes 30 de diciembre de 2002.

La mayoría de las pymes están localizadas en ciudades que cuentan con infraestructura tanto social como económica, que son necesarias para la realización de las actividades propias de estas empresas, por ejemplo en el Distrito Federal, Guadalajara, Monterrey y Michoacán entre otras.

Esto es consecuencia de las características de esos lugares, ya que permite que se pueda acceder a los servicios que forman parte de la actividad económica, como lo son la tierra, capital y trabajo.

En forma más concreta, la composición del universo empresarial en México por actividad económica es la siguiente (cuadro 3, 4 y 5):

Cuadro 3. Universo empresarial en México por empresa (industrias manufactureras)

Estratos de personal ocupado	Unidades económicas		Personal ocupado total		Producción bruta total	
	Absoluto	%	Absoluto	%	Miles de pesos	%
Total manufacturas	328,718	100	4,198,579	100	2,732,718,051	100
0 a 10 Micro	298,678	90.9	762,103	18.2	92,382,063	3.4
11 a 50 Pequeños	19,754	6.0	431,768	10.3	154,773,830	5.7
51 a 250 Medianos	7,235	2.2	810,095	19.3	474,197,082	17.4
251 y más Grandes	3,051	0.9	2,194,613	52.3	2,011,365,076	73.6

Fuente: INEGI, Censo Económico 2004. Los estratos micro, pequeños, medianos y grandes, se definieron con base en el Diario Oficial de la Federación del lunes 30 de diciembre de 2002.

Considerando el tamaño de las unidades económicas en las industrias manufactureras, los resultados censales muestran que en el estrato de los pymes se ubicó 8.2% de las unidades económicas, 29.6% del personal ocupado y 23.1% de la producción bruta total.

En el otro extremo, los establecimientos con 251 y más personas, con solo 0.9% de los establecimientos generaron 73.6% de la producción bruta total.

Cuadro 4. Universo empresarial en México por empresa (comercio)

Estratos de personal ocupado	Unidades económicas		Personal ocupado total		Producción bruta total	
	Absoluto	%	Absoluto	%	Miles de pesos	%
Total comercio	1,580,587	100	4,997,366	100	832,068,565	100
0 a 10 Micro	1,533,865	97.0	3,100,941	62.1	271,315,529	32.6
11 a 30 Pequeños	33,031	2.1	557,554	11.2	151,548,734	18.2
31 a 100 Medianos	9,976	0.6	512,283	10.3	160,252,278	19.3
101 y más Grandes	3,715	0.2	826,588	16.5	248,952,024	29.9

Fuente: INEGI, Censo Económico 2004. Los estratos micro, pequeños, medianos y grandes, se definieron con base en el Diario Oficial de la Federación del lunes 30 de diciembre de 2002.

En las actividades de comercio, las pymes representaron el 2.7% del total de las unidades económicas, absorbiendo el 21.5% del personal ocupado total, aún así generaron el 37.5% de la producción bruta total, siendo los primeros en este ramo, según estos resultados.

Cuadro 5. Universo empresarial en México por empresa (servicios)

Estratos de personal ocupado	Unidades económicas		Personal ocupado total		Producción bruta total	
	Absoluto	%	Absoluto	%	Miles de pesos	%
Total servicios	1,013,743	100	5,215,808	100	1,473,364,205	100
0 a 10 Micro	960,135	94.7	2,198,687	42.2	324,806,046	22.0
11 a 50 Pequeños	43,835	4.3	899,134	17.2	196,248,260	13.3
51 a 100 Medianos	5,179	0.5	364,419	7.0	103,531,232	7.0
101 y más Grandes	4,594	0.5	1,753,568	33.6	848,778,667	57.6

Fuente: INEGI, Censo Económico 2004. Los estratos micro, pequeños, medianos y grandes, se definieron con base en el Diario Oficial de la Federación del lunes 30 de diciembre de 2002.

De las 1'013,743 unidades económicas que operaron en los sectores de servicios, 94.7% se concentraron en el estrato de 0 a 10 personas, dieron empleo al 42.2% del personal dedicado a los servicios contribuyendo al PIB con el 22%.

En cambio, las unidades económicas grandes ocuparon al 33.6% del personal ocupado total y generaron 57.6% de la producción bruta total, en último lugar se encuentra el sector pyme al contribuir solo con el 20.3% del PIB esto se debe en gran medida al porcentaje de las unidades económicas que fue de solo 4.8%.

Con los datos anteriores se puede decir que en México, la pyme está compuesta por una serie de industrias y comercios, la mayoría de ellas familiares, con una planta trabajadora compuesta entre 11 y 250 empleados y cuyas ventas anuales son de hasta \$250 millones.

La clasificación de las empresas por tamaño, permite también observar por sector de actividad otras características de las unidades económicas, como: categoría jurídica de los establecimientos, permanencia de las unidades económicas, uso de equipo informático e internet, entre otras.

A continuación se presenta para el sector de las industrias manufactureras, algunas características de las unidades económicas, según tamaño de empresa (cuadro 6).

Cuadro 6. Industrias manufactureras por categoría jurídica, según tamaño de la unidad económica (Porcentajes)

Tamaño de la unidad económica	Persona física	Sociedad mercantil	Otras
Micro	96.20	3.50	0.30
Pequeña	38.20	59.80	2.00
Mediana	4.10	92.20	3.70
Grande	1.10	96.30	2.60

Fuente: INEGI, Censo Económico 2004. Los estratos micro, pequeños, medianos y grandes, se definieron con base en el Diario Oficial de la Federación del lunes 30 de diciembre de 2002.

De este cuadro 6, hay que mencionar que conforme se incrementa el tamaño de las unidades económicas se reducen las personas físicas y aumentan las sociedades mercantiles, haciendo énfasis en el sector de la pyme donde vemos que más de la mitad están constituidas como sociedades mercantiles por lo que este requisito para el listado en Bolsa no representa un impedimento.

1.1.4 Financiamiento actual para las pymes en México

De acuerdo con los datos obtenidos del último censo económico llevado a cabo por el INEGI en el año de 2004, podemos decir que junto con la microempresa, las pymes constituyen hoy en día el centro del sistema económico de nuestro país, su aportación dentro del producto Interno bruto es importante generando una buena producción para el consumo nacional y en ocasiones internacional, son importantes para que las grandes empresas existan ya que le proporcionan los insumos necesarios que estas necesitan para su producción o comercialización.

Por otra parte, sabemos que uno de los principales problemas de las pymes en México ha sido y es hoy en día, la escasez de financiamiento por parte de las instituciones financieras nacionales y más aún las internacionales, la banca comercial que debería apoyar a las empresas y proporcionar los recursos financieros necesarios para el desarrollo de proyectos productivos se vio paralizada por los efectos de la crisis económica de 1994-1995, desde entonces los bancos han limitado y casi eliminado los créditos a estas empresas.

En la actualidad la banca comercial está enfocada principalmente a otorgar créditos al consumo, dirigido al público en general, y no a la producción de modo que los proveedores son la principal e incluso única fuente de financiamiento para este tipo de empresas, como lo muestra los resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio más reciente que realiza trimestralmente el Banco de México, el cual se presenta en el cuadro número 7.

Cuadro 7. Resultado de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio.

Fuentes de financiamiento % respuestas al 4to. Trimestre 2009						
Trimestre Tipo de Empresas	Abril-Junio 2009		Julio-Sept 2009		Oct-Dic 2009	
	Pequeña	Mediana	Pequeña	Mediana	Pequeña	Mediana
Fuentes de financiamiento:						
Proveedores	63.90	55.20	67.00	54.80	68.70	55.40
Bancos Comerciales	20.10	23.70	14.20	24.40	17.80	20.70
Bancos Extranjeros	0.00	2.10	0.00	2.70	1.20	2.70
Otras Empresas del Grupo Corporativo	9.60	15.30	14.20	14.00	8.50	15.80
Bancos de Desarrollo	2.30	1.20	2.30	2.30	0.80	2.30
Oficina Matriz	3.70	2.50	2.30	1.40	2.30	1.80
Otros Pasivos	0.40	0.00	0.00	0.40	0.70	1.30
Empresas que utilizaron crédito bancario	19.50	29.10	14.70	28.00	17.20	25.20
Destino:						
Capital de trabajo	73.70	66.70	59.40	50.70	71.40	54.40
Reestructuración de pasivos	5.30	11.70	9.40	9.90	4.80	8.80
Operaciones de comercio exterior	2.60	5.00	6.30	9.90	2.40	8.80
Inversión	15.80	13.30	21.90	26.80	16.70	26.30
Otros propósitos	2.60	3.30	3.00	2.70	4.70	1.70
Empresas que no utilizaron crédito bancario	80.50	70.90	85.30	72.00	82.80	74.80
Motivo:						
Aumento en las tasas de interés del crédito bancario	34.09	37.50	37.90	34.30	28.00	25.70
Mayores restricciones en las condiciones de acceso	48.48	53.57	47.60	54.63	47.00	46.90
Aumento en los montos exigidos como colateral	11.36	13.39	15.90	13.90	16.10	20.40
Deterioro en la situación económica actual del País	50.00	61.61	57.20	56.50	54.80	55.80
Disminución de la demandada actual de los productos	31.06	33.93	27.60	22.20	29.80	23.90
Mayores dificultades para el servicio de la deuda	6.82	6.25	7.60	4.60	4.20	7.10
Otros	3.79	5.36	8.30	12.00	5.40	5.30
Empresas que otorgaron algún tipo de financiamiento	82.30	89.20	81.80	86.00	82.30	86.80
Destino:						
Cientes	75.00	71.40	78.40	76.10	83.90	75.30
Proveedores	14.30	17.50	12.80	14.10	6.70	10.80
Empresas del grupo	10.10	11.10	8.80	9.80	8.80	13.30
Otros	0.60	0.00	0.00	0.00	0.60	0.60
Plazo promedio de financiamiento en días						
Cientes	53.00	63.00	45.00	62.00	48.00	63.00
Proveedores	37.00	43.00	40.00	42.00	36.00	36.00
Empresas del grupo	47.00	93.00	78.00	83.00	58.00	73.00
Solicitarán financiamiento en los próximos 3 meses	56.10	61.40	57.60	64.70	56.70	62.90

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico: Resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio. <http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/estadisticas/intermediacion-financiera/financiamiento-informacion-fi.html>

De acuerdo con esta encuesta, la principal fuente de financiamiento para las pymes la constituye, como ya se había mencionado, los proveedores con más del 55% de participación en ambos casos seguido por el crédito bancario con casi el 18% para la pequeña empresa y el 20.70% para la mediana, el financiamiento por parte de otras empresas del grupo corporativo ocupa el tercer lugar con 8.50% en el caso de la pequeña empresa y con más del 15% en la mediana, y otras fuentes más en menor proporción.

Si hablamos en promedio, el crédito bancario obtenido fue utilizado por las pymes como capital de trabajo para cubrir las insuficiencias de operación en el corto plazo (62.90%), a la inversión se destinó tan solo el 21.50%, a la reestructuración de pasivos el 6.80%, para operaciones de comercio exterior el 5.60% y para otros propósitos el 3.20%.

El alto porcentaje destinado al capital de trabajo puede comprenderse observando el plazo promedio del financiamiento en días de este sector donde la fecha de pago a los proveedores es menor que la del cobro a los clientes, lo que trae como consecuencia que las empresas incurran en falta de liquidez en el corto plazo por lo que tiene que recurrir a un crédito para hacer frente a este problema.

Por otra parte, la misma encuesta señala que las causas por las que las pymes encuestadas no utilizaron el crédito bancario fueron principalmente: el aumento en las tasas de interés que les cobraban, mayores restricciones en las condiciones de acceso, deterioro en la situación económica actual del país y el aumento en los montos exigidos como colateral.

Estas cifras nos hacen pensar que el crédito bancario además de caro es de muy corto plazo para el sector productivo y no permite destinarlo a una inversión fructífera de largo plazo.

Respecto a las expectativas de su situación crediticia, casi el 60% de las pymes encuestadas respondió que durante los próximos tres meses tendrá la necesidad de solicitar algún tipo de financiamiento, sin embargo, las condiciones actuales son muy complicadas para la mayor parte de ellas, es por eso que surge la necesidad de buscar fuentes alternativas de financiamiento para este sector.

Gran porcentaje del futuro económico de México dependerá del crecimiento de las pymes, no únicamente por el volumen de empleo que generan sino por tener un tamaño que en ocasiones les permite realizar con eficiencia y flexibilidad la fabricación de insumos que en buen número de casos las grandes empresas necesitan para su producción.

Por consiguiente se tiene que tratar de corregir los diversos problemas que enfrenta este sector, quizás algunas de las soluciones a uno de los principales problemas que las afecta llamado financiamiento, podrían ser la de crear las condiciones para otorgar financiamiento a largo plazo con diferentes figuras-esquemas que incluyan crédito, capital de riesgo y apoyos para proyectos de innovación y modernización.

Y por supuesto, impulsar la alternativa sugerida en esta tesis para la obtención de financiamiento a corto y largo plazo a través de la incorporación de estas pymes en el mercado de valores, fuente de financiamiento hasta ahora poco conocida pero que puede convertirse en una buena opción para financiar proyectos a largo plazo sin la necesidad de endeudarse con altas tasas de interés.

1.2 FUENTES DE FINANCIAMIENTO A CORTO Y LARGO PLAZO

1.2.1 Concepto de financiamiento

Cada empresa tiene distintas necesidades de financiamiento de acuerdo al ramo económico en el que se desempeña, por tal motivo debe conocer ampliamente las diversas alternativas que existen del mismo, el destino de los recursos, el monto del financiamiento, con que se va avalar el préstamo, la fecha y lugar de su liquidación, estimar los beneficios que aportará a la empresa, y lo más importante, el costo y el riesgo que este representa para la entidad.

Pero antes de abordar cada uno de estos temas importantes que envuelven el financiamiento, es preciso citar antes que nada el concepto del mismo.

Así pues tenemos que el financiamiento según Chiavenato Idalberto (1993, p. 36) “es una operación a través de la cual la empresa obtiene recursos financieros de terceros para capital de trabajo o activos circulantes temporales y permanentes, así como para inversiones”.

Podríamos decir también que el financiamiento “consiste en la obtención de los recursos monetarios financieros necesarios para llevar a cabo una actividad económica, que al aplicarlos de una manera racional incrementa el proceso productivo, con la característica de que generalmente se trata de sumas tomadas a préstamo que complementan los recursos propios” (Díaz Palacios, 1999, p. 14).

1.2.2 Importancia y necesidad del financiamiento en una empresa

La importancia del financiamiento tiene que ver con el uso que se le da, puede ser una herramienta indispensable para la empresa en el momento en que esta tenga que responder a sus obligaciones corrientes o falta de liquidez en el corto plazo, es decir, para satisfacer las necesidades de capital de trabajo y poder cubrir el ciclo operativo o comercial de la mejor manera.

Además, el financiamiento constituye una buena base para el desarrollo de los proyectos de expansión y diversificación de las empresas, además de la liquidez que ofrece sobre todo en periodos de crisis.

La necesidad de financiamiento en una empresa surge por la falta de un capital de trabajo adecuado que permita impulsar las operaciones circulantes de una entidad o bien por que el negocio quiere crecer económicamente a través de la diversificación de sus productos o de la expansión del negocio, para lo cual requiere de cuantiosas inversiones.

Los problemas recurrentes en la administración del capital de trabajo se debe principalmente a la congelación de fondos y falta de liquidez consecuencia de una sobre inversión y una pésima administración de las cuentas por cobrar y del plazo medio de pagos a proveedores, inventarios rezagados que conllevan a un excesivo gasto de manejo y almacenamiento provocando que se tengan mercancías deterioradas y fuera de uso cuyo precio de venta no cubrirían su costo de producción, ya que tendrán que venderse con descuento por la calidad de las mismas.

En cuanto a la necesidad de financiamiento por planes de expansión no requieren de mayor explicación, se desea crecer como empresa y para ello debe recurrir a una fuente de financiamiento externa que se adecue al plan, cuando la propia operación del negocio no alcance a generar los recursos excedentes suficientes para el logro de los proyectos de crecimiento de la empresa.

1.2.3 Clasificación

Una vez que hemos visto la importancia y la necesidad del financiamiento empresarial, describiremos las principales fuentes de financiamiento que una empresa puede utilizar para obtención de los recursos necesarios para su operación.

Las fuentes de financiamiento se pueden clasificar de la siguiente manera de acuerdo al origen de dichos recursos:

- a) Financiamiento interno
- b) Financiamiento externo
 - 1. A corto plazo
 - 2. A largo plazo

1.2.3.1 Fuentes internas de financiamiento

También llamadas de autofinanciación, son aquellos recursos o préstamos que no provienen de terceros, es decir, el conjunto de fuentes financieras que ofrecen la posibilidad de redistribuir los fondos de capital ociosos existentes dentro de la misma empresa y que en algunas veces son más baratas que las externas. Estas fuentes internas de financiamiento suelen clasificarse de corto y de largo plazo.

De este modo, dentro de las fuentes internas podemos encontrar las siguientes:

a) A corto plazo:

- Mantener un stock mínimo en inventarios
- Ofrecer descuento por pago anticipado a los clientes
- Venta de activos fijos
- Acreditamiento, compensación o devolución de impuestos
- Impuestos retenidos que pueden pagarse hasta el próximo mes

b) A largo plazo:

- Reservas para inventarios obsoletos
- Reservas para cuentas incobrables
- Reinversión de utilidades acumuladas
- Aplicación de las reservas de capital

La venta de activos fijos constituye una fuente de financiamiento interna única y excepcional, ya que su explotación no justifica el empleo de los fondos inmovilizados en ellos.

El renglón de reinversión de utilidades es un financiamiento interno con costo ya que los accionistas esperan obtener un rendimiento fijo mínimo por no retirar sus utilidades, aunque es cierto que permite que la empresa no tenga falta de liquidez ni riesgo de apalancamiento excesivo.

1.2.3.2 Fuentes externas de financiamiento a corto plazo

Hay veces en que la empresa no puede generar internamente los recursos excedentes suficientes para financiar sus proyectos de crecimiento, es entonces cuando tiene que recurrir a recursos financieros de terceros, para financiar el capital de trabajo, los activos circulantes temporales o permanentes, así como para la adquisición de activos fijos.

Al igual que el financiamiento interno, este financiamiento puede ser clasificado en dos formas, financiamiento externo a corto plazo y financiamiento externo a largo plazo.

El financiamiento a corto plazo consiste en la obtención de recursos por los cuales se adquiere una obligación de pago cuyo vencimiento será un periodo inferior a un año, y por regla general debe ser utilizado principalmente para cubrir insuficiencias en el capital de trabajo de la empresa.

Las fuentes de financiamiento a corto plazo más conocidas son las siguientes:

a) Proveedores o crédito comercial

De acuerdo con los resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, esta fuente de financiamiento ocupa el primer lugar entre todas las alternativas que tiene una empresa para obtener recursos de terceros (cuadro 8).

Cuadro 8. Resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio (fuentes de financiamiento).

Fuentes de financiamiento % respuestas al 4to. Trimestre 2009						
Trimestre Tipo de Empresas	Abril-Junio 2009		Julio-Sept 2009		Oct-Dic 2009	
	Pequeña	Mediana	Pequeña	Mediana	Pequeña	Mediana
Fuentes de financiamiento:						
Proveedores	63.90	55.20	67.00	54.80	68.70	55.40
Bancos Comerciales	20.10	23.70	14.20	24.40	17.80	20.70
Bancos Extranjeros	0.00	2.10	0.00	2.70	1.20	2.70
Otras Empresas del Grupo Corporativo	9.60	15.30	14.20	14.00	8.50	15.80
Bancos de Desarrollo	2.30	1.20	2.30	2.30	0.80	2.30
Oficina Matriz	3.70	2.50	2.30	1.40	2.30	1.80
Otros Pasivos	0.40	0.00	0.00	0.40	0.70	1.30

Fuente: elaboración propia con datos de Banxico: Resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio. <http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/estadisticas/intermediacion-financiera/financiamiento-informacion-fi.html>

Este tipo de financiamiento se genera mediante la adquisición o compra de bienes o servicios a crédito, lo que permite a la empresa tomar posesión de la mercancía y pagar por ellas después en un plazo corto determinado.

En épocas de inflación alta, una de las medidas más efectivas para neutralizar el efecto de inflación en la empresa es el incrementar el financiamiento a largo plazo de los proveedores.

b) Factoraje o venta de cuentas por cobrar.

Las operaciones de factoraje consisten en la venta de las cuentas por cobrar a favor del negocio, documentados en contrarecibos, facturas, letras de cambio, pagarés o cualquier otro título por cobrar; a una empresa de factoraje llamado factor, con el fin de conseguir los recursos para no limitar el desarrollo de sus ciclo productivo o comercial al recibir el efectivo por sus cuentas sin la necesidad de esperar al vencimiento de estas.

“El cobro de este servicio se realiza mediante un descuento sobre el valor nominal de los derechos de crédito que se ceden, que representa el costo de la operación, o se realiza un anticipo sobre el importe de la cobranza de los documentos, y cuando se obtiene esta, se entrega al cedente el remanente menos el precio del servicio” (Celis Hernández, 1993, p.78).

El factor asume el riesgo de insolvencia del deudor en los contratos sin recurso, pero en el contrato con recurso, el más utilizado, la empresa cedente asume el riesgo de la falta de pago del deudor de la cuenta por cobrar.

c) Papel comercial

Es un crédito de corto plazo documentado con pagarés emitidos por empresas, que no cuentan con una garantía específica, por lo que es la solvencia económica y el prestigio de la empresa colocadora la que los respalda, aún cuando en algunas ocasiones son avalados por una institución bancaria y dado que se colocan entre el público inversionista a tasa de descuento, su rendimiento se determina por el diferencial entre el precio al que se adquieren y el precio al que se venden.

Según Díaz Mata (1994, p.194), existen tres tipos, el quirografario, indizado al tipo de cambio libre peso-dólar y el avalado. Se emiten con valor nominal de \$100.00 o múltiplos de este y su seguridad radica en la solvencia moral y económica de la empresa que firma la promesa de pago a excepción del papel comercial avalado que tiene la garantía específica de la institución de banca de desarrollo que la avala.

d) Préstamo prendario

Es aquel crédito que además de la garantía de un título de crédito está respaldado también por un bien, mercancías o prenda. El préstamo no debe exceder del 70% del valor de la prenda y deben de estar depositados en almacenes generales de depósitos autorizados.

Por el otorgamiento de financiamiento, es requisito indispensable documentarlos con un pagaré, obligándose el acreditado a devolver a una fecha determinada la cantidad recibida y el monto de los intereses correspondientes, así mismo, cuando la empresa liquide el préstamo recibirá la prenda que dejó como garantía del mismo.

e) Aceptaciones bancarias

Son letras de cambio giradas por las empresas deudoras a su propia orden las cuales son aceptadas por instituciones de banca múltiple, con base en una autorización de línea de crédito previamente autorizada por dicha institución, y estas a su vez las negocia en el mercado bursátil.

“El procedimiento de operación consiste en que la emisora gira las letras de cambio, el banco correspondiente las acepta y este a su vez, las negocia en el medio bursátil. El banco financia a la empresa pero con recursos obtenidos del mercado de capitales, sin embargo quién garantiza el pago del crédito concedido por los inversionistas es el banco aceptable y no la empresa que gira las letras de cambio” (Ibíd., p. 191).

Funcionan con una tasa de descuento, es decir, el emisor recibe el importe contenido en el documento menos los intereses correspondientes por el financiamiento, sus vencimientos pueden variar en múltiplos de siete, entre siete y ciento ochenta y dos días y su valor nominal es de \$100.00 o múltiplos de este.

1.2.3.3 Fuentes externas de financiamiento a largo plazo

“El financiamiento a largo plazo suele ser utilizado por la mayoría de las empresas para aumentar la capacidad de producción, y como consecuencia, las ventas totales para planes de expansión o de desarrollo tecnológico” (Chiavenato Idalberto, op. cit., p. 42), es el tipo de crédito que todas las entidades quieren ya que su vencimiento es mayor a un año, aunque muchas veces los otorgantes solicitan pagos parciales.

La regla general dice que las inversiones en activos fijos o activos circulantes permanentes deben ser financiadas con deuda a largo plazo.

Así pues, las fuentes de financiamiento a largo plazo más comunes son las siguientes:

a) Emisión de obligaciones

Las obligaciones de una empresa son títulos de crédito nominativos que representan un pasivo o deuda para las sociedades mercantiles que los emiten, dan a su portador el derecho de recibir intereses prefijados en el propio título, corrección monetaria variable y el valor nominal en la fecha de rescate, es decir, contiene un costo prefijado.

O bien, como lo menciona Díaz Mata (op. cit., p.167) “una obligación es un título valor nominativo mediante el cual se documenta un préstamo a largo plazo que una sociedad anónima obtiene de un conjunto de inversionistas. Los tenedores de las obligaciones obtienen periódicamente un pago por concepto de intereses y cobran, al vencimiento, el valor nominal del documento”.

Existen varios tipos de obligaciones:

1. Quirografarias, sin garantía específica solo la firma de los funcionarios autorizados de la empresa respalda la deuda.

2. Hipotecarias, garantizadas con activos inmobiliarios.
3. Convertibles, pueden convertir su deuda en acciones.
4. Subordinadas, no tienen preferencia de pago en caso de insolvencia del emisor.
5. Con rendimiento capitalizable, en vez de pagar los intereses estos se aplican para aumentar el valor nominal de los títulos.
6. Con garantía fiduciaria.
7. Indizadas de acuerdo con el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)

La amortización está programada desde la emisión y normalmente es en varios pagos o exhibiciones.

Se utilizan para financiar proyectos de inversión de largo plazo, por lo que su vencimiento puede ir desde cinco hasta veinte años y cuyos rendimientos o tasa de interés se suelen pagar trimestralmente con referencia a una tasa base.

Todas las sociedades anónimas están autorizadas para emitir obligaciones de conformidad con la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito pero se requiere autorización previa de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para ser emitidas y colocadas entre el público, pueden ser nominativas al portador y nominativas con cupones al portador y su valor es de \$100.00 o múltiplos de este.

Deben contener la denominación, el objeto y domicilio de la sociedad, su activo, pasivo y capital que se determine según el estado de situación financiera practicado precisamente para efectuar la emisión de las obligaciones, así como el importe de ella, señalando también el número de títulos y el valor nominal, el interés, el término de pago del interés y del capital, los plazos y condiciones en que van a ser amortizadas las obligaciones y por supuesto el lugar de pago.

Las principales razones por las que a las empresas les resulta atractivo emitir obligaciones son (Díaz Mata, 1994, p. 168):

- Facilidad para obtener recursos a través del mercado bursátil.
- El préstamo se contrata en moneda nacional.
- El costo es relativamente bajo.
- Con las obligaciones quirografarias no se requieren garantías para obtener recursos, solo debe proporcionar información financiera de la empresa, cada tres meses, a la Bolsa Mexicana de Valores.

b) Emisión de acciones

La emisión de acciones implica invitar a nuevos socios o a los socios actuales a realizar aportaciones de capital en efectivo o en especie en la empresa.

Por medio de la emisión de acciones se puede obtener recursos necesarios para la adquisición de activos fijos dentro de la empresa o bien pueden servir para cambiar la estructura financiera de la entidad convirtiendo pasivos a capital.

Para que los accionistas actuales de una empresa acepten una emisión de acciones y autoricen el incremento de capital a través del mismo, es necesario que las utilidades por acción sean por lo menos mantenidas o preferentemente incrementadas.

“Las acciones son los únicos valores considerados de renta variable en la Bolsa Mexicana de Valores y no tienen fecha de vencimiento, ya que su existencia depende de la existencia misma de la empresa cuyo capital representan” (Díaz Mata, 1994, p. 201).

Las empresas pueden emitir dos tipos de acciones:

- Acciones comunes u ordinarias, las que dan a sus tenedores derechos de voz y voto en las asambleas de accionistas.
- Acciones preferentes, no tiene derecho de voz y voto en las asambleas de accionistas pero en caso de liquidación de la empresa se tienen que pagar primero a estas antes que cualquier otro tipo de acción, pueden tener un rendimiento constante y garantizado aún y cuando la empresa no obtenga utilidades.

El precio de una acción fluctúa en base a la ley de la oferta y la demanda, es decir, cuando muchos tenedores deciden vender sus acciones compradas, aumenta la oferta de las mismas lo cual trae como consecuencia la reducción del precio de la acción sin que esto pueda afectar a la empresa emisora.

En realidad, el rendimiento de las acciones se debe más a la diferencia entre el precio de compra contra el de venta en el mercado bursátil, mejor conocida como ganancia de capital, que a los dividendos o utilidades repartidas por las empresas emisoras ya que difícilmente una empresa registrada en Bolsa decretará dividendos pues si hace esto, estará dando a entender que la empresa no tiene planes de crecimiento.

El cálculo de rendimientos en la ganancia de capital se obtiene dividiendo el precio de venta entre el precio de compra de la acción menos la unidad, aunque para hacerlo más real, habrá que sumarle al precio de compra la comisión de la casa de bolsa y el Impuesto al Valor Agregado (IVA) respectivo y restarle esos mismos conceptos al precio de venta.

Hay que recordar que la compra-venta de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores de México no causa impuestos, siendo esto un apoyo que el Gobierno Federal ha implementado para el crecimiento y fortalecimiento del capital de riesgo en nuestro país.

c) Arrendamiento

El arrendamiento consiste en la renta o alquiler y/o subarrendamiento de edificios, locales comerciales, casas habitación, departamentos habitacionales, bodegas, equipos de transporte, entre otros bienes muebles e inmuebles.

Existen dos tipos de arrendamiento los cuales son:

1. Arrendamiento Puro

Es el contrato por medio el cual el arrendatario (empresa) tiene derecho a utilizar los activos a cambio del pago de rentas y no es permisible que se vaya adquiriendo un derecho de propiedad sobre el bien arrendado.

2. Arrendamiento Financiero

Contrato que se negocia entre el propietario de los bienes y la empresa, a la cual se le concede el uso de esos bienes durante un plazo forzoso determinado y mediante el pago de una renta específica.

En este a diferencia del puro, el arrendatario puede adquirir el bien arrendado mediante un pago menor que el valor que tiene el bien al momento de ejercer la opción de compra que es generalmente al vencimiento del contrato. Por lo que resulta muy cierto decir que el arrendamiento puede ser para la empresa, la única forma de financiar la adquisición de un activo.

Entre otras ventajas tenemos que se mantiene el capital de la empresa para otras inversiones, evita pagar enganches, adelantos y otros cargos, también fiscalmente los intereses son deducibles y debido a que el arrendamiento garantiza un pago fijo, se facilita tener una planeación financiera más efectiva.

d) Banca comercial

Conforme al artículo 3° de la Ley de Instituciones de Crédito, el sistema bancario mexicano está integrado por el Banco de México, las instituciones de banca múltiple, las instituciones de banca de desarrollo y los fideicomisos públicos constituidos por el Gobierno Federal para el fomento económico que realicen actividades financieras, así como los organismos auto regulatorios bancarios.

Para este punto, solo se tomará en cuenta los financiamientos otorgados por la banca comercial para lo cual es preciso mencionar la situación actual que guarda la misma.

Al mes de diciembre de 2009, según el boletín estadístico “banca múltiple” de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), existían 43 bancos comerciales en operación en México con activos propios por 4.943 billones de pesos, de los cuales tres cuartas partes (78.19% de los activos totales) corresponden a los cinco bancos principales, BBVA Bancomer (23.85%), Banamex (19.44%), Santander (14.26%), Mercantil del Norte ó Banorte (11.18%) y HSBC (9.46), mientras que el 21.81% restante se encuentra dividido entre los otros bancos.

Dicha banca comercial como financiamiento a largo plazo para los negocios proporciona los siguientes (Herrera Santos, 2001, p. 6-8):

1. Crédito refaccionario

Este tipo de crédito con garantía está enfocado principalmente a fortalecer o incrementar los activos fijos del negocio, inversiones a largo plazo y también para la liquidación de pasivos o adeudos fiscales relacionados con la operación de la industria, la agricultura y la ganadería.

Tiene un plazo legal de 15 años en la industria, 5 años en la agricultura y ganadería, incluyendo periodo de gracia, nunca superando la vida útil de los activos financiados ni el 75% de su valor a menos que se otorgue una garantía adicional.

2. Crédito hipotecario

Son financiamientos a largo plazo de gran flexibilidad para la adquisición, construcción o mejora de bienes inmuebles destinados al objeto social de la empresa, también para el pago o consolidación de pasivos originados en la operación normal, excluyendo los pasivos por financiamiento otorgados por otras instituciones bancarias.

La garantía estará constituida por activos tangibles y el valor del crédito no podrá exceder del 50% de estas garantías comprobado mediante avalúo.

El plazo máximo de un crédito hipotecario para agricultura o ganadería es de 5 años mientras que para empresas del sector industrial será hasta de 15 años pudiendo tener un periodo de gracia de 2 años.

3. Préstamo de habilitación o avío

Es una operación de crédito a corto o mediano plazo otorgada para apoyo al capital de trabajo y al fomento de las actividades productivas, cuyo importe está condicionado a ser invertido únicamente en la compra de materias primas y materiales, pago de jornales, salarios y gastos directos de explotación indispensables para la operación de empresas dedicadas a la industria, agricultura, ganadería o servicios.

La garantía consiste en las materias primas y materiales que se adquieren con el importe del crédito, así como los frutos, productos y artefactos que se obtengan, sean estos futuros o pendientes, identificados en el plan de inversión o en anexo al contrato.

El plazo máximo para el sector industrial es de 5 años incluido el periodo de gracia, mientras que para los demás sectores es de 2 a 3 años como máximo. La tasa varía de institución a institución pero los rangos van de Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) más 6 o más 11.5 puntos porcentuales.

4. Préstamo hipotecario industrial

Este préstamo se otorga con garantía hipotecaria y su destino debe ser distinto al de los préstamos de habilitación o avío y refaccionario. Tampoco puede destinarse a la construcción o adquisición de bienes inmuebles, siendo su principal uso la consolidación de pasivos originados por la acción normal del negocio y para cubrir las necesidades de inversión en activos.

El contrato debe estar previamente autorizado por el Banco de México y ratificado ante notario o corredor público. El plazo del crédito no podrá ser mayor a 7 años incluyendo periodo de gracia.

CAPITULO II.

MARCO REFERENCIAL

“Si el dinero va delante, todos los caminos se abren.”

William Shakespeare

2.1 EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO

2.1.1 El sistema financiero en México

2.1.1.1 Concepto e importancia

El objeto de la presente investigación no es describir o explicar a detalle el origen, la evolución y funcionamiento del sistema financiero en México, sin embargo para ubicar el entorno en el que se desenvuelve el mercado de valores, tema principal de la tesis, enunciaremos el concepto, importancia y estructura actual del mismo.

Podemos entender un sistema financiero como el conjunto de entidades integradas por instituciones financieras que tienen por objeto la captación de recursos en forma profesional, así como el otorgamiento de créditos financieros a los diferentes sectores de nuestra economía bajo un marco jurídico establecido y con la supervisión y vigilancia de las autoridades de dicho sistema.

O bien, como lo establece Méndez Morales (1999, p. 85) al decir que el sistema financiero mexicano, integrado por el mercado de dinero y capitales, “es el conjunto de instituciones que se encargan de proporcionar créditos en forma profesional a personas físicas y morales, así como a financiar las actividades económicas que se realizan en nuestro país. En el caso de México este se encuentra formado por el sistema bancario mexicano y por el conjunto de instituciones denominadas intermediarios financieros no bancarios”.

La importancia del sistema financiero en México radica principalmente en la generación, captación, administración y canalización del ahorro, inversión y financiamiento dentro de su marco jurídico, aumentando así la disponibilidad del crédito hacia todos los sectores económicos y al país, le garantiza una estabilidad monetaria al proteger el poder adquisitivo la economía.

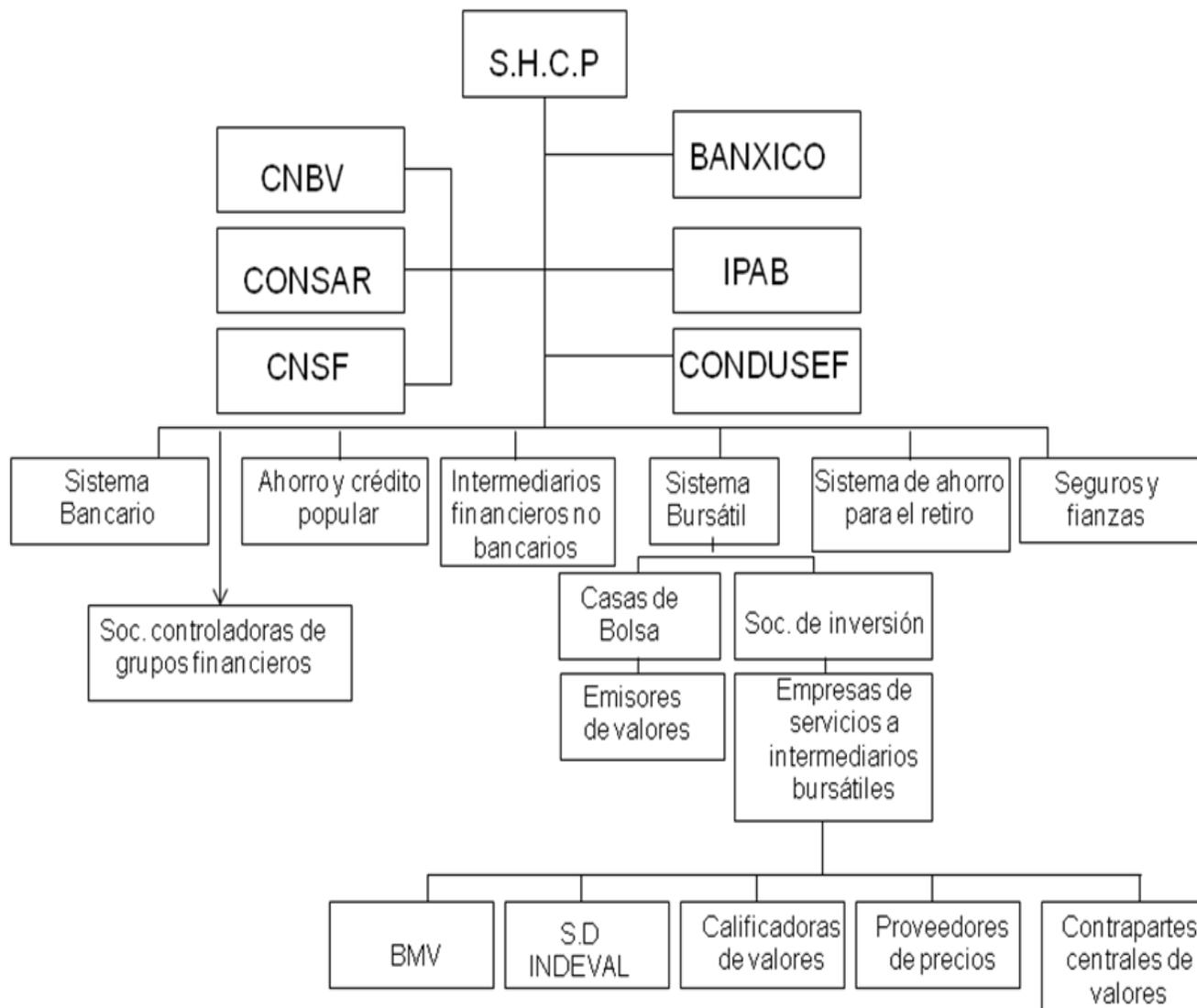
2.1.1.2 Estructura del sistema financiero actual

A lo largo de la historia, el sistema financiero mexicano ha tenido diversas transformaciones supuestamente con el fin de tener una economía más competitiva y eficiente, de ahí que en el año de 1990 se estableciera que el sector privado pudiera prestar servicio de banca y crédito reformando así la Ley de Instituciones de Crédito, Ley para Regular las Agrupaciones Financieras y la Ley del Mercado de Valores entre otras.

A partir de este momento se privatizó la banca múltiple permitiendo incluso la entrada del capital extranjero a casas de bolsa, organizaciones auxiliares de crédito, a las sociedades de inversión, y a las aseguradoras y afianzadoras.

Es por eso que para muchos autores y para mí, es preciso llamar al sistema financiero mexicano como el nuevo sistema financiero en México cuya estructura es la que se muestra en la figura 3.

Figura 3. Estructura del nuevo sistema financiero en México.



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de la SHCP. Estructura del sistema financiero mexicano. <http://www.apartados.hacienda.gob.mx/casfim/documentos/organigrama/organigrama.pdf>

Tal y como se aprecia en la figura anterior (fig. 3), el sistema financiero en México se compone de la siguiente manera:

1.- Los organismos de regulación, supervisión y control

- a) La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHP)
- b) El Banco de México (BANXICO)
- c) La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)
- d) La Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF)
- e) La Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR)
- f) La Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF)
- g) El Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB)

2.- El sector bancario

- a) Las instituciones de banca múltiple
- b) Las instituciones de banca de desarrollo

3.- El sector de ahorro y crédito popular

- a) Entidades de ahorro y crédito popular
- b) Sociedades de ahorro y préstamo
- c) Sociedades financieras populares
- d) Sociedades cooperativas de ahorro y préstamo

4.- Sector de intermediarios financieros no bancarios

- a) Organizaciones auxiliares del crédito
- b) Actividades auxiliares del crédito

5.- El sector bursátil

- a) Sociedades de inversión
- b) Empresas de servicios a los intermediarios bursátiles
- c) Casas de bolsas
- d) Sociedades emisoras de valores

6.- El sistema de ahorro para el retiro

- a) Las administradoras de fondos para el retiro
- b) Las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro

7.- El sector de seguros y fianzas

8.- Las sociedades controladoras de grupos financieros

Para fines de nuestra investigación, de esta nueva estructura del sistema financiero en México proporcionada por la SHCP, solo nos enfocaremos a revisar el sistema bursátil ya que dentro del mismo tenemos al mercado de valores el cual describiremos en el siguiente capítulo.

El sector bursátil en México se compone como sigue:

a) Sociedades de inversión

La Ley de Sociedades de Inversión (LSI) define a este tipo de sociedades como aquellas que tengan por objeto, la adquisición y venta de activos objeto de inversión¹ con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el

¹ Se refiere a los valores, títulos y documentos a los que les resulte aplicable el régimen de la Ley del Mercado de Valores inscritos en el Registro Nacional de Valores o listados en el sistema internacional de cotizaciones.

público inversionista, así como la contratación de los servicios y la realización de las demás actividades previstas en dicho ordenamiento.

Estas sociedades son de gran importancia por la liquidez que brindan al mercado de valores nacional al facilitar la presencia de un mayor número de participantes, ya que a través de ellas los pequeños y medianos inversionistas, que no cuentan con el capital mínimo para ser cliente activo de una casa de bolsa, pueden ingresar a este mercado de manera conjunta con otros inversionistas comprando portafolios o fondos de inversión basados en la diversificación de riesgos que estos quieran tomar.

Para que una sociedad de inversión pueda organizarse y funcionar como tal, requerirá la autorización de la CNBV la cual será intransferible para cualquiera de los cinco tipos de sociedades que pueden crearse:

- I. Sociedades de inversión de renta variable;
- II. Sociedades de inversión en instrumentos de deuda;
- III. Sociedades de inversión de capitales;
- IV. Sociedades de inversión de objeto limitado; y
- V. Sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro, regida por la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro.

Las sociedades de inversión de renta variable operarán con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a acciones, obligaciones y demás valores, títulos o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero.

Las sociedades de inversión en instrumentos de deuda operarán exclusivamente con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a valores, títulos o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero.

Las sociedades de inversión de capitales (SINCAS) operarán preponderantemente con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo.

La CNBV establecerá mediante disposiciones de carácter general, las características genéricas de las empresas promovidas en las que podrán invertir las SINCAS, así como el porcentaje máximo que puede invertirse en una misma empresa promovida.

Para que una SINCA pueda invertir en una empresa promovida, estas deberán firmar un contrato de promoción que contenga las condiciones a las que se sujetará la inversión, debiendo reunir los requisitos mínimos que la CNBV establezca.

En consecuencia, las empresas promovidas estarán obligadas a proporcionar a la CNBV, la información que al efecto les solicite, debiendo contemplarse dicha obligación en los contratos de promoción respectivos.

Cabe señalar que este tipo de sociedad de inversión podría ser de suma importancia para la integración y desarrollo de pymes en la Bolsa Mexicana de Valores, desgraciadamente esta modalidad ha sido poco utilizada debido al nulo interés por parte de los inversionistas y a los altos costos operativos que representa para las empresas promovidas el hecho de tener que cumplir con las obligaciones que le dicte la CNBV.

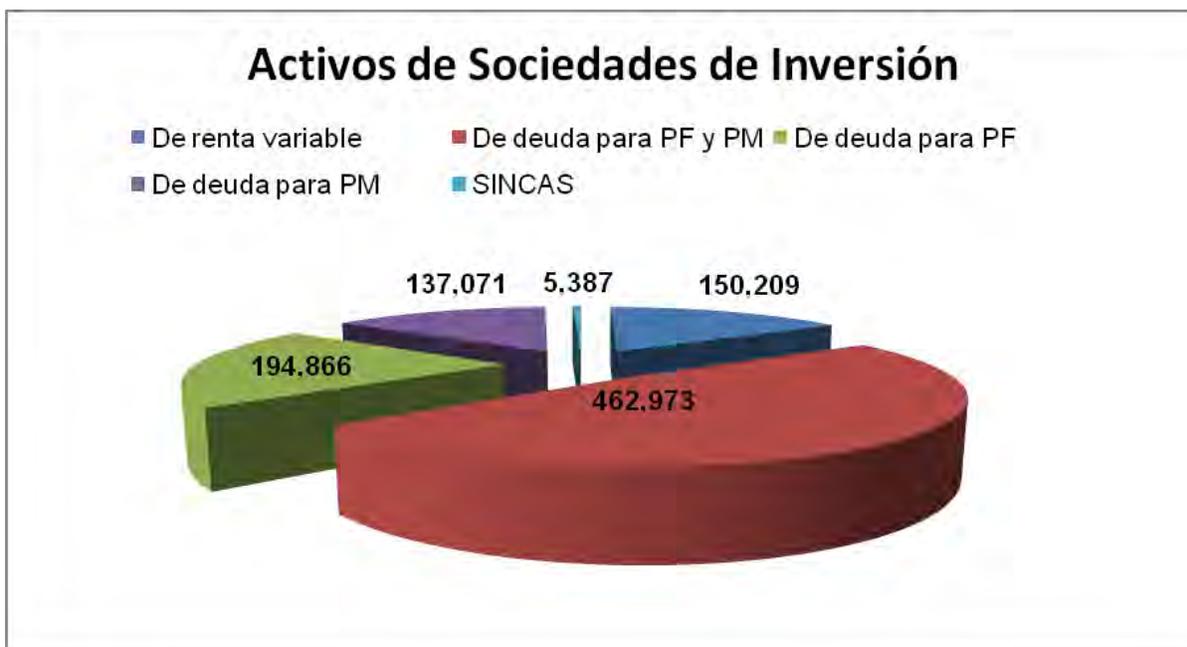
Según cifras de la CNBV, durante el 2009 eran 19 SINCAS las autorizadas para operar como tal, las cuales solo contaban con 102 inversionistas destinando sus recursos como sigue:

- Inversiones en acciones de empresas promovidas \$6'961,853 miles de pesos
- Inversiones en instrumentos de deuda 115,684 “ “ “
- Inversiones en acciones de sociedades de inversión 35,606 “ “ “

Las sociedades de inversión de objeto limitado operarán exclusivamente con los activos objeto de inversión que definan en sus estatutos y prospectos de información al público inversionista.

Según el boletín estadístico de sociedades de inversión que elabora la CNBV, a diciembre de 2009 los activos totales que operaba este sector estaba integrado como se aprecia en la gráfica 1:

Gráfica 1. Activos de sociedades de inversión a diciembre de 2009 (cifras en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos del boletín estadístico de la CNBV sobre sociedades de inversión. <http://sidif.cnbv.gob.mx/Documentacion/SI/Carpetas/Carpeta%2001-2010.xlsm>

b) Empresas de servicios a los intermediarios bursátiles

Dentro de este grupo se encuentra la Bolsa Mexicana de Valores la cual se describirá a detalle más adelante, las instituciones para el depósito de valores, las instituciones

calificadoras de valores, los proveedores de precios y las contrapartes centrales de valores, todas ellas se encuentran definidas en la nueva Ley del Mercado de Valores (LMV).

Las instituciones para el depósito de valores son aquellas que brindan el servicio de depósito, guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores, dentro y fuera de la Bolsa que estén inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV).

Para organizarse y operar como dicha institución, se requiere de la concesión del Gobierno Federal a través de la SHCP oyendo la opinión de la CNBV y del Banco de México. Dentro del mercado de valores, este servicio es proporcionado por el S.D. Instituto Nacional para el Depósito de Valores S.A de C.V. (INDEVAL) que hasta la fecha es la única autorizada para operar.

El servicio consistente en el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación sobre la calidad crediticia de valores, estarán reservadas a las instituciones calificadoras de valores.

Las instituciones calificadoras de valores evalúan la calidad de los instrumentos de deuda, así como los activos que integran los portafolios de las sociedades de inversión de deuda, la capacidad de pago del emisor y la sensibilidad ante cambios en la economía.

La calificación incluye letras y números. Las letras se utilizan para calificar la calidad crediticia o capacidad y oportunidad de pago del emisor y los números se emplean para medir el riesgo de mercado (modificaciones en las tasas de interés o tipo de cambio).

Actualmente en la BMV actúan como instituciones calificadoras de valores:

- Fitch México S.A. de C.V.
- HR Ratings de México, S.A. de C.V.
- Moody's de México S.A. de C.V.
- Standard & Poor's, S.A. de C.V.

Por su parte, los proveedores de precios son los encargados de llevar a cabo la prestación habitual y profesional del servicio de cálculo, determinación y proveeduría o suministro de precios actualizados para la valuación de valores, instrumentos financieros derivados o índices, así como de envío de información relacionada con dichas actividades.

Para organizarse y operar como institución calificadora de valores y como proveedor de precios se requiere autorización de la CNBV, previo acuerdo de su junta de gobierno.

Las contrapartes centrales de valores son aquellas cuyas actividades que realicen tengan por objeto reducir los riesgos de incumplimiento de las obligaciones a cargo de los intermediarios del mercado de valores, asumiendo el carácter de acreedor y deudor recíproco de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones con valores previamente concertadas por cuenta propia o de terceros entre dichos intermediarios.

Para organizarse y operar como dicha institución, se requiere de la concesión del Gobierno Federal a través de la SHCP oyendo la opinión de la CNBV y del Banco de México.

Aunque la LMV no lo contempla, se puede considerar dentro de este grupo también a la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) y la Academia Mexicana de Derecho Financiero.

La AMIB agrupa a todas las casas de bolsa que operan en el país y las representa ante las autoridades reguladoras del mercado de valores, su propósito es promover el crecimiento, desarrollo y consolidación de sus agremiadas, propiciar las condiciones que favorezcan su sano y eficaz desempeño en el sistema financiero nacional e internacional, e inducir en ellas la adopción de estrictas medidas de autorregulación.

c) Casas de bolsa

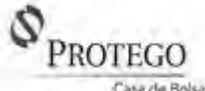
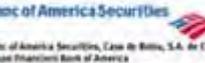
Las casas de bolsa son consideradas como intermediarios del mercado de valores junto con las instituciones de crédito, las sociedades operadoras de sociedades de inversión y administradoras de fondos para el retiro y las sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión.

Para organizarse y operar como casa de bolsa se requiere autorización de la CNBV, previo acuerdo de su junta de gobierno y podrán realizar entre otras, las actividades que a continuación se mencionan (art. 171 LMV):

- Colocar valores mediante ofertas públicas, así como prestar sus servicios en ofertas públicas de adquisición.
- Asumir el carácter de acreedor y deudor ante contrapartes centrales de valores, así como asumir obligaciones solidarias respecto de operaciones con valores realizadas por otros intermediarios del mercado de valores, para los efectos de su compensación y liquidación ante dichas contrapartes centrales, de las que sean socios.
- Promover o comercializar valores.
- Prestar el servicio de asesoría financiera o de inversión en valores, análisis y emisión de recomendaciones de inversión.
- Recibir depósitos en administración o custodia, o en garantía por cuenta de terceros, de valores y en general de documentos mercantiles.
- Fungir como administrador y ejecutor de prendas bursátiles.
- Asumir el carácter de representante común de tenedores de valores.
- Actuar como fiduciarias.
- Ofrecer servicios de mediación, depósito y administración sobre acciones representativas del capital social de personas morales, no inscritas en el RNV, sin que en ningún caso puedan participar por cuenta de terceros en la celebración de las operaciones.

Actualmente, en el mercado de valores mexicano existen 35 casas de bolsa autorizadas para actuar como tal, las mismas que aparecen en el cuadro número 9:

Cuadro 9. Casas de bolsa que operan actualmente en la Bolsa Mexicana de Valores

 VALUE	 VANG	 PROTG	 INTER
 MNXCB	 BASE	 CITI	 ICAM
 IXE	 BARC	 VALME	 BCOMR
 MERL	 UBS	 BASM	 VAFIN
 BANOR	 INBUR	 CS	 MULVA
 VECTO	 ACCIV	 BLTK	 GBM
 ABN	 INVEX	 HSBCB	 ARKA
 ACTIN	 ING	 SANT	 SCTIA
 DBSEC	 JPM	 MSRI	

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores www.bmv.com.mx / Inicio / Acerca de la BMV / Casas de bolsa en México

d) Sociedades emisoras de valores

Aquella persona moral que solicite, obtenga y mantenga la inscripción de sus valores en el RNV. Asimismo, quedarán comprendidas las instituciones fiduciarias cuando actúen con el referido carácter, únicamente respecto del patrimonio fideicomitido que corresponda.

Es decir, son las sociedades anónimas (SAB ó SAPIB), organismos públicos, entidades federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias que, cumpliendo con las disposiciones establecidas y siendo representadas por una casa de bolsa, ofrecen al público inversionista dentro de la BMV, valores como acciones, títulos de deuda y obligaciones, entre otras.

2.1.2 Mercado de valores mexicano

2.1.2.1 Concepto y clasificación

Podríamos enunciar varios autores para definir el concepto de mercado de valores, que hasta antes de la entrada en vigor de la nueva Ley del Mercado de Valores era sinónimo de Bolsa Mexicana de Valores debido a que en México no se reconocía al mercado de valores privado como parte del mismo.

El mercado de valores privado brinda la oportunidad a las empresas de poder emitir acciones representativas de su capital social para que sean adquiridas por el público en general sin tener que inscribir estos valores en el RNV ni solicitar los servicios de una casa de bolsa y como no existe ningún interés público que proteger, tampoco quedan sujetas a la supervisión de la CNBV.

Por otra parte, podemos definir al mercado de valores público como los mecanismos, tanto jurídicos como institucionales y operativos, que en conjunto permiten realizar la emisión, colocación y distribución de títulos-valor emitidos en serie o en masa, que sean objeto de oferta pública o de intermediación y que estén inscritos en el RNV, previa autorización de la CNBV.

Así pues, es en el mercado de valores donde interactúan vendedores y compradores de títulos-valor, al tiempo que se crea la infraestructura para la formación de los precios y el intercambio de dichos valores.

Clasificación del Mercado de Valores público².

El mercado de valores comprende a su vez a los mercados de dinero y de capitales. En el mercado de dinero se negocian instrumentos con vencimiento a corto plazo, como son los pagarés, el papel comercial y los certificados bursátiles de corto plazo; y en el de capitales se negocian instrumentos de mayor plazo con condiciones variables de liquidez y riesgo, como son las acciones, las obligaciones y los certificados bursátiles.

² Bolsa Mexicana de Valores, Guía para facilitar la incorporación de las empresas al mercado de valores, México 2008, páginas 1-3. <http://ols.uas.mx/cegc/Doctos/Guia-de-Incorporacion-al-Mercado-de-Valores.pdf>

También podemos clasificar el mercado de valores en función de las características de las operaciones que en el se realizan:

- a) Mercado primario
- b) Mercado secundario
- c) Mercado bursátil
- d) Mercado extrabursátil

El mercado primario es aquél en donde la emisión y colocación de valores se realiza por primera vez y se hace a un precio predeterminado. Puede ser oferta pública inicial dirigida al gran público inversionista o privada dirigida a ciertos inversionistas.

Se puede decir que en este mercado la empresa emisora recibe directamente, a través de una casa de bolsa, los recursos captados del público inversionista.

Mercado secundario es aquél que comprende la compra-venta de valores emitidos y colocados con anterioridad, en este mercado la empresa emisora ya no recibe ningún recurso, la compra-venta de los títulos-valor se da entre el público inversionista.

Mercado bursátil y mercado extrabursátil, a simple vista y burdamente podríamos decir que la diferencia entre estos dos mercados radica en el sitio en el que se llevan a cabo las operaciones de compra-venta de los títulos-valor, es decir, se llama mercado bursátil cuando se hace la colocación y negociación de dichos valores dentro de una bolsa de valores legalmente constituida y a contrario census se entiende como mercado extrabursátil o de mostrador (Over The Counter), aquél en el que dichas negociaciones se celebran fuera de una bolsa de valores.

2.1.2.2 Entorno actual del mercado de valores público

La historia de la Bolsa Mexicana de Valores, puede dividirse en dos etapas; la primera abarca desde su origen, a mediados del año de 1850 hasta el año 2000, y la segunda, podría decirse la época actual desde el 2001 hasta el presente.

Para entender el entorno actual del mercado de valores, es necesario citar los acontecimientos más relevantes que en materia jurídica y económica ha tenido en los últimos años (2001 a 2008). Para citar dichos acontecimiento se elaboró el cuadro número 10:

Cuadro 10. Historia de la Bolsa Mexicana de Valores del periodo actual (2001-2008)

AÑO	SUCESO
2001	El día 17 de mayo se registró la jornada más activa en la historia de la BMV (el número de operaciones ascendió a 11,031)
2001	Guillermo Prieto Treviño es nombrado presidente de la BMV
2002	Se constituye la empresa de servicios Corporativo Mexicano del Mercado de Valores, S.A. de C.V. para la contratación, administración y control del personal de la Bolsa y de las demás instituciones financieras del Centro Bursátil que se sumaron a este proceso

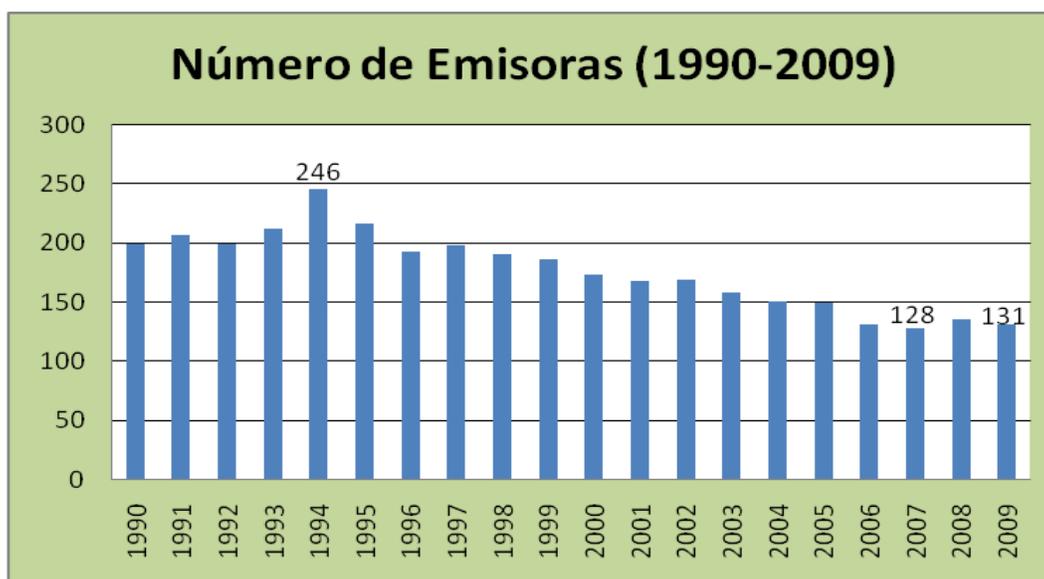
2004	La Bolsa incorpora mejoras a sus sistemas de negociación y de vigilancia del mercado, se liberó la versión 5.0 del BMV-Sentra Capitales
2004	La SHCP, CNBV y el Banco de México, publicaron nuevas reglas a las que tenían que sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervinieran en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en la Bolsa
2006	La Bolsa admite a UBS casa de bolsa, J.P. Morgan y Grupo Financiero como miembros integrales
2008	El 13 de junio la Bolsa Mexicana de Valores se hace empresa pública

Fuente: Elaboración propia en base a la revista líderes mexicanos, edición octubre 2008, pág. 12 y de la página web de la Bolsa Mexicana de Valores <http://www.bmv.com.mx/>

También es necesario mencionar el número de emisoras inscritas a lo largo de su historia y de la proporción que guarda el mismo con respecto al PIB nacional.

El número de emisoras inscritas en la Bolsa Mexicana de Valores en el lapso de 1990 a 1994 mostró un rápido crecimiento alcanzando el máximo histórico de 246 empresas registradas, después de este año la tendencia fue hacia la baja deslistándose poco menos de la mitad en un lapso de 12 años quedando con 128 emisoras al cierre de 2007 como se observa en la gráfica número 2 elaborada con base en el boletín informativo “valores” número 27 del mes de abril de 2010 publicado por la AMIB.

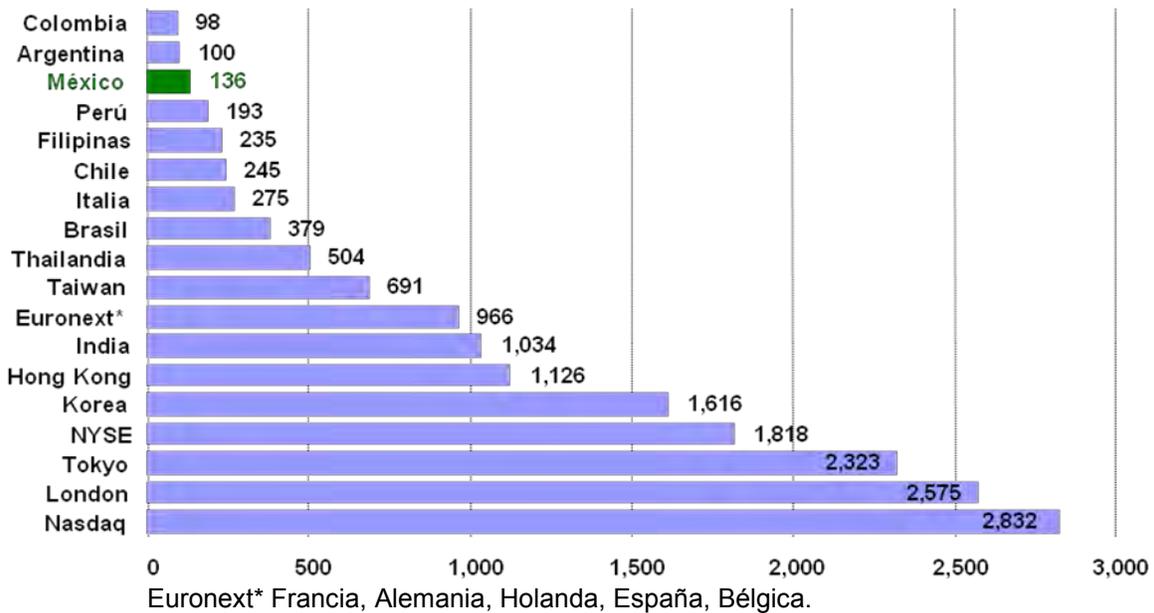
Gráfica 2. Número de emisoras inscritas en la BMV durante el periodo de 1990 a 2009



Fuente: Elaboración propia con base en el boletín informativo “valores” número 27 del mes de abril de 2010 publicado por la AMIB. <http://www.amib.com.mx/valores/boletines/Valores27.pdf>

Al cierre del año 2008 se contaba con 136 empresas inscritas lo que significa que en comparación con otras economías de América Latina y del resto del mundo, el mercado de valores mexicano se ha mantenido rezagado en los últimos 25 años, como lo demuestra la figura siguiente (fig. 4) publicada en ese año por el World Federation of Exchanges:

Figura 4. Empresas listadas en las principales bolsas de valores del mundo



Fuente primaria: World Federation of Exchanges

Fuente secundaria: Carlos Ponce Bustos (2008), conferencia "La Bolsa es para los jóvenes" FCA-UNAM

A pesar del rezago manifestado, la operatividad del mercado accionario ha ido creciendo continuamente, tanto el número de operaciones como el volumen e importe operado han tenido un alza impresionante como puede constatarse en el cuadro número 11:

Cuadro 11. Operatividad del mercado accionario mexicano durante el periodo de 1992 al 2009

Año	Núm. Operaciones	Volumen	Importe operado*
1992	827,034	69,972,807,732	275,804
1993	865,397	61,473,954,772	395,906
1994	1,018,425	47,686,720,456	563,108
1995	1,247,735	47,302,247,072	442,048
1996	1,531,431	84,261,351,892	654,056
1997	2,015,465	52,740,757,370	833,689
1998	1,733,455	37,568,415,790	618,317
1999	2,122,844	48,810,038,154	741,866
2000	2,119,814	48,523,189,112	859,003
2001	1,952,410	62,059,604,424	1,105,094
2002	2,085,197	47,114,315,212	597,211
2003	1,806,809	41,283,589,800	557,786
2004	2,637,749	58,598,368,956	1,103,391
2005	3,238,425	57,929,078,784	1,225,186
2006	4,685,345	68,587,229,634	1,838,053
2007	6,793,601	86,800,435,812	2,893,299
2008	8,730,467	108,644,408,324	2,871,445
2009	14,347,470	127,344,310,568	2,977,594

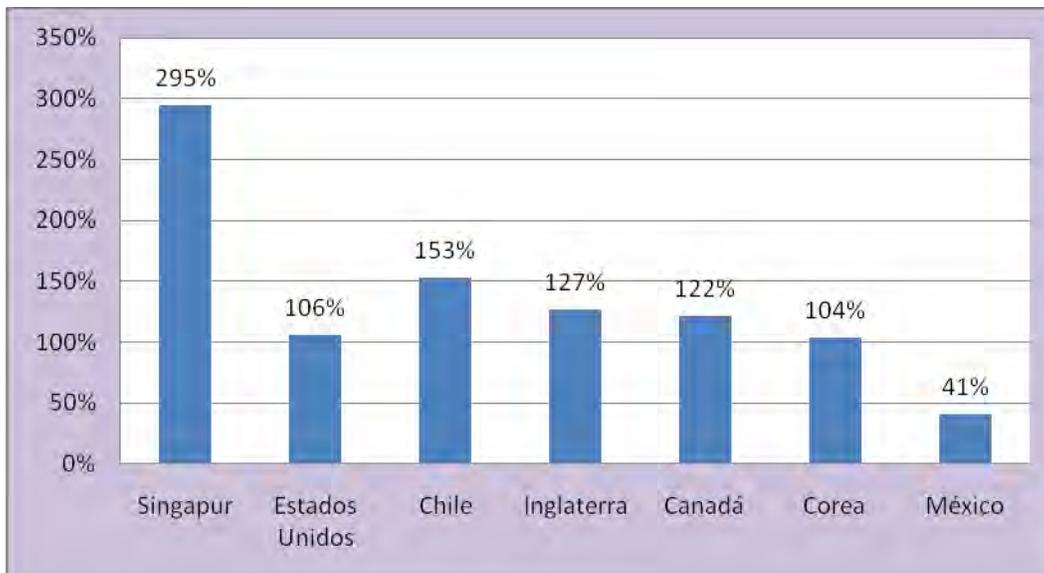
* Importe operado en millones de pesos (incluye compras y ventas)

Fuente: Botelín informativo "valores" número 27 del mes de abril de 2010 publicado por la AMIB.

<http://www.amib.com.mx/valores/boletines/Valores27.pdf>

Sin embargo, el valor de capitalización del mercado con respecto al PIB pasó de representar cerca de 50% en 1994 a 31% en 2008 cifra que resulta demasiado pequeña cuando se compara con otros países como se muestra en la siguiente gráfica (gráfica 3):

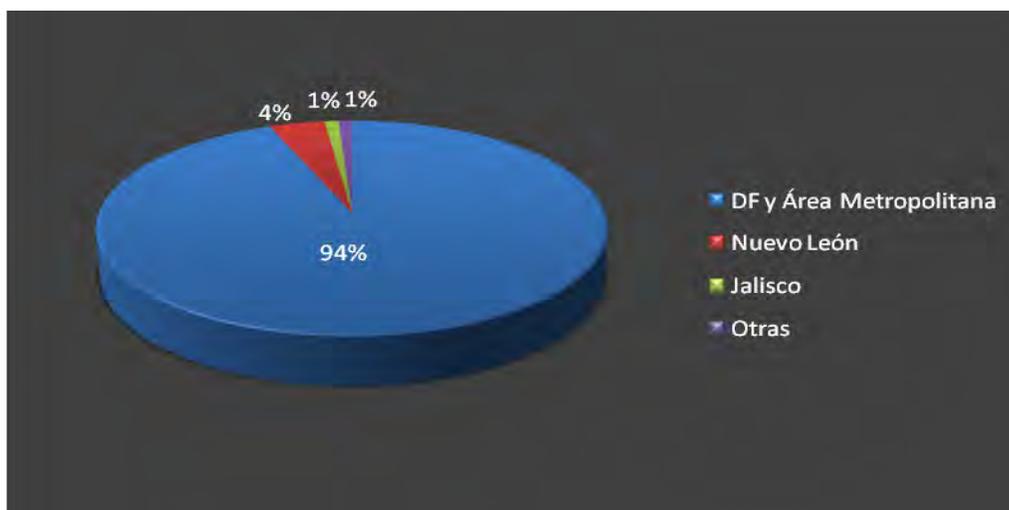
Gráfica 3. Valor de capitalización con respecto al PIB



Fuente: Elaboración propia con base en el botelín informativo “valores” número 27 del mes de abril de 2010 publicado por la AMIB. <http://www.amib.com.mx/valores/boletines/Valores27.pdf>

Además en un país de más de 100 millones de habitantes, las casas de bolsa tenían registradas a diciembre de 2009 tan solo 187,572 cuentas de inversionistas, estas cifras han venido aumentando año tras año pero sigue siendo pequeña. La distribución geográfica de las cuentas de inversionistas según el estudio de intermediación financiera regional dirigida por la AMIB era de la siguiente manera:

Gráfica 4. Distribución geográfica de las cuentas de inversionistas



Fuente: Elaboración propia con base en el botelín informativo “valores” número 27 del mes de abril de 2010 publicado por la AMIB. <http://www.amib.com.mx/valores/boletines/Valores27.pdf>

Con base en los datos anteriores, resulta de más decir que hasta ahora, la Bolsa Mexicana de Valores se ha mantenido y ha tenido un extraordinario rendimiento en los últimos 25 años gracias a los inversionistas del DF y Área Metropolitana y desde luego, a la inversión extranjera como bien se muestra en el cuadro número 12:

Cuadro 12. Participación de la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores.

Participación de la inversión extranjera en la BMV			
Año	% Part.	Año	% Part.
1992	21%	2001	43%
1993	27%	2002	43%
1994	26%	2003	46%
1995	27%	2004	43%
1996	29%	2005	45%
1997	31%	2006	44%
1998	35%	2007	39%
1999	43%	2008	43%
2000	41%	2009	ND

Fuente: Elaboración propia con base en el botelín informativo “valores” número 27 del mes de abril de 2010 publicado por la AMIB. <http://www.amib.com.mx/valores/boletines/Valores27.pdf>

Pero con todo y esto, la BMV ha mantenido un rendimiento constante que solo ha sido interrumpido en cinco ocasiones, con la crisis actual, como vemos en el cuadro número 13:

Cuadro 13. Variación del IPyC

Año	Var. IPyC	Año	Var. IPyC
1986	320.66%	1997	55.59%
1987	124.35%	1998	-24.28%
1988	100.18%	1999	80.06%
1989	98.05%	2000	-20.73%
1990	50.09%	2001	12.74%
1991	127.65%	2002	-3.85%
1992	22.91%	2003	43.55%
1993	47.92%	2004	46.87%
1994	-8.72%	2005	37.81%
1995	16.96%	2006	48.56%
1996	20.97%	2007	11.68%
		*2008	-28.5%

Fuente: Carlos Ponce Bustos (2008), conferencia “La Bolsa es para los jóvenes” FCA-UNAM

Durante el año 2009, el IPC mostró un rendimiento acumulado de 43.52% en pesos.

En conclusión podríamos decir que el mercado de valores en México ha tenido en los últimos veinte años un impresionante crecimiento, a pesar de los descabros por las crisis pasadas, y probablemente el único defecto que pudiera señalársele es que ha sido utilizado de manera casi exclusiva por consorcios y empresas de gran tamaño y por inversionistas extranjeros.

Aunque para algunos autores, “la Bolsa Mexicana de Valores no ha sido capaz del todo de satisfacer las necesidades de capital de la gran mayoría de las empresas del país, especialmente del sector de las pymes” (B. Rhoads, 1997, págs. 1-4).

Se sabe que cerca de 30,000 empresas son las que tendrían la posibilidad de cotizar en la BMV, entre medianas y grandes según las cifras del censo económico 2004 del INEGI.

2.1.2.3 El mercado de valores como fuente de financiamiento

En los últimos años, diversos sectores, entidades públicas y privadas han trabajado para promover y ampliar las posibles fuentes alternativas de financiamiento a las pymes, siendo uno de ellos, el financiamiento a través del mercado de valores.

El mercado de valores ofrece distintas opciones de financiamiento a las empresas. Es posible emitir desde títulos de deuda, con plazos de vencimiento flexibles y características que se ajusten a las necesidades específicas del emisor, hasta colocar una parte del capital social representado por acciones.

Una empresa emite títulos de deuda cuando desea allegarse de recursos sin alterar la composición de su capital social, en respuesta a necesidades de flujos de efectivo esperados en el corto y mediano plazos.

En caso de que la empresa no desee incrementar sus pasivos, sino incrementar su capital social y obtener capital fresco (mediante una oferta pública primaria), la elección es la emisión de acciones, que no tiene un plazo de vencimiento ni representan salidas de flujos constantes por pago de intereses, ya que quien las compra también adquiere los derechos que conlleva ser socio propietario de la empresa.

Todas las alternativas de financiamiento que existen en el mercado de valores comparten características comunes como plazo, monto, rendimiento, amortización, garantía y destino de los fondos obtenidos.

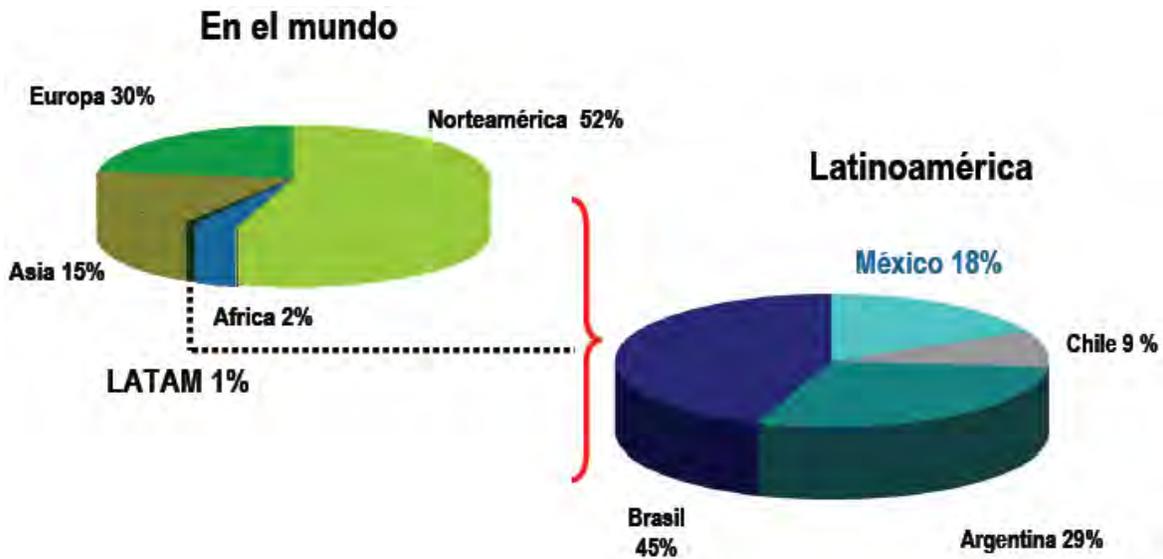
“Aunque el mercado de valores y los recursos de capital de riesgo existentes en México son pequeños cuando se comparan con otros países, debido al rendimiento del índice de la Bolsa Mexicana de Valores, a la estabilidad macroeconómica y a las perspectivas de crecimiento del país y de un menor riesgo mexicano, el potencial y desarrollo del mismo es amplio”. (González P; 2007, p.41).

El mercado de valores y los recursos de capital de riesgo como fuente de financiamiento para las empresas, cada vez ha cobrado mayor relevancia en el mundo. En los últimos 5 años las inversiones en los mismos crecieron a nivel mundial, en promedio 3.4% anual. Tan solo en el año de 2004, se invirtieron 110 mil millones de dólares, cifra equivalente al 0.3% del PIB mundial.

No obstante, la distribución de estas inversiones no ha sido uniforme, mientras que el 80% de los recursos se concentran entre Norteamérica y Europa Occidental, el 20% restante se distribuye en los demás países. Latinoamérica concentra tan solo el 1% de los recursos mencionados y entre estos, México tiene el 18%, que representa la mitad de Argentina y una

tercera parte de Brasil, podemos ver que se encuentra rezagado con respecto a otros países latinoamericanos y los recursos que se han invertido no corresponden al tamaño de su economía. (Patiño M; 2006, p.6).

Gráfica 5. Inversión en el mercado de valores a nivel mundial.



Fuente: Elaboración propia con base en Patiño M, 2006, p.6).

Podemos darnos cuenta que nuestro mercado de valores se encuentra rezagado con respecto a otros países latinoamericanos y los recursos que se han invertido no corresponden al tamaño de la economía nacional ni de su nivel de desarrollo.

De igual forma, el capital de riesgo no se ha desarrollado en México debido a que los inversionistas no contaban con la seguridad jurídica necesaria para ejercer derechos de minorías en ciertas cuestiones societarias y a la rigidez que la LGSM impone a las sociedades anónimas que dificultan la salida de estas inversiones, ya sea de capital privado o de riesgo, después de su maduración.

Además, la única bolsa de valores en nuestro país ha sido catalogada como pequeña y elitista debido a que el número de emisoras en toda su historia ha sido reducido y generalmente las empresas que han participado en este mercado han sido las más grandes del país, dando la imagen de que la BMV es una fuente de financiamiento exclusiva para este sector.

Por esta razón, resulta conveniente que en nuestro país se preste más atención al fomento y desarrollo de este tipo de financiamiento sobre todo por las ventajas que ofrece la Bolsa Mexicana de Valores a las empresas que decidan financiarse a través de ella, entre las cuales podemos mencionar estas:

- a) Permite modificar costos y riesgos de la estructura financiera de la empresa emisora,
- b) Otorga financiamiento a corto, mediano y largo plazo sin que esté sujeto a restricciones, protegiendo a la empresa de altas tasas de interés,

- c) Mejora la imagen de la empresa emisora ante sus clientes y hace que esta tenga una administración de calidad,
- d) Ofrece a las empresas mayor flexibilidad financiera y mayor liquidez. Las empresas, al no tener que pagar periódicamente los pagos de principal e intereses, disponen de más recursos y efectivo para financiar su crecimiento y desarrollo y, como consecuencia, obtener una mayor flexibilidad financiera,
- e) Se genera valor para la empresa y una mayor capacidad de endeudamiento permitiendo la capitalización de oportunidades de negocios mediante el desarrollo proyectos de inversión,
- f) En caso de emitir deuda, se obtiene liquidez sobre activos no líquidos por lo que se diversifica las fuentes de financiamiento a través de los propios activos con que cuenta la empresa lo que puede aumentar su eficiencia y competitividad en el mercado.

Para Arturo Rueda (2002, p. 41) la BMV ofrece una gran serie de beneficios únicos:

- a) Obtención de sumas cuantiosas que no pueden captarse mediante una sola de las fuentes tradicionales,
- b) Con el financiamiento bursátil, las empresas pueden ampliar o reestructurar su capital con una nueva base de socios, sin que los accionistas fundadores pierdan el control de la empresa,
- c) Los costos de financiamiento suelen ser más bajos que los créditos tradicionales ofrecidos por la banca comercial,
- d) La entidad que acude al mercado de valores adquiere un carácter público por lo que la entidad goza de relevancia y ve aumentado su prestigio a nivel nacional e incluso a nivel internacional.

Las empresas buscan recursos en la BMV por tres motivos principales:

- 1.- Cubrir fondos operativos o capital de trabajo,
- 2.- Invertir en proyectos de expansión, modernización o desarrollo,
- 3.- Realizar reestructuraciones corporativas, es decir, buscan sustituir pasivos a corto plazo por nuevas deudas de largo plazo, a fin de liquidar socios entre otros.

Además para el mismo autor, los inversionistas también tienen múltiples beneficios difíciles de obtener en otro lado con otra inversión, los cuales son:

- a) Variedad de alternativas que satisfacen los géneros de necesidades y gustos, en el mercado de valores, puede ser que el rendimiento esté en función del riesgo adquirido,

- b) Diversificación y acceso a oportunidades múltiples con cantidades mínimas de recursos,
- c) Ser socios de las empresas más importantes del país, algunas veces con los mismos derechos y obligaciones que tienen los accionistas principales, dependiendo del tipo de acción que en este caso se compren,
- d) Información del comportamiento de las variables y los indicadores, de las tendencias y perspectivas de la economía, de los proyectos y evolución de las empresas y de toda la gama de productos e instrumentos negociables en Bolsa.

Los inversionistas buscan empresas que reúnan la mayor parte de los requisitos listados a continuación, muchos de los cuales caracterizan a las empresas más exitosas de México³.

- Potencial de crecimiento
- Nivel de endeudamiento adecuado.
- Historial de resultados favorables.
- Porcentaje de exportaciones o de ventas en divisas.
- Proyectos de inversión atractivos.
- Nuevos sectores y nichos de mercado

2.2 LA BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A.B. DE C.V.

2.2.1 Definición

La Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. es una entidad financiera, que opera por concesión de la SHCP con apego a la Ley del Mercado de Valores; es el lugar físico donde se efectúan y registran las operaciones del mercado de valores público organizado en México y actualmente está ubicada en Paseo de la Reforma 255.

2.2.2 Misión, visión e importancia para el país⁴

Como toda entidad, la BMV cuenta con una misión y visión, las cuales son:

Misión

Contribuir al ahorro interno, al financiamiento, a la inversión productiva y la intermediación bursátil en el país, atendiendo las necesidades de empresas, emisores y gobiernos, así como de inversionistas nacionales y extranjeros. Proporcionar servicios de acceso a la infraestructura de la Bolsa que permitan el listado y negociación de valores, la difusión de

³ Bolsa Mexicana de Valores, www.bmv.com.mx / Inicio / Acerca de la BMV / ¿Cómo listarse en BMV? / Información general / Cotizar en Bolsa. México 2008, Pág. 10

⁴ Bolsa Mexicana de Valores, www.bmv.com.mx / Acerca de la BMV.

información y la operación del mercado organizado de capitales, deuda y otros activos financieros.

Visión

Una bolsa posicionada entre las principales bolsas de valores en el ámbito y tendencias de la industria bursátil mundial. Con una marca sólida que refleja su capacidad de respuesta y adaptación al entorno competitivo doméstico e internacional. Ofreciendo eficazmente servicios y productos para una intermediación bursátil de calidad y valor agregado. Una institución que confirme permanentemente su espíritu de innovación y una estructura interna adaptable, soportada en:

- Procesos eficientes y estables,
- En tecnología de información actualizada, y
- En un equipo humano experimentado, preparado y comprometido con su visión

Importancia de la BMV para el país

La bolsa de valores es una institución que la sociedad ha establecido en su propio beneficio. A ella acuden los inversionistas como una opción para tratar de proteger y acrecentar su ahorro financiero, aportando los recursos que, a su vez, permiten, tanto a las empresas como al gobierno, financiar proyectos productivos y de desarrollo, que generan empleos y riqueza en el país.

La bolsa de valores es un mercado organizado que contribuye a que esta canalización de financiamiento se realice de manera libre, eficiente, competitiva, equitativa y transparente, atendiendo a ciertas reglas acordadas previamente por todos los participantes en el mercado.

En este sentido, la BMV ha fomentado el desarrollo de México, ya que, junto a las instituciones del sector financiero, ha contribuido a canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, fuente del crecimiento y del empleo en el país.

2.2.3 Funciones

El objeto principal de la Bolsa en nuestro país según el Título IX de la Ley del Mercado de Valores, es la de proporcionar acceso a sistemas de negociación que faciliten las operaciones de oferta y demanda de valores inscritos en la RNV, centralizando las posturas de compra y venta, fomentando la expansión y competitividad de dicho mercado, a través de las siguientes actividades:

I. Desarrollar:

- a) Sistemas operativos de negociación.
- b) Sistemas de divulgación de información al público.

c) Sistemas de seguimiento y vigilancia de las operaciones que se celebren en sus sistemas operativos de negociación, así como en relación con el cumplimiento de los requisitos de listado y mantenimiento del listado de los valores.

II. Establecer locales, instalaciones y mecanismos automatizados que faciliten la concertación de operaciones con valores por parte de sus miembros, así como fomentar la negociación de valores.

III. Listar valores para su negociación en los sistemas que establezcan, a solicitud de sus emisoras, siempre que se satisfagan los requisitos que determine su reglamento interior.

IV. Establecer un listado especial de valores denominado sistema internacional de cotizaciones.

V. Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores listados en la misma y sus emisoras, incluyendo la revelada por estos, así como de las operaciones que en ella y en el sistema internacional de cotizaciones se realicen.

VI. Certificar la cotización de valores, así como las operaciones concertadas en ellas.

VII. Fijar las medidas necesarias para que las operaciones que se realicen en ella se sujeten a las disposiciones que les sean aplicables.

VIII. Expedir normas de autorregulación que reglamente sus actividades y las de sus miembros y vigilar su cumplimiento para lo cual podrá imponer medidas disciplinarias y correctivas, así como establecer medidas para que las operaciones que se realicen en ella se ajusten a las disposiciones aplicables.

IX. Proponer a las autoridades la introducción de nuevos productos y facilidades para la negociación de valores.

X. Realizar actos necesarios para la consecución de su objeto social.

2.2.4 Marco jurídico regulatorio

Las instancias que componen la Bolsa Mexicana de Valores son las siguientes:

Marco regulatorio

- Ley del Mercado de Valores
- Ley de Sociedades de Inversión
- Ley General de Sociedades Mercantiles
- Circulares de la CNBV
- Reglamento General de la BMV
- Manuales Operativos
- Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana
- Código de Mejores Prácticas Corporativas

Instituciones reguladoras

- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)
- Banco de México (BANXICO)
- Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

Participantes en el mercado

- Emisores
 - Empresas
 - Bancos e instituciones auxiliares del crédito
 - Gobierno (incluyendo organismos descentralizados)
- Inversionistas nacionales y extranjeros
 - Personas físicas
 - Personas morales
- Intermediarios
 - Casas de bolsa
 - Instituciones de crédito
 - Sociedades operadoras de sociedades de inversión
 - Administradoras de fondos para el retiro
 - Sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión
 - Bancos (exclusivamente instrumentos de deuda)

Entidades de apoyo

- Bolsa Mexicana de Valores
- Sociedad de Depósito Indeval
- Proveedores de precios
- Calificadoras de valores
- Contraparte central de valores
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles
- Academia Mexicana de Derecho Financiero

2.2.5 Participantes en la Bolsa Mexicana de Valores

Los participantes en la BMV son los emisores (públicos y privados), los inversionistas (nacionales y extranjeros) y los intermediarios (casas de bolsa o Bancos) y desde luego los organismos encargados de supervisar la conducta de estos, cada uno de los cuales se describirán a continuación.

2.2.5.1 Autoridades reguladoras

Fomentan y supervisan la operación ordenada del mercado de valores público y sus participantes conforme a la normatividad vigente. En México las instituciones reguladoras del sector bursátil son la SHCP, la CNBV, el Banco de México y, desde luego, la Bolsa Mexicana de Valores.

La SHCP se encarga de determinar los criterios generales normativos y de control aplicables a las instituciones que participan en la BMV, así como de proponer políticas de orientación y regulación de las entidades financieras que concurren a dicho mercado.

Igualmente, está encargada de otorgar o revocar concesiones o autorizaciones para la constitución y operación de bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores y casas de bolsa.

En relación con la regulación de este mercado, al Banco de México le corresponde, entre otras atribuciones, dictar las disposiciones a las que deberán sujetarse las casas de bolsa y los especialistas bursátiles relativas a su actuación como fiduciarias y a las operaciones de crédito que obtengan o concedan, como son reportos y operaciones de préstamo sobre valores.

Además, está facultado para imponer multas a los intermediarios financieros por operaciones que contravengan los ordenamientos que el propio banco central emite.

La CNBV tiene por objeto supervisar (a través de las facultades de inspección, vigilancia, prevención y corrección que le confieren las leyes y disposiciones aplicables) y regular la mayoría de las actividades que se realizan en la BMV a fin de procurar su correcto funcionamiento. Asimismo, tiene por objeto mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto.

Los esfuerzos regulatorios de la CNBV están encaminados a cumplir con tres objetivos principales:

- Proteger los intereses del público inversionista;
- Procurar que el mercado sea justo, eficiente, transparente y líquido; y,
- Procurar la reducción del riesgo sistemático.

2.2.5.2 Empresas emisoras

Son las empresas constituidas como sociedades anónimas, organismos públicos (entidades federativas, municipios y demás paraestatales) y entidades financieras, que cumpliendo con las disposiciones establecidas y siendo representadas por un intermediario bursátil, ofrecen al público inversionista títulos-valor, emitidos en serie o en masa, con el fin de obtener recursos para su financiamiento.

Para que una empresa pueda emitir sus valores en la BMV, debe cumplir con ciertos requisitos que más adelante se mencionarán a detalle.

2.2.5.3 Intermediarios bursátiles

Los principales intermediarios en el mercado de valores público son las casas de bolsa que como se había establecido anteriormente, ponen en contacto a los oferentes y demandantes en la BMV por lo que realizan, entre otras, las siguientes actividades:

- Operaciones de compra-venta de valores (correduría),
- Asesoría a las empresas en la colocación de valores y a los inversionistas en la constitución de sus carteras,
- Recibir fondos por concepto de operaciones con valores, realizar transacciones con valores a través del sistema BMV-Sentra Capitales, por medio de sus operadores, y
- Administración y manejo de los portafolios de valores propiedad de terceros.

Los operadores de las casas de bolsa deben estar registrados y autorizados por la CNBV y la BMV.

2.2.5.4 Inversionistas

Los inversionistas son personas físicas o morales, nacionales o extranjeras que a través de las casas de bolsa colocan sus recursos; compran y venden valores, con la finalidad de minimizar riesgos, maximizar rendimientos y diversificar sus inversiones.

En el mercado mexicano existen dos tipos de inversionistas:

a) Inversionistas institucionales, representados por sociedades de inversión, fondos de pensiones y otras entidades financieras incluyendo cuando actúen como fiduciarias al amparo de fideicomisos, y

b) Inversionistas calificados, aquellos que no necesitan asesoría por su basto conocimiento del mercado o la persona que mantenga en promedio, durante el último año, inversiones en valores por un monto igual o mayor a 1'500,000 unidades de inversión o que haya obtenido en cada uno de los 2 últimos años, ingresos brutos anuales iguales o mayores a 500,000 unidades de inversión.

2.2.6 Clase de instrumentos negociables en la BMV

Existen dos tipos de instrumentos bursátiles que se pueden negociar en bolsa, los del mercado de capitales y los del mercado de títulos de deuda.

El mercado de capitales está compuesto por las acciones que son títulos representativos del capital social de la empresa que los emite y otorgan a sus tenedores iguales derechos, así como por otros instrumentos que representan compromisos de capital a futuro, tales como las obligaciones convertibles.

Los instrumentos del mercado de deuda están representados por valores que comprometen al emisor a realizar pagos de acuerdo a ciertos plazos y tasas.

A continuación se presenta la clasificación de los mismos:

Mercado de capitales

Acciones

Certificados de Participación Ordinaria (CPO's) sobre Acciones

Mercado de títulos de deuda

Emitidos por las empresas:

Certificados de participación Ordinaria (CPO's)

Certificados de participación Inmobiliaria (CPI'S)

Certificado bursátil de corto plazo

Obligaciones

Papel comercial

Pagarés a mediano plazo

Emitidos por instituciones bancarias:

Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento a corto y a largo plazo

Aceptaciones bancarias

Emitidos por el gobierno federal:

Cetes

Udibonos

Bonos de desarrollo

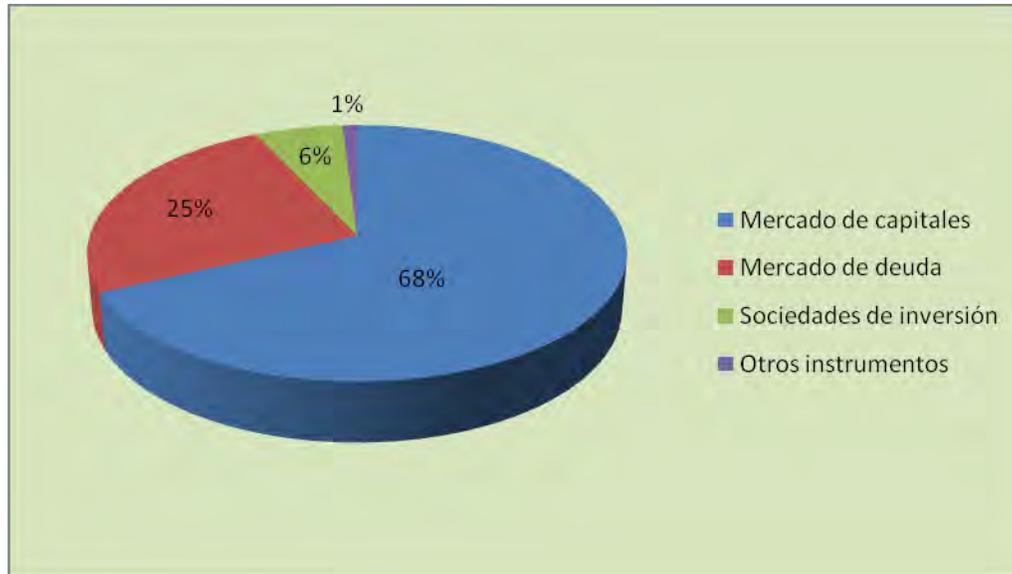
Pagaré de Indemnización Carretero-FARAC

Los instrumentos negociables dentro del mercado de títulos de deuda pueden ser a corto, mediano y a largo plazo.

Para colocar acciones y CPO's sobre acciones, la empresa deberá asesorarse por un intermediario bursátil (casa de bolsa), abogados y auditores externos. En el caso de títulos de deuda, de intermediarios bursátiles (casas de bolsa), un representante común (casa de bolsa o fideicomiso bancario) y una calificadora de valores.

A diciembre de 2009, la inversión en la BMV se encontraba distribuida por mercado tal y como se muestra en la gráfica número 6:

Gráfica 6. Distribución de la inversión en Bolsa por tipo de mercado.



Fuente: Elaboración propia con base en el botelín informativo “valores” número 27 del mes de abril de 2010 publicado por la AMIB. <http://www.amib.com.mx/valores/boletines/Valores27.pdf>

Para efectos de la presente investigación, se definirá solo los instrumentos del mercado de capitales y los instrumentos del mercado de deuda emitidos por empresas⁵.

Dentro del mercado de capitales las empresas pueden emitir acciones y CPO’s sobre acciones.

Recordemos que el tema de las acciones fue tratado dentro del capítulo 1.2.3.3 “fuentes externas de financiamiento a largo plazo”, sin embargo no está de más volver a mencionar que las acciones son títulos que representan parte del capital social de una empresa que son colocados entre el gran público inversionista a través de la BMV para obtener financiamiento y cuya tenencia otorga a sus compradores los derechos de un socio.

Las acciones no tienen fecha de vencimiento ni plazo forzoso de venta, su precio está en función del desempeño de la empresa emisora y de las expectativas que haya sobre su desarrollo, por lo que el rendimiento del inversionista puede darse solo de dos formas:

- Dividendos que genera la empresa y,
- Ganancias de capital, que es el diferencial entre el precio de compra y el precio de venta de la acción.

Los instrumentos negociables dentro del mercado de títulos de deuda pueden ser a corto, mediano y a largo plazo.

Los de corto plazo son los siguientes:

⁵ Conceptos tomados de la Bolsa Mexicana de Valores, www.bmv.com.mx / Acerca de la BMV / Instrumentos bursátiles.

Aceptaciones bancarias: Son la letra de cambio que emite un banco en respaldo al préstamo que hace a una empresa. El banco, para fondarse, coloca la aceptación en el mercado de deuda, gracias a lo cual no se respalda en los depósitos del público.

Valor nominal: \$100.00

Plazo: va desde 7 hasta 182 días.

Rendimiento: se fija con relación a una tasa de referencia que puede ser Certificado de Tesorería (CETES) o TIIE, pero siempre es un poco mayor por que no cuenta con garantía e implica mayor riesgo que un documento gubernamental.

Papel comercial: Es un pagaré negociable emitido por empresas que participan en el mercado de valores amortizables acorde con las necesidades de flujos de la empresa.

Valor nominal: \$100.00

Plazo: de 1 a 360 días

Rendimiento: al igual que los CETES, este instrumento se compra a descuento respecto de su valor nominal, pero por lo general pagan una sobretasa referenciada a CETES o a la TIIE.

Garantía: este título, por ser un pagaré, no ofrece ninguna garantía, por lo que es importante evaluar bien al emisor. Debido a esta característica, el papel comercial ofrece rendimientos mayores y menor liquidez.

Certificado bursátil de corto plazo: Es un título de crédito que se emite en serie o en masa clasificado como un instrumento de deuda que se coloca a descuento o a rendimiento y al amparo de un programa, cuyas emisiones pueden ser en pesos, unidades de inversión (UDI's) o indizadas al tipo de cambio.

Valor nominal: será determinado para cada emisión, en el entendido que será de \$100.00 o 100 UDI's cada uno o en sus múltiplos.

Plazo: la vigencia del programa es de 12 meses y cada emisión puede ser de hasta 360 días contados a partir de la fecha de cada emisión.

Rendimiento: la tasa de interés se determinará para cada emisión, pudiendo ser a descuento o a rendimiento (fija o revisable).

Amortización anticipada: el emisor podrá establecer las causas de vencimiento anticipado para cada emisión.

Garantía: la determina libremente el emisor.

Dentro del mercado de títulos de deuda a mediano plazo solo está el pagaré a mediano plazo que es emitido por una sociedad mercantil mexicana con la facultad de contraer pasivos y suscribir títulos de crédito.

Valor nominal: \$100.00 o 100 UDI's o en sus múltiplos.

Plazo: va de 1 a 7 años.

Rendimiento: a tasa revisable de acuerdo con las condiciones del mercado, el pago de los intereses puede ser mensual, trimestral, semestral o anual.

Garantía: puede ser quirografaria, avalada o con garantía fiduciaria.

Los títulos de deuda a largo plazo son los siguientes:

Certificados de participación inmobiliaria: Títulos de crédito colocados en el mercado bursátil por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio se integra por bienes inmuebles.

Valor nominal: \$100.00

Plazo: de tres años en adelante. Su amortización puede ser al vencimiento o con pagos periódicos.

Rendimiento: pagan una sobretasa teniendo como referencia a los CETES o TIIE.

Certificado de participación ordinarios: Títulos de crédito colocados en el mercado bursátil por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio se integra por bienes muebles.

Valor nominal: \$100.00 o 100 UDI's

Plazo: de 3 años en adelante, y su amortización puede ser al vencimiento o con pagos periódicos.

Rendimiento: pagan una sobretasa, teniendo como referencia a los CETES o TIIE, o tasa real.

Según el art. 228-A de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (LGTOC), los certificados de participación son títulos de crédito que representan:

a).- el derecho a una parte alícuota de los frutos o rendimientos de los valores, derechos o bienes de cualquier clase que tenga en fideicomiso irrevocable para ese propósito la sociedad fiduciaria que los emita;

b).- el derecho a una parte alícuota del derecho de propiedad o de la titularidad de esos bienes, derechos o valores;

c).- o bien el derecho a una parte alícuota del producto neto que resulte de la venta de dichos bienes, derechos o valores.

Certificado bursátil: Instrumento de deuda de mediano y largo plazo, la emisión puede ser en pesos o en unidades de inversión.

Valor nominal: \$100.00 o 100 UDI's dependiendo de la modalidad.

Plazo: de un año en adelante.

Rendimiento: puede ser a tasa revisable de acuerdo a condiciones de mercado por mes, trimestre o semestre, etc. Fijo determinado desde el inicio de la emisión; a tasa real, etc. El pago de intereses puede ser mensual, trimestral, semestral, etc.

Garantía: quirografaria, avalada, fiduciaria, etc.

Obligaciones: Son instrumentos emitidos por empresas privadas que participan en el mercado de valores, representen la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora.

Valor nominal: \$100.00 o 100 UDI's o múltiplos.

Plazo: de tres años en adelante. Su amortización puede ser al término del plazo o en parcialidades anticipadas.

Rendimiento: dan una sobretasa teniendo como referencia a los CETES o TIIE.

Garantía: puede ser quirografaria, fiduciaria, avalada, hipotecaria o prendaria.

De acuerdo con el art. 210 de la LGTOC las obligaciones deben contener:

I.- Nombre, nacionalidad y domicilio del obligacionista;

II.- El importe del capital pagado de la sociedad emisora y el de su activo y de su pasivo, según el balance que se practique precisamente para efectuar la emisión;

III.- El importe de la emisión, con especificación del número y del valor nominal de las obligaciones que se emitan;

IV.- El tipo de interés pactado;

V.- El término señalado para el pago de interés y de capital y los plazos, condiciones y manera en que las obligaciones han de ser amortizadas;

VI.- El lugar del pago;

VII.- La especificación, en su caso, de las garantías especiales que se constituyan para la emisión, con expresión de las inscripciones relativas en el registro público;

VIII.- El lugar y fecha de la emisión, con especificación de la fecha y número de la inscripción relativa en el registro de comercio;

IX.- La firma de los administradores de la sociedad, autorizados al efecto;

X.- La firma autógrafa de los administradores de la sociedad autorizados al efecto.

XI.- La firma autógrafa del representante común de los obligacionistas.

Uno de los requisitos para emitir títulos de deuda es obtener la opinión de una empresa calificadoras de valores independiente, autorizada por la CNBV. De este modo, el mercado bursátil conoce el nivel de riesgo comparativo del emisor, fomentando así la confianza de los inversionistas adquirientes de dichos títulos.

2.2.7 Índices utilizados para medir el comportamiento de la BMV

Los índices de la BMV son indicadores que buscan reflejar el comportamiento del mercado accionario mexicano en su conjunto, o bien de diferentes grupos de empresas con alguna característica en común.

Estos índices son conocidos como de rendimiento simple, pues toman para su cálculo las fluctuaciones de precios derivados de movimientos del mercado.

Los índices principales de la Bolsa Mexicana de Valores son los siguientes:

- Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC)
- Índice México (INMEX)
- Índice de la Mediana Capitalización (IMC 30) antes MMEX
- Índice de Vivienda (HABITA)
- Índice México-Brasil (IMeBz)
- Índice Compuesto del Mercado Accionario (IPC CompMx)
 - o Índice de Empresas de Alta Capitalización (IPC LargeCap)
 - o Índice de Empresas de Media Capitalización (IPC MidCap)
 - o Índice de Empresas de Pequeña Capitalización (IPC SmallCap)

Sin embargo, el principal índice usado desde 1978 para medir el comportamiento y la rentabilidad total de la Bolsa y el único reconocido a nivel internacional, para efectos de comparabilidad de Bolsas Mundiales, es el IPyC.

Este índice expresa el rendimiento del mercado accionario en función de las variaciones de precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa del conjunto de acciones cotizadas en la Bolsa y se determina como sigue:

$$I_t = I_{t-1} \left(\frac{\sum P_{it} * Q_{it}}{\sum P_{it-1} * Q_{it-1} * F_{it}} \right)$$

Donde:

- I_t = Índice en tiempo t
- P_{it} = Precio de la emisora i el día t
- Q_{it} = Acciones de la emisora i el día t
- F_{it} = Factor de ajuste por ex-derechos
- i = 1, 2, 3, ..., n

El número de series accionarias que conforma la muestra del IPyC es de 35 series y son las de mayor bursatilidad de los últimos 6 meses por lo que la muestra podría variar durante el periodo de vigencia por movimientos corporativos (en este momento es de 35).

Cuadro 14. Series accionarias que conformarán la muestra del IPyC (febrero 2010 a agosto 2010)

Emisora	Serie	Acciones Inscritas	Emisora	Serie	Acciones Inscritas
ALFA	A	559,401,905	GMODELO	C	634,096,720
AMX	L	21,160,075,912	HOMEX	*	335,869,550
ARA	*	1,310,989,196	ICA	*	494,395,737
AUTLAN	B	271,481,116	GRUMA	B	563,650,709
AXTEL	CPO	1,109,655,279	KIMBER	A	573,145,075
BIMBO	A	1,175,800,000	MEXCHEM	*	1,646,400,000
BOLSA	A	592,989,004	ASUR	B	277,050,000
CEMEX	CPO	8,125,371,053	PE&OLES	*	397,475,747
COMERCI	UBC	385,838,360	G FAMSA	A	439,447,994
COMPART	O	427,836,876	SORIANA	B	1,800,000,000
ELEKTRA	*	243,773,043	TELECOM	A1	3,486,913,100
FEMSA	UBD	2,161,177,770	TELINT	L	5,655,567,155
GAP	B	476,850,000	TELMEX	L	5,761,492,549
GCARSO	A1	2,326,485,500	TLEVISA	CPO	2,438,098,522
GEO	B	537,802,359	TVAZTCA	CPO	2,079,266,213
GFINBUR	O	3,333,513,974	URBI	*	976,445,286
GFNORTE	O	2,018,347,548	WALMEX	V	8,444,325,523
GMEXICO	B	7,630,000,000			

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, www.bmv.com.mx / Inicio / Prensa / Boletines de prensa / muestra del IPyC

2.2.8 Proceso para la participación de una empresa en la BMV

Para que una empresa pueda emitir acciones que coticen en la BMV debe contactar una casa de bolsa, que es el autorizado para llevar a cabo la colocación.

A partir de ahí empezará un proceso para poder contar con las autorizaciones de la BMV y de la CNBV y poder hacer la oferta pública, que según el estudio realizado por Arévalo Bustamante (2001, p. 109) comprende cuatro etapas cuyo plazo aproximado es de 36 días hábiles.

En resumidas cuentas los pasos esenciales son los que se mencionan aquí:

- Las empresas deberán estar inscritas en el Registro Nacional de Valores (RNV)
- Presentar una solicitud a la BMV, por medio de una casa de bolsa, anexando la información financiera, económica y legal correspondiente.
- Cumplir con lo previsto en el Reglamento Interior de la BMV
- Cubrir los requisitos de listado y mantenimiento de inscripción en Bolsa.

Dentro de los requisitos la empresa tiene que pagar una cuota anual por concepto de inscripción (hasta \$500,000.00) y mantenimiento (hasta \$700,000.00) en base a su capital contable, que sin duda alguna este es uno de los argumentos por el que las empresas no

acuden al mercado de valores, sin embargo como veremos en capítulos posteriores, la Bolsa Mexicana de Valores contempla la exención de este arancel para promover el uso de este financiamiento en las pymes.

Una vez alcanzado el estatuto de emisora, la empresa debe cumplir una serie de requisitos de mantenimiento de listado, como la obligación de hacer pública, en forma trimestral, la información sobre sus estados financieros.

2.2.9 Requisitos de inscripción y mantenimiento de valores en la BMV

Las empresas interesadas en listar sus valores en la BMV deben presentar una solicitud a la CNBV para obtener la inscripción en el RNV y otra solicitud para el listado de dichos valores en la BMV.

Hoy en día, tanto la nueva Ley del Mercado de Valores (Arts. 85-103) como las disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores (Título segundo) contemplan que las solicitudes de inscripción de cualquier clase de valores en el RNV y, en su caso, autorización de oferta pública de venta, deberán presentarse ante la CNBV a través de un intermediario, debidamente integradas por cada valor que pretenda inscribirse, conforme a los requisitos siguientes:

La solicitud deberá presentarse conforme al *Anexo A*, acompañada de la información y documentación siguiente:

- Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el *Anexo B*,
- Instrumento público que contenga el poder o copia certificada ante fedatario público del poder general o especial del representante de la emisora o de la institución fiduciaria, con los datos de inscripción en el Registro Público de Comercio,
- Instrumento público o copia certificada ante fedatario público de la escritura constitutiva de la emisora, así como de las modificaciones a los estatutos sociales, cada uno con datos de inscripción en el Registro Público de Comercio o constancia de trámite en el citado registro,
- Proyecto de acta de asamblea general de accionistas o del acuerdo del Consejo de Administración de la emisora o del comité técnico del fideicomiso en el que se acuerde la emisión de los valores y solicitar su inscripción, según resulte ser aplicable a cada tipo de valor,
- Proyecto del título de los valores a ser inscritos,
- Estados financieros dictaminados por auditor externo de la emisora, así como de sus asociadas, relativos a los 3 últimos ejercicios sociales o desde la fecha de constitución de la empresa, cuando esta sea menor a 3 años,

Tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año, podrán presentarse los estados financieros a que se refiere el párrafo anterior, relativos al último ejercicio social de la emisora.

- Opinión legal expedida por licenciado en derecho que reúna los requisitos de independencia,
- Proyecto del contrato de colocación a suscribir con el intermediario colocador,
- Proyecto de aviso de oferta pública con la información que se contiene en la carátula del prospecto de colocación,
- Prospecto de colocación⁶ publicado con anticipación a la oferta pública de valores según la naturaleza de los valores a ofertar y el tipo de emisora, sociedad anónima bursátil (SAB) o sociedad anónima promotora de inversión bursátil (SAPIB).

Tratándose de SAPIB, deberá incluirse la mención expresa de que los valores únicamente podrán adquirirse por inversionistas institucionales y calificados, así como por personas que manifiesten por escrito y de manera expresa, ajustándose al formato contenido en el Anexo C, conocer las características de estas sociedades, así como las diferencias con las sociedades anónimas y las sociedades anónimas bursátiles y los potenciales riesgos que representan las inversiones en este tipo de valores.

El prospecto de colocación o suplemento deberá incluir la información siguiente, conforme a las disposiciones de carácter general que al efecto expida la CNBV (art. 86 LMV):

I. Las características de la oferta y de los valores objeto de la misma, los derechos y obligaciones que correspondan, el destino de los recursos y el plan de distribución entre el público. El prospecto definitivo deberá incluir adicionalmente el precio o la tasa.

II. La situación financiera, administrativa, económica y jurídica de la emisora, así como, en su caso, del grupo empresarial al que pertenezca, en tanto sea relevante para la misma.

III. La descripción y giro de la emisora, incluyendo la situación que guarda esta y, en su caso, el grupo empresarial al que pertenezca, en el sector comercial, industrial o de servicios en que participen, cuando sea relevante, así como los factores de riesgo y contingencias a que se encuentra expuesta.

IV. La integración del grupo empresarial al que, en su caso, pertenezca.

V. La estructura del capital social precisando, en su caso, las distintas series o clases accionarias y los derechos inherentes a cada una de ellas, así como la distribución de las acciones entre los accionistas, incluyendo a la persona o grupo de personas que tengan el control o una influencia significativa o ejerzan poder de mando en la controladora del grupo empresarial.

⁶ Es el documento fuente de toda la información corporativa, legal y financiera relacionada con la empresa y los valores a inscribir, siendo de importancia fundamental en este proceso, ya que será el documento con el que contará el gran público inversionista para tomar una decisión y adquirir los valores objeto de oferta pública.

VI. Las percepciones, de cualquier naturaleza, que la emisora otorgue a individuos que tengan el carácter de personas relacionadas.

VII. Los convenios o programas en beneficio de los miembros del Consejo de Administración, directivos relevantes o empleados de la emisora, que les permitan participar en el capital social, describiendo sus derechos y obligaciones, mecánica de distribución y determinación de los precios.

VIII. Las operaciones relevantes celebradas con personas relacionadas, cuando menos correspondientes a los últimos tres ejercicios sociales.

IX. Los comentarios y análisis de la administración sobre los resultados de operación y situación financiera de la emisora, incluyendo sus perspectivas.

X. El dictamen de los estados financieros por auditor externo y opinión legal emitida por licenciado en derecho externo independiente.

Tratándose de una SAPIB que pretenda listar valores en Bolsa sin que medie oferta pública, deberá presentar un folleto informativo, que deberá contener la misma información requerida en cada uno de los capítulos del Anexo D, salvo la información referente a la oferta pública.

El Art 88 de la LMV, contempla que el prospecto de colocación o suplemento informativo elaborados con motivo de una oferta pública, deberán contener leyendas relativas a la veracidad e integridad de la información y ser suscritas por las personas que a continuación se mencionan:

I. Dos consejeros delegados, tratándose de acciones representativas del capital social de personas morales, quienes deberán suscribir exclusivamente el prospecto de colocación o suplemento informativo definitivos, validando la información contenida en los preliminares; todo lo cual deberá estar aprobado por el propio Consejo de Administración.

II. El director general y los titulares de las áreas de finanzas y jurídica, o sus equivalentes, de la emisora.

III. El representante legal, mandatario o apoderado del intermediario colocador.

IV. El representante legal, mandatario o apoderado de la persona moral que proporcione los servicios de auditoría externa y por el auditor externo, que podrán ser la misma persona, respecto del dictamen y opiniones que correspondan con motivo de la oferta pública.

V. El licenciado en derecho externo independiente que rinda la opinión legal con motivo de la oferta pública.

La divulgación del prospecto preliminar deberá hacerse con un mínimo de diez días hábiles anteriores a la oferta pública para el caso de capitales y cinco días hábiles para el caso de instrumentos de deuda.

Las emisoras que emitan instrumentos de deuda, con plazo igual o menor a un año, no estarán obligadas a presentar el prospecto de colocación.

Adicionalmente a la información y documentación proporcionada anteriormente, para obtener la inscripción en el RNV, las emisoras deberán presentar a la CNBV, por tipo de valor, la documentación siguiente:

I. Tratándose de acciones:

a) Constancia suscrita por el secretario del Consejo de Administración o por el representante del órgano social competente relativa a la integración del capital social, en la que:

1. Señale que el importe del capital y su integración es resultado de todos y cada uno de los aumentos y disminuciones registrados en los libros de actas de la asamblea general;
2. Señale que los estatutos sociales se adecuan a las disposiciones aplicables, en particular a los supuestos a que hace referencia la LMV, así como que los libros de actas de asambleas generales y especiales de accionistas, de sesiones del Consejo de Administración, de registro de aumentos y disminuciones de capital social y de registro de acciones, se encuentran actualizados a la fecha de la solicitud;
3. Manifieste que los estados financieros dictaminados presentados a la CNBV, se encuentran debidamente aprobados por la asamblea general ordinaria de accionistas;
4. Autentifique la tenencia accionaria de cada uno de los accionistas, tratándose de sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil.

b) Relación de sus subsidiarias, asociadas y, en su caso, de su controladora, así como el porcentaje de participación en cada una de ellas, excepto en el caso de que la emisora tenga acciones inscritas en el RNV y se encuentre al corriente en la entrega de información periódica.

II. Tratándose de instrumentos de deuda:

Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión expedido por una institución calificadora de valores, con fecha de expedición no mayor de 90 días hábiles a la fecha de colocación. El dictamen deberá incluir las razones que motivaron dicha calificación, así como los condicionamientos o consideraciones que, en su caso, se hayan establecido para la calificación y la evidencia de la revisión jurídica efectuada tratándose de emisiones estructuradas.

Cuando la empresa emisora decida cancelar la inscripción de sus valores en el RNV deberá cumplir con lo siguiente:

I. Presentar solicitud de cancelación de inscripción, que contenga la información relativa al valor, así como el motivo de la cancelación.

II. Tratándose de acciones, adicionalmente:

a) Acuerdo de la asamblea general extraordinaria de accionistas y con el voto favorable de los titulares de acciones con o sin derecho a voto, que representen el 95% del capital social.

Una vez obtenido el referido acuerdo de asamblea, deberá llevarse a cabo una oferta pública de adquisición.

b) Presentar copia del acta de asamblea extraordinaria de accionistas indicando los datos de inscripción en el Registro Público de Comercio o constancia de trámite en el citado registro, que contenga la determinación de llevar a cabo la cancelación de la inscripción de acciones representativas del capital social de la emisora.

II. Tratándose de instrumentos de deuda:

a) Constancia de no adeudos o amortización total o parcial, expedida por institución para el depósito de valores o agente liquidador o, en su caso, copia del título cancelado.

Tratándose de programas con emisiones con plazo igual o menor a 1 año, la constancia deberá presentarse respecto de la emisión a la que corresponda el último vencimiento.

b) En el evento de instrumentos vencidos y no pagados, copia del acuerdo de asamblea de tenedores que determine la cancelación registral.

Requisitos de inscripción de valores en la BMV.

En cuanto al listado de valores en Bolsa, la misma establece en su reglamento interior los requisitos que deberán satisfacerse para obtener la inscripción de sus acciones o títulos de crédito que las representen, en el listado de valores autorizados para cotizar. Dichos requisitos contemplan los aspectos siguientes:

I. Historial de operación de los últimos tres años. Tratándose de sociedades de nueva creación, por fusión o escisión, este requisito deberá acreditarse respecto de las sociedades fusionadas o de la sociedad escidente, según corresponda.

II. Que tengan como mínimo un capital contable por un importe equivalente a veinte millones de unidades de inversión, con base en el estado de posición financiera dictaminado o, en su caso, con revisión limitada del auditor externo, cuyo cierre no sea mayor a cuatro meses de la fecha de presentación de la solicitud para la inscripción de los valores.

III. Que la suma de resultados de los últimos tres ejercicios sociales arroje utilidades operativas.

IV. Que el número de valores objeto de inscripción, sea por lo menos de diez millones de títulos y su precio en ningún caso sea inferior al importe equivalente a una unidad de inversión por valor.

V. Porcentaje de capital social que deberá colocarse entre el gran público inversionista, el cual, en ningún caso, podrá ser inferior al 15 % del capital social pagado de la emisora.

VI. Que se alcance un número de al menos 200 inversionistas, una vez realizada la operación de colocación o el alta correspondiente. Tratándose de sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil, este número no podrá ser menor a 150.

VII. Que los valores objeto de inscripción en México se distribuyan conforme a los siguientes criterios:

a) Cuando menos el 50% del monto total la oferta deberá colocarse entre personas que adquieran menos del 5% del monto total de los valores objeto de inscripción.

b) Ninguna persona podrá adquirir más del 40% del monto total de dicha oferta de valores.

VIII. Que sus estatutos sociales vigentes se ajusten a los principios de gobierno corporativo.

IX. Que el secretario del Consejo de Administración dé a conocer al propio consejo las responsabilidades que conllevan el inscribir valores en el listado e informarle periódicamente sobre el cumplimiento con las disposiciones aplicables.

X. Informe de la emisora a la Bolsa y al público inversionista de su grado de adhesión al código de mejores prácticas corporativas, excepto tratándose de sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil.

La emisora deberá entregar a la Bolsa en la misma fecha en que entregue en la CNBV, la solicitud de inscripción con la documentación y requisitos que por tipo de valor señalan las disposiciones aplicables. Asimismo, deberá presentar el prospecto de colocación, folleto o suplemento informativo preliminares, a través de los medios electrónicos que la Bolsa determine.

En caso de que la documentación se encuentre completa, la Bolsa la ingresará señalando fecha y hora de presentación; de lo contrario, se tendrá por rechazada. El ingreso procederá siempre y cuando la emisora cubra la cuota establecida para llevar a cabo los estudios técnico y jurídico sobre la procedencia de la inscripción de valores.

La Bolsa notificará a la promovente la opinión favorable o, en su caso, la resolución que adopte respecto de la solicitud correspondiente.

La Bolsa aprobará la celebración de la operación de colocación y tratándose de inscripción de valores sin oferta pública el alta correspondiente, cuando la empresa promovente:

I. Cuente con intermediario colocador o casa de bolsa.

II. Presente a la Bolsa el oficio expedido por la CNBV, mediante el cual autorice la inscripción en la sección de valores del RNV y apruebe las características de los valores objeto de oferta pública o de inscripción, según corresponda.

III. Haya puesto a disposición del público el prospecto de colocación, folleto o suplemento informativo preliminares conforme a los plazos establecidos y substituya los mencionados documentos preliminares por los definitivos.

IV. Difunda previamente el aviso de oferta pública.

V. Presente en la Bolsa la constancia de depósito en el INDEVAL de los valores objeto de inscripción en el RNV y en el listado de valores.

VI. Entregue a la Bolsa, a más tardar el día hábil anterior a la celebración de la operación de colocación o del alta correspondiente, carta con las características finales de los valores a inscribir en el listado.

Una vez celebrada la operación de colocación, la casa de bolsa deberá informar a la Bolsa, el número de inversionistas que hayan participado en la colocación respectiva y, en su caso, el grado de diversificación de tenencia de los valores que hubieren sido colocados en la Bolsa, esta disposición no será aplicable a las emisoras de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a un año.

La inscripción de valores en el listado surtirá efectos en el momento en que se lleve a cabo la operación de colocación o el alta de los valores a través del sistema electrónico de negociación.

La emisora deberá cubrir la cuota de inscripción que determine la Bolsa dentro de los tres días hábiles siguientes a aquél en que se realice la mencionada operación o el alta correspondiente.

Requisitos de mantenimiento de los valores inscritos en la BMV

Del mismo modo, la Bolsa prevé los requisitos que las emisoras deberán satisfacer para mantener la inscripción de sus acciones o títulos de crédito que las representen, en el listado de valores autorizados para cotizar. Dichos requisitos contemplan los aspectos siguientes:

I. Contar con un capital contable por un importe equivalente a quince millones de unidades de inversión.

II. Que sobre las acciones o certificados de participación sobre acciones, se celebren por lo menos treinta y seis operaciones semestrales.

III. Que el precio promedio semestral unitario de los valores sea igual o mayor a un peso.

IV. Que el número de inversionistas sea al menos de cien.

Las instituciones financieras que presten servicios de custodia de valores a favor de terceros, que no especifiquen el número de inversionistas que representan, así como las sociedades de inversión y demás personas morales, fondos y fideicomisos, se considerarán como un inversionista.

V. Que se mantenga colocado entre el público inversionista al menos ocho millones de títulos.

VI. En el caso de emisoras de acciones, mantener colocado entre el público inversionista por lo menos el 12% de su capital pagado.

VII. Que el secretario del Consejo de Administración dé a conocer al propio consejo, por lo menos una vez al año, las obligaciones, responsabilidades y recomendaciones que deriven del Código de Ética y del Código de Mejores Prácticas, así como el grado de cumplimiento con estos últimos, excepto tratándose de sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil.

La Bolsa verificará durante el mes de mayo de cada año el cumplimiento de estos requisitos y durante los meses de febrero y julio de cada año evaluará el cumplimiento de los requisitos de las fracciones I a III.

Además las emisoras con valores inscritos en el RNV deberán proporcionar a la CNBV, a la Bolsa y al público en general, la información financiera, económica, contable, administrativa y jurídica que a continuación se señala, en la forma y con la periodicidad siguiente:

- Estados financieros anuales o sus equivalentes, en función de la naturaleza de la emisora, acompañados del dictamen de auditoría externa, así como los de sus asociadas que contribuyan con más del 10% en sus utilidades o activos totales consolidados.
- Comunicación anual suscrita por el secretario del Consejo de Administración, en la que manifieste el estado de actualización que guardan los libros de actas de asambleas de accionistas, de sesiones del Consejo de Administración, de registro de acciones y, tratándose de sociedades anónimas de capital variable, el libro de registro de aumentos y disminuciones del capital social. Lo establecido en este numeral no será aplicable a instrumentos de deuda.
- Tratándose de SAPIB, informe anual sobre el grado de avance y cumplimiento a sus programas de adopción progresiva al régimen aplicable a las sociedades anónimas bursátiles, a más tardar el 30 de junio de cada año.
- Información trimestral de los estados financieros, así como la información económica, contable y administrativa en los formatos electrónicos correspondientes, comparando cuando menos las cifras del trimestre de que se trate con las del mismo periodo del ejercicio anterior.
- Información jurídica de las asambleas de accionistas, así como a las asambleas de obligacionistas y tenedores de otros valores, resumen de los acuerdos adoptados en las asambleas que incluya expresamente la aplicación de utilidades y, en su caso, el dividendo decretado, número del cupón o cupones contra los que se pagará, así como lugar y fecha de pago, entre otras.
- Información corporativa.
- Información sobre eventos relevantes siempre que influyan o puedan influir en los precios de los valores inscritos en el RNV

Cancelación de la inscripción de valores en el listado de la Bolsa

Cuando la empresa emisora decida cancelar la inscripción de sus valores en el listado de la Bolsa deberá presentar a la misma lo siguiente:

I. La solicitud correspondiente debidamente firmada por su representante legal y copia autenticada del acta de la asamblea general de accionistas o tenedores que haya decidido cancelar la inscripción de sus valores en el listado, y

II. Copia del aviso de oferta pública de compra.

Para solicitar la cancelación de la inscripción de sus valores en el RNV, deberán entregar a la Bolsa, copia de la citada solicitud, en la misma fecha en que la entreguen a la CNBV.

Asimismo, deberán proporcionar a la Bolsa, copia del oficio emitido por la CNBV mediante el cual esta revoque la autorización de la inscripción de tales valores en el RNV.

Sin embargo, la Bolsa podrá cancelar la inscripción de un valor en el listado, sin que medie solicitud de la emisora, en cualquiera de los siguientes casos:

- I. Vencimiento o amortización total de la emisión
- II. Disolución o liquidación de la emisora.
- III. Declaración judicial de quiebra de la emisora.
- IV. Cancelación de la inscripción en el RNV.
- VI. Fusión de dos o más emisoras.

2.2.10 Registro y disposiciones para la oferta pública

Esquemas de operación.

Las transacciones de los instrumentos de deuda o capitales emitidos se llevarán a cabo través de los sistemas electrónicos BMV-Sentra Deuda y BMV-Sentra Capitales respectivamente los cuales se encuentran físicamente en las instalaciones de cada casa de bolsa.

El acceso a los sistemas electrónicos de negociación será restringido, por lo que exclusivamente podrá hacerse mediante el uso de la clave respectiva otorgada por la Bolsa.

Los valores que integren el mercado de capitales podrán negociarse conforme a los siguientes esquemas de operación:

- I. Continua, las posturas puedan registrarse y las operaciones perfeccionarse en cualquier momento durante la sesión de remate.
- II. Por subasta, las posturas solo puedan registrarse durante el período de subasta.
- III. Mixto, este método alterna los dos esquemas de operación anteriores

La negociación de los títulos en el mercado de valores se da sin recesos de 8:30 a 15:00 horas a través del sistema electrónico correspondiente.

Para determinar los valores que serán negociados a través de los diferentes esquemas de operación, la Bolsa podrá tomar en cuenta los siguientes criterios:

I. Bursatilidad.

II. Formación de precios.

III. Volatilidad.

IV. Transparencia.

V. Evitar condiciones desordenadas de mercado o manipulación de precios.

VI. Historial de operación, antecedentes de la emisora en cuanto al grado de cumplimiento de sus obligaciones frente al mercado y avances significativos en la corrección del incumplimiento a los requisitos de mantenimiento de la inscripción.

Reglas básicas de operación.

Algunos de las reglas básicas que deben manejar las emisoras en la negociación de acciones operadas en el mercado de valores son los siguientes:

- Lote, cantidad mínima de valores y sus múltiplos de una misma emisora y serie que la Bolsa determina como unidad estandarizada para la celebración de operaciones, regularmente se integra por 1,000 títulos.
- Puja, unidad mínima de fluctuación que puede tener el precio de un valor al ser negociado en la Bolsa, respecto del precio pactado en la última operación sobre el valor de que se trate. Existe puja abajo y puja arriba, cero puja abajo y cero puja arriba.
- Pico, cantidad de títulos menor a la establecida para un lote, negociados de manera independiente a estos de acuerdo con las disposiciones aplicables.
- Serie, conjunto de valores de la misma especie y calidad, que confieren a sus tenedores iguales derechos y cuentan con las mismas características.
- Split, aumento del número de acciones en circulación de una emisora, sin variar el importe de su capital social, disminuyendo el valor nominal o si este no estuviere expresado, el valor teórico de la totalidad de acciones en circulación.
- Split inverso, reducción del número de acciones en circulación de una emisora, sin variar su capital social, aumentando el valor nominal o si este no estuviere expresado, el valor teórico de la totalidad de acciones en circulación.

CAPITULO III.

COMPORTAMIENTO DE PYMES EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

ESTUDIO DE CASOS.

“Donde hay una empresa de éxito, alguien tomó alguna vez una decisión valiente.”

Peter Drucker

3.1 EL MERCADO PARA LA MEDIANA EMPRESA MEXICANA (MMEX)¹

3.1.1 Definición

El 8 de marzo de 1993, la CNBV publicó en el DOF la circular N° 11-12 que establecía los requisitos de inscripción y mantenimiento que debían cumplir las empresas en el MMEX.

Para dicha institución, era necesario precisar el contenido cuantitativo de algunos de los requisitos previstos en el artículo 14 de la antigua Ley del Mercado de Valores, para la inscripción y mantenimiento de las acciones en la sección B de Valores del RNV, considerando los siguientes puntos:

1. Que era conveniente dictar medidas para facilitar el acceso de empresas medianas a recursos de largo plazo, apoyando la reducción de sus costos de capital y el financiamiento de sus procesos de expansión y modernización,
2. Que el establecimiento de una nueva subsección para la inscripción de acciones en el RNV, representaba el vehículo formal para que dichos títulos pudieran ser materia de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores;
3. Procurar una mayor extensión y profundidad del mercado de valores.

Se definió al MMEX como aquel mercado, que sustituyó al mercado intermedio, en el cual se colocaban y negociaban títulos accionarios emitidos por empresas mexicanas, con un capital contable mayor a 20 millones de unidades de inversión, que debían cumplir con los requisitos establecidos por la Ley del Mercado de Valores, la CNBV y la BMV.

Las acciones eran operadas a través del sistema electrónico BMV-Sentra Capitales bajo la modalidad de operación continua. En este mercado participaban, por cuenta propia de sus clientes, todas las casas de bolsa autorizadas para operar en la BMV.

El propósito del MMEX era constituirse en una instancia eficiente para que las empresas que cumplieran con los requisitos dispuestos pudieran satisfacer sus necesidades de capital, para la realización de proyectos de largo plazo y así reducir su costo de financiamiento.

3.1.2 Antecedentes

Hay que recordar que la función primordial de la BMV es proporcionar la infraestructura y los servicios necesarios para la realización eficaz de los procesos de emisión, colocación e intercambio de valores y demás títulos inscritos en el RNV y de otros instrumentos financieros.

Con base en esto, el 8 de marzo de 1993 la BMV puso en marcha un nuevo mercado al que llamo “mercado intermedio” para la inscripción, oferta pública y negociación de las acciones emitidas por empresas de tamaño medio, con un capital contable mayor a los 20 millones de

¹ Esta sección está basada fundamentalmente en el libro MMEX: Evolución del mercado para la mediana empresa mexicana emitido por la BMV en el año de 1999 y de algunas circulares de la CNBV y de las propias emisoras.

UDI's y que por sus mismas características, era muy difícil incursionar en el mercado principal de la Bolsa.

En julio del mismo año, inició operaciones este mercado con la inscripción y registro en Bolsa de las acciones representativas del capital social de Controladora de Farmacias (COFAR) aunque no se trató de una oferta pública en sí, debido a que dicho listado fue resultado de la escisión y canje de acciones de Nacional de Drogas (NADRO) quien ya se encontraba listada anteriormente en Bolsa.

Los títulos accionarios listados en el mercado intermedio eran negociados bajo la modalidad de "mercado de subasta o de llamada", a través de sistemas electrónicos.

Este esquema de operación consistía en convocar a una subasta en la que podían participar todos los intermediarios, mediante el ingreso de posturas de compra y de venta durante un tiempo determinado. A la hora señalada, el sistema electrónico, a través de un algoritmo calculaba los precios a los cuales eran ejecutadas todas las órdenes, en caso de que existieran contrapartes.

El mecanismo de esta subasta era como sigue:

- Una subasta al día,
- Recepción de órdenes de entre 11:00 a.m a 11:59 a.m,
- Realización de la subasta a las 12:00 horas,
- Determinación del precio único que maximiza el volumen a operar,
- Asignación de órdenes de acuerdo a la prioridad en precio y en tiempo

Como se podrá apreciar, el mercado intermedio tenía varios inconvenientes y limitantes al operar solo a través de subastas, por lo que en 1995 tanto NAFIN como la BMV lograron justificar ante la CNBV la necesidad de modificar este esquema operativo e incluso cambiarle el nombre a este mercado intermedio por el de Mercado para la Mediana Empresa Mexicana.

En este mercado, NAFIN fungiría como intermediario financiero y asesor de aquellas empresas que así lo solicitaran, además la institución intervendría activamente al destinar recursos que le permitieran tener una mayor liquidez a este mercado y una mayor bursatilidad a las acciones de sus emisoras.

Con este nuevo mercado y con la finalidad de aumentar el número de emisores e inversionistas, así como facilitar la negociación de las acciones del MMEX, se inició la operación de estos títulos el 26 de agosto de 1996, a través del BMV-Sentra Capitales bajo la modalidad de negociación continua.

La primera empresa en utilizar el MMEX bajo esta modalidad fue Médica Sur (MEDICA L), quien el 10 de marzo de 1997 realizó una oferta pública de acciones por \$33 millones de pesos equivalentes al 30% de su capital social.

Con esto, las diferencias fundamentales entre el MMEX y el mercado principal, que era donde se encontraban las empresas emisoras de mayor tamaño o grande empresa como se les quiera llamar, eran los requisitos de listado y mantenimiento que permitían a las

medianas empresas poder ingresar a la BMV y el hecho de que las operaciones de valores en el MMEX eran de manera electrónica mientras que en el mercado principal se llevaban a cabo en el piso de remates de viva voz.

3.1.3 Determinación y evolución del índice de precios del MMEX

Los índices de la BMV son indicadores, conocidos como de rendimiento simple, que buscan reflejar el comportamiento del mercado accionario mexicano en su conjunto en un momento específico de tiempo, o bien de diferentes grupos de empresas con alguna característica en común.

Con base en esto, NAFIN creó el índice de precios del MMEX (IP-MMEX) representativo del comportamiento del precio de las acciones cotizadas en este mercado medido a través de una muestra balanceada, ponderada y representativa, conformada por las 20 emisoras con mayor bursatilidad.

Dicha bursatilidad u operatividad como se le llamaba, se calculaba mediante un factor, que se ponderaba de acuerdo a las siguientes variables:

- Número de operaciones,
- Número de acciones ponderadas,
- Rotación de acciones

La base del cálculo de este índice era del 10 de marzo de 1994=100 sin considerar las empresas reclasificadas del mercado principal al MMEX.

La fórmula para calcularlo era así:

$$I_t = I_{t-1} \left(\frac{\sum P_{it} * Q_{it}}{\sum P_{it-1} * Q_{it-1} * F_{it}} \right)$$

Donde:

- I_t = Índice en el día t
- P_{it} = Precio de la emisora i el día t
- Q_{it} = Número de acciones de la emisora i el día t
- F_i = Factor de ajuste por derechos decretados
- t-1 = Día hábil inmediato anterior
- i = 1, 2, 3, ..., n
- n = número de emisoras de la muestra

La fórmula indicaba que la variación del IP-MMEX se determinaba dividiendo la suma del valor de todas las emisoras incluidas en la muestra entre la suma del valor de capitalización de dicha muestra del día hábil anterior.

En cuanto al factor de ajuste por derechos decretados, era aplicado cuando existía algún cambio en el número de valores inscritos ya que esto modificaba la estructura de dicho índice

puesto que el precio y/o valor de capitalización era usado como ponderador. En caso de no existir ningún cambio, no había ajuste por lo que el valor de F_i era de "1".

Evolución del índice de precios del MMEX

El MMEX inició operaciones el 26 de agosto de 1996 y no fue hasta el 17 de febrero de 1997 cuando el índice alcanza niveles históricos de 176 unidades (87.26% de crecimiento conforme al año anterior), lo que incita a la CNBV a tratar de ajustar los requisitos que requerían las empresas para cotizar en este mercado.

El 21 de mayo de 1997, el globo realiza una oferta pública de \$85'000,000.00 lo que provocó en gran medida que MMEX incrementará su operatividad negociando \$2'431'810,000.00 de pesos, cifra 127.66% superior al registrado el año anterior.

El 04 de diciembre del mismo año, la BMV establece un nuevo cálculo para el IP-MMEX con una muestra conformada por las acciones de los grupos CIE, COFAR, DERMET, CONVER, DIXON, FERRIONI, FOTOLUZ, GICONSA, GMACMA, MADISA, MEDICA SUR, NUTRISA y PYP.

En enero de 1998, NAFIN intenta darle liquidez al mercado al inyectarle \$220'000,000.00 al valor de capitalización del fondo intermedio de valores.

El 04 de mayo de 1998, el IP-MMEX registra el que sería su máximo histórico al alcanzar las 260.53 unidades, es preciso decir que el índice nunca bajo de las 111.87 unidades.

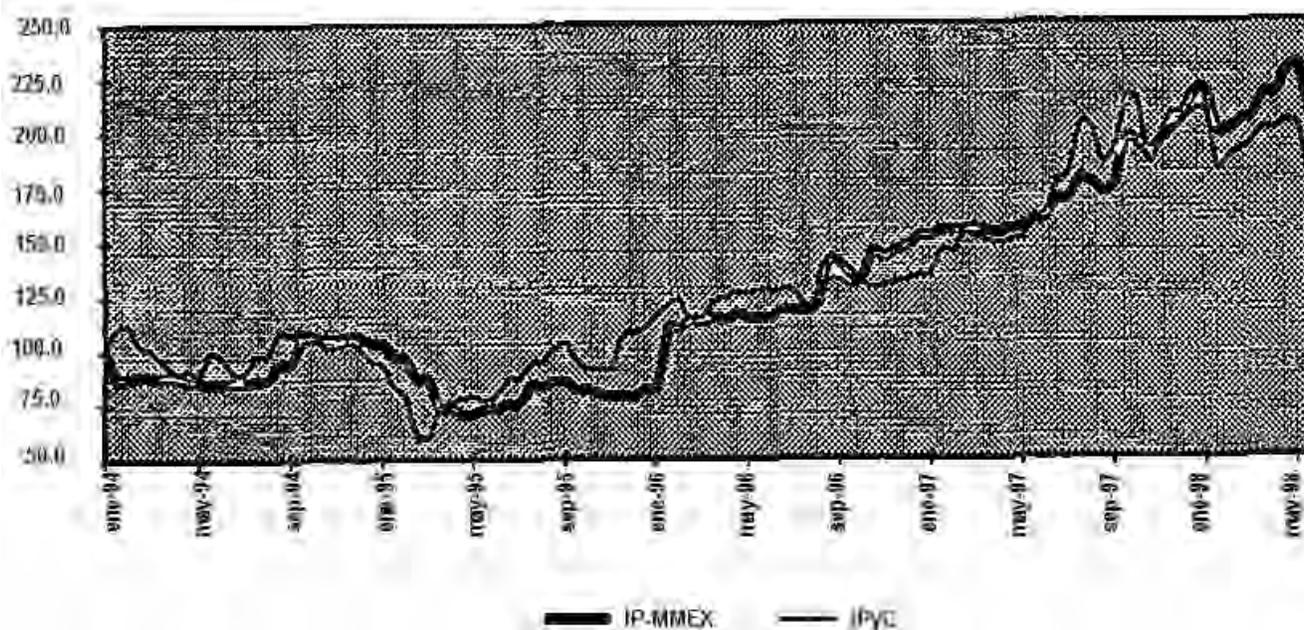
En enero de 1999, la BMV llevó a cabo una depuración de las emisoras que cotizaban en este mercado intermedio, dando como resultado el desliste de algunas, con el fin de integrar las operaciones de la sección del MMEX al mercado principal por lo que el IP-MMEX dejó de ser útil por lo que era necesario eliminar o modificar dicho índice, quedando en 188.41 unidades.

Por tal razón, el 31 de julio de 2000 la BMV informó de manera oficial la operación de un nuevo índice para sustituir el IP-MMEX al que denominó Índice de Mediana Capitalización (IMC30) conformado por las 30 acciones de las 30 emisoras con mayor valor medio de capitalización y bursatilización sin importar si eran empresas medianas o grandes.

La BMV comentó que de las 30 emisoras que conformarán esta muestra, ocho emisiones (27%) son de alta bursatilidad, 20 más (67%) son de media y las últimas dos (6%) son de bursatilidad baja.

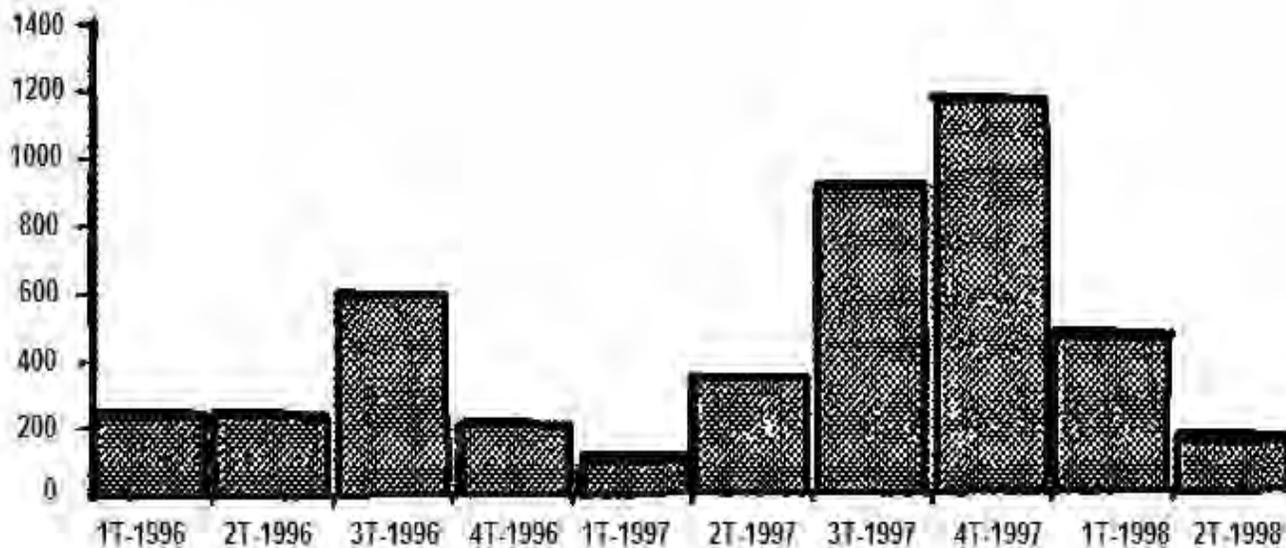
Para ejemplificar la evolución del MMEX con respecto al IPC se presentan las siguientes gráficas (gráfica 7, 8 y 9):

Gráfica 7. Rendimiento del IP-MMEX Vs IPC del mercado principal



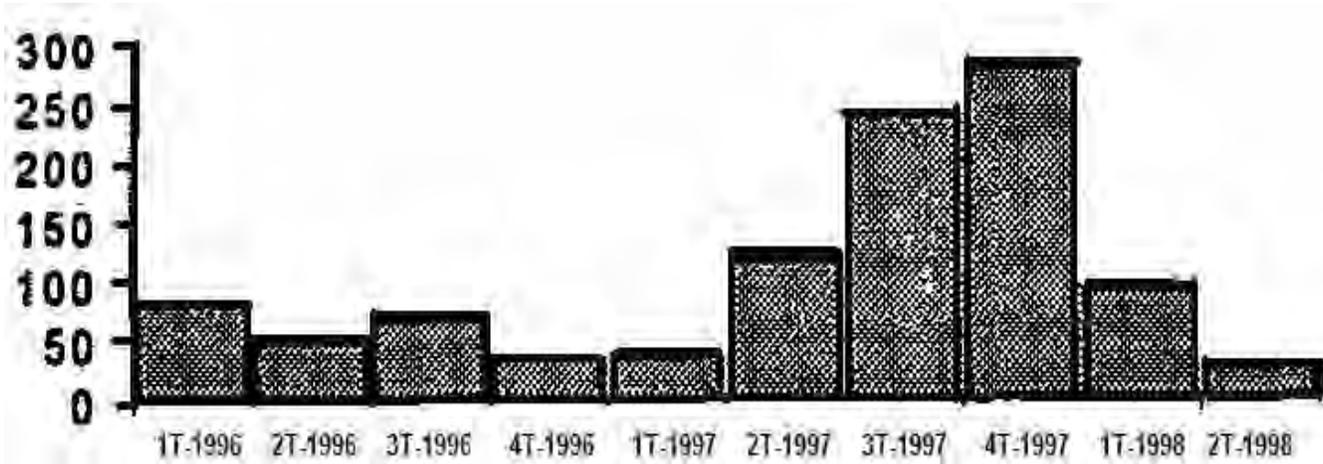
Fuente: acondicionamiento de la gráfica proporcionada por Gisela Rodríguez Tajonar (1998), tesis de licenciatura UNAM-FCA. "El MMEX como fuente de financiamiento"

Gráfica 8. Importe operado (cifras en millones de pesos).



Fuente: acondicionamiento de la gráfica proporcionada por Gisela Rodríguez Tajonar (1998), tesis de licenciatura UNAM-FCA. "El MMEX como fuente de financiamiento"

Gráfica 9. Volumen operado (cifras en millones de acciones).



Fuente: acondicionamiento de la gráfica proporcionada por Gisela Rodríguez Tajonar (1998), tesis de licenciatura UNAM-FCA. "El MMEX como fuente de financiamiento"

3.1.4 Emisoras que cotizaban en este mercado

El siguiente cuadro (núm. 15) muestra por año, las emisoras colocadas mediante oferta pública en el Mercado para la Mediana Empresa Mexicana:

Cuadro 15. Emisoras que cotizaban en el Mercado para la Mediana Empresa Mexicana

1993	1994	1995	1996	1997
COFAR ACP COFAR BCP	MEDICAL L GICONSA A GICONSA L FERRIONI B PYB B NUTRISA DIXON X MADISA BCP MADISA LCP GMACMA B GMACMA L FOTOLUZ A FOTOLUZ B	CIE B	CONVER B DERMET B AGRIEXP A	GPQ B GLOBO B BIPER B DATAFLX B GOMO B CIDMEGA B DUTY B CNCI B

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, libro evolución del MMEX del año de 1999.

Algunas empresas que cotizaban en el mercado primario fueron reclasificadas al MMEX, por haber incumplido algún requisito de mantenimiento en el mercado principal, aunque a final de cuentas, las dos secciones fueron unificadas:

- LASEG B
- ACMEX A1
- ACMEX B1
- ALMACO 2

- CAMPUS A
- CAMPUS B
- DIANA A
- DIANA B
- IEM A
- IEM B
- LAMOS A B
- OPCION B
- OXY B
- QBINDUS A
- QTEL B
- REGIOEM
- REGIOEM A
- UNICA B

3.2 EVALUACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS POR ALGUNAS PYMES TRAS SU INGRESO A LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

3.2.1 Razones financieras: concepto y clasificación

Dentro del gremio bursátil, se sabe que el estudio del comportamiento de las acciones y de la empresa misma en Bolsa se realiza a través de dos tipos de análisis: el fundamental y el técnico.

El primero se basa en el estudio de toda la información económica-financiera disponible sobre la empresa así como de la información del sector, de la coyuntura macroeconómica, entre otros aspectos.

El análisis técnico, considera que el mercado proporciona la mejor información posible sobre la evolución futura que puede tener el mismo y los respectivos títulos que lo integran.

El análisis técnico se hace a través de gráficos o charts e indicadores estadísticos calculados a partir de las cotizaciones y los volúmenes de negociación.

El análisis técnico es más utilizado para tratar de pronosticar el precio futuro de las acciones, por tal motivo y como el propósito de esta investigación no es ese, nos enfocaremos entonces solo en el análisis fundamental para tratar de evaluar los resultados financieros del ingreso de cada empresa, que ha sido tomada como muestra, en la Bolsa y poder determinar las posibles causas que condujeron a las mismas a desertar de dicho mercado.

El análisis financiero se realiza a través de razones financieras que son indicadores aritméticos de relaciones o proporciones entre los distintos rubros de los estados financieros (estáticos y/o dinámicos) de una empresa, normalmente son hechos sobre la base del estado de resultados y del balance general.

Las razones financieras involucran parámetros de estos estados financieros para establecer cierta correspondencia o dependencia entre ellos, arrojando como resultado un indicador de la situación financiera específica de la empresa que se analiza.

Un buen análisis financiero detecta la fuerza y los puntos débiles de un negocio. Este es uno de los principales objetivos de las razones financieras, ya que nos ayudan a identificar oportunidades, situaciones de alerta o reconocimientos de un buen desempeño.

Una de las desventajas de este método de análisis es que no toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo, por lo que no pueden ser usadas para proyectar el valor de la empresa en el futuro.

Las razones financieras suelen dividirse en cuatro grupos de acuerdo con el objetivo que persigue cada una de ellas dentro de la evaluación financiera de la empresa, sin embargo para este trabajo se tomarán en cuenta solo aquellas que la BMV pide a las emisoras presentar en sus reportes trimestrales, las cuales se muestran en el cuadro 16:

Cuadro 16. Razones financieras requeridas por la BMV en los reportes trimestrales de cada emisora

RAZONES FINANCIERAS			
LIQUIDEZ	APALANCAMIENTO	ACTIVIDAD	RENDIMIENTO
Activo circulante a pasivo circulante	Pasivo total a activo total	Ventas netas a activo total	Utilidad (pérdida) neta a ventas netas
Activo circulante menos inventarios a pasivo circulante	Pasivo total a capital contable	Ventas netas a inmuebles, planta y equipo (neto)	Utilidad (pérdida) neta a capital contable
Activo circulante a pasivo total	Pasivo en moneda extranjera a pasivo total	Rotación de inventarios	Utilidad (pérdida) neta a activo total
Efectivo e inversiones temporales a pasivo circulante	Pasivo a largo plazo a inmuebles, planta y equipo (neto)	Días de inventarios	Dividendos en efectivo a resultado neto del ejercicio anterior
	Utilidad (pérdida) después de gastos generales a intereses pagados	Rotación de cuentas por cobrar	Resultado por posición monetaria a utilidad (pérdida) neta
	Ventas netas a pasivo total	Días de cuentas por cobrar	
		Intereses pagados a pasivo total con costo	

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, www.bmv.com.mx / Inicio / Marco legal / Circulares / Circular única de emisoras

Razones de liquidez

Miden la capacidad de una empresa de convertir sus activos en efectivo para satisfacer su pasivo circulante. Es decir, sirven para evaluar la suficiencia de los recursos de la entidad

para satisfacer sus compromisos de efectivo en el corto plazo. Mientras mayores sean los índices de liquidez mayor será la solvencia de la empresa en el corto plazo.

A continuación se describen las que serán utilizadas en esta investigación.

a) Activo circulante a pasivo circulante

Muestra la capacidad de la empresa para responder a sus obligaciones de corto plazo con sus activos circulantes. Mide el número de veces que los activos circulantes del negocio cubren sus pasivos a corto plazo.

Fórmula: Activo circulante / Pasivo circulante

b) Activo circulante menos inventarios a pasivo circulante

También llamada prueba del ácido, muestra la capacidad de la empresa para responder a sus obligaciones de corto plazo con sus activos más líquidos sin tener que recurrir a la venta de sus inventarios.

Fórmula: (Activo circulante – Inventarios) / Pasivo circulante

Razones de apalancamiento

Miden el grado en que la empresa se ha financiado por medio de la deuda, mostrando la capacidad de la empresa de responder de sus obligaciones con los acreedores y si no se está quedando descapitalizada, o si por el contrario tiene demasiados activos, por lo tanto, sirven para examinar la estructura de capital contable de la entidad en términos de la mezcla de sus recursos financieros y la habilidad de la entidad para satisfacer sus compromisos a largo plazo y sus obligaciones de inversión.

A continuación se describen las que serán utilizadas en esta investigación.

a) Pasivo total a activo total

Mide la porción de activos financiados por deuda, indica la razón o porcentaje que representa el total de las deudas de la empresa con relación a los recursos de que dispone para cubrirlos sin caer en mora.

Fórmula: Pasivo total/ Activo total

b) Pasivo total a capital contable

Expresa la relación que existe dentro de la estructura de capital entre los recursos proporcionados por terceros y los fondos propios. Señala la proporción que el pasivo representa con relación al capital contable.

Fórmula: Pasivo total/ Capital contable

Razones de actividad

Miden la efectividad de la actividad empresarial, la eficiencia con que se hace uso de los recursos obtenidos. Mientras mejores sean estos índices se estará haciendo un uso más eficiente de dichos recursos. Sirven para evaluar los niveles de producción o rendimiento de recursos a ser generados por los activos utilizados por la entidad.

A continuación se describen las que serán utilizadas en esta investigación.

a) Ventas netas a activo total (rotación del activo)

Evalúa que tan eficiente es la administración utilizando sus activos totales en la generación de ingresos o de las ventas.

Fórmula: $\text{Ventas netas} / \text{Activo total}$

b) Rotación de inventarios

Trata de medir cuántas veces en el año vende sus inventarios una empresa. Cuánto más grande resulte la razón será mejor para la empresa.

Fórmula: $\text{Costo de ventas} / \text{Inventario promedio}$

c) Plazo o días de inventarios

Complementaria de la razón anterior, nos dice cada cuántos días vende o desplaza sus inventarios una empresa.

Fórmula: $360 \text{ días} / \text{Rotación de inventarios}$

d) Rotación de cuentas por cobrar

Es útil para evaluar las políticas de crédito y cobranzas de una empresa y representa el periodo promedio de tiempo que se requiere para cobrar las cuentas pendientes, es decir, para recuperar la cartera de clientes.

Fórmula: $\text{Ventas netas} / \text{Saldo promedio de cuentas por cobrar}$

e) Plazo o días de ventas por cobrar

Complementaria de la razón anterior, nos dice cada cuántos días se cobra o se recupera la cartera de clientes.

Fórmula: $360 \text{ días} / \text{Rotación de cuentas por cobrar}$

Razones de rendimiento o de rentabilidad

Revelan que tan buena es la administración de la empresa para generar valor a la misma a través de la rentabilidad y los resultados obtenidos durante el periodo. Estos indicadores nos dan una idea de la efectividad de las inversiones realizadas o del nivel de ventas puesto que sirven para valorar la utilidad neta o cambios de los activos netos de la entidad, en relación a sus ingresos, su capital contable o patrimonio contable y sus propios activos.

A continuación se describen las que serán utilizadas en esta investigación.

a) Utilidad (pérdida) neta a ventas netas

Mide la razón o por ciento que la utilidad neta representa con relación a las ventas netas que se analizan, es decir, mide la facilidad de convertir las ventas en utilidad.

$$\text{Fórmula: } (\text{Utilidad neta} / \text{Ventas netas}) \times 100$$

b) Utilidad (pérdida) neta a capital contable

Indica el porcentaje de utilidad o pérdida obtenido por cada peso que los dueños han invertido en la empresa, incluyendo las utilidades retenidas. Mide el rendimiento percibido sobre la inversión de los accionistas.

$$\text{Fórmula: } (\text{Utilidad neta} / \text{Capital contable}) \times 100$$

c) Utilidad (pérdida) neta a activo total

Conocido también como rendimiento sobre los activos totales, mide la eficiencia total de la administración de la empresa en la obtención de utilidades a partir de los activos disponibles, mide el retorno obtenido por cada peso invertido en activos.

$$\text{Fórmula: } (\text{Utilidad neta} / \text{Activo total disponible}) \times 100$$

Las razones financieras antes descritas serán las que utilizaremos para realizar el análisis financiero de algunas pymes seleccionadas que ingresaron como emisoras en la BMV con el objetivo de evaluar los resultados financieros obtenidos tras haberse listado en ella y determinar las posibles causas del desliste de aquellas que ya no se encuentren cotizando en Bolsa.

Debido al tamaño de la tesis, se tomaron como muestra del MMEX las siguientes empresas: Ferrioni, Controladora de Farmacias, Grupo Profesional Planeación y Proyectos, Grupo Nutrisa, Dixon Ticonderoga de México, Maquinaria Diesel y Latinoamericana Duty Free.

Las seis primeras conformaban la última muestra del IP-MMEX.

3.2.2 Ferrioni, S.A. de C.V.

3.2.2.1 Descripción de la empresa

Ferrioni es una empresa mexicana con cierta influencia italiana constituida el 08 de diciembre de 1986, teniendo como objeto:

- La compra, venta, fabricación o maquila de toda clase de artículos textiles, artesanales, para turismo, para deporte, de playa, así como para recuerdos.
- La comercialización, distribución, importación y exportación de toda clase de artículos antes mencionados.
- Recibir de otras sociedades mexicanas o extranjeras y proporcionar de aquellas de que sea accionista o socia, o a otras sociedades, servicios de asesoría o consultoría técnica en materia industrial, administrativa, contable, mercantil o financiera.
- Obtener, adquirir y utilizar o disponer, de toda clase de patentes, marcas o nombres comerciales o derechos sobre ellas.
- Obtener toda clase de préstamos o créditos, con o sin garantía específica.
- Emitir y girar toda clase de títulos de crédito, aceptarlos o endosarlos, incluyendo obligaciones con o sin garantía real.
- Adquirir en propiedad o en arrendamiento toda clase de arrendamiento de bienes muebles o inmuebles, así como derechos reales sobre ellas que sean necesarios o convenientes para el desarrollo de las operaciones que constituyen su objeto social.
- En general, el otorgamiento y celebración de toda clase de actos y contratos que sean necesarios o convenientes para la realización de su objeto social.
- Otorgar avales y obligarse solidariamente por terceros, así como constituir garantías a favor de terceros.
- La sociedad podrá llevar a cabo la adquisición de acciones propias.

En un principio, sus artículos fueron dirigidos al mercado juvenil con la línea de Ferrioni Collection, ropa de moda juvenil con un toque clásico pero además accesible, que la hicieron diferente a los demás competidores del mercado.

Tiempo después y debido a la gran aceptación de la imagen y de los productos que ofrecía, provocó que en 1991 se lanzara al mercado una segunda línea: Ferrioni Piccolino dirigida a niños de 2 a 14 años. Así, continuando con el proyecto de expansión y ya listada en Bolsa, crea en 1994 la tercera línea de prendas dirigida al mercado que le hacía falta cubrir, el de bebés con la marca Ferrioni Bimbinni.

Para el desarrollo de sus actividades, Ferrioni cuenta con dos empresas subsidiarias:

- Servicios Administrativos Ricasa, S.A de C.V. encargada de la prestación de servicios de dirección y administración, y
- Bimfer, S.A de C.V. dedicada a la compra-venta de toda clase de productos o materias primas relacionadas con la industria textil, así como toda clase de prendas de vestir y todo lo relacionado con la industria del calzado.

Desde sus inicios, el objetivo principal de Ferrioni ha sido crear y desarrollar una línea de productos con una imagen distintiva, accesible, atractiva, clásica y juvenil comercializando los mismos a través de una red exclusiva de franquicias.

3.2.2.2 La oferta pública de valores

La empresa optó por emitir acciones y aumentar la parte variable de su capital social mediante la emisión de 2'761,937 acciones ordinarias, nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie B, de acuerdo con el prospecto de colocación que para tal efecto publicó en Bolsa el 25 de mayo de 1994.

El capital social de Ferrioni antes y después de la oferta pública era como sigue:

Tipo de acción/ parte del capital	Antes	Después
Serie A/ Capital fijo	\$ 4'579,379	\$ 4'579,379
Serie B/ Capital variable	9'158,684	11'920,621
Total	\$ 13'738,063	\$16'500,000

Sin embargo, en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, celebrada el 04 de diciembre de 1996, se decidió aumentar el capital social fijo en \$1'301,561.33 mediante disminución del capital social en su parte variable y con su correspondiente conversión de acciones, por lo tanto el capital social mínimo fijo quedó representado por 16'500,000 acciones serie A, ordinarias nominativas sin expresión de valor nominal, íntegramente suscritas y pagadas.

La parte variable que hasta el 04 de diciembre de 1996 representaban 11'920,621 acciones nominativas sin expresión de valor nominal, se convirtieron en acciones de capital social fijo.

Los recursos captados de la colocación de acciones fueron utilizados para la creación, comercialización y promoción de la tercera línea de productos Ferrioni Bimbinni y también para la ampliación de las otras dos líneas ya existentes, el resto fue utilizado como capital de trabajo.

La tenencia accionaria antes y después de la oferta pública de valores se encontraba de la siguiente manera:

Accionista	% Antes	% Después
Holding Alta, S.A. de C.V.	20.01	16.66
María Angélica Cossio Stierle	20.01	16.66
Fernando Rión Santisteban	20.01	0.00
Philippe Bisson Watters	20.01	16.66
Lucía Armella Sánchez	5.83	4.86
Magdalena Carral Cuevas	4.71	3.92

Andrés Carral Cuevas	4.71	3.92
José Carral Cuevas	4.71	3.92
Gran público inversionista	0.00	33.40
Total	100.00%	100.00%

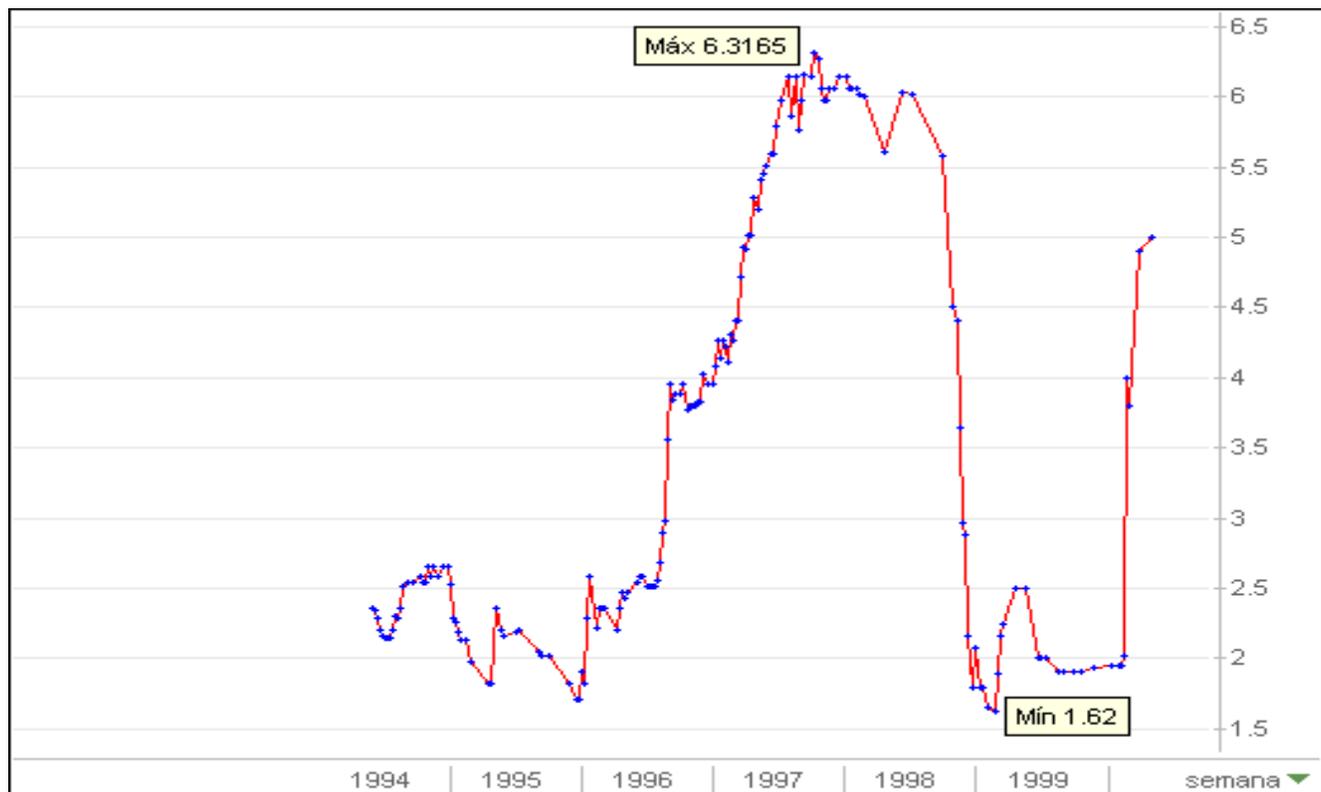
De aquí hay que destacar que la empresa Holding Alta, S.A. de C.V., que mantenía el 20.01% de las acciones de Ferrioni, era totalmente de la familia Carral por lo que junto con la participación de los hermanos Carral Cuevas (Magdalena, Andrés y José) alcanzaban una tenencia accionaria del 34.14%, la tercera parte del capital social de la emisora.

3.2.2.3 Desempeño de la acción en Bolsa

El periodo en el que se efectuó la oferta pública de acciones fue entre los días 26 y 27 de mayo de 1994 aunque la liquidación de la operación se realizó hasta el 31 de mayo. El precio al que se adquirieron cada una de las acciones de Ferrioni fue de \$2.95

La siguiente gráfica (núm. 10) muestra el comportamiento del precio de la acción desde esta fecha hasta el 11 de abril del año 2000 en el que Inmobiliaria Pointefine, S.A. de C.V. se quedó con el control total de Ferrioni al adquirir la totalidad de las acciones de la empresa, a través de una oferta pública de compra a \$5.00 por acción.

Gráfica 10. Comportamiento del precio de la acción de Ferrioni en la BMV (precios de cierre).



Fuente: Economatica.

Como podemos observar en la gráfica 10, el precio estuvo oscilando durante los primeros dos años entre \$2.00 y \$3.00 con ligeros desplazamientos por debajo de los \$2.00, esto era normal ya que el país se encontraba inmerso en la tan conocida crisis bancaria, sin embargo esta situación empezó a cambiar a principios del año de 1996 en el que experimentó una tendencia alcista que alcanzó el auge en el tercer trimestre de 1997 cuando logró tener su cotización máxima en \$6.3165 por acción.

El incremento en el precio de la acción se debió en gran medida a los excelentes resultados obtenidos en ese año, en el que acumuló una utilidad neta de \$13.5 millones lo que implicó un crecimiento del 24.5% respecto a la del año anterior, a pesar de que las ventas netas totalizaron \$76.4 millones (4.8% menos en relación con 1996), cuando ascendieron \$79.77 millones, sin embargo esto ya era un síntoma de que las cosas no iban a seguir igual.

Lo peor llegó cuando el 22 de abril de 1998 la asamblea de accionistas decidió pagar un dividendo en efectivo a razón de \$0.25 por acción a partir del 28 de abril de 1998, antes de presentar los resultados del primer trimestre de ese año, en el cual había tenido una caída en su utilidad neta del 49.4%.

Este decremento fue resultado de la estrategia seguida por Ferrioni durante el año de 1998, de convertir las tiendas franquiciadas en tiendas propias por lo que tuvo que incluir los gastos de venta y de operación de estas, incrementando los gastos operativos en un 60%.

Durante el año de 1999 las cosas siguieron igual, las ventas disminuyeron y los gastos operativos seguían incrementándose lo que ocasionaba que la utilidad neta cada vez fuera más pequeña.

Esto provocó una caída abrupta en la cotización de la acción durante la segunda mitad de 1998 y primeros meses del año de 1999 tocando piso en \$1.62 del cual logró recuperarse hasta el mes de abril de 1999 y mantenerse estable durante el resto del año hasta que Inmobiliaria Pointefine realizará la oferta pública de compra el 11 de abril de 2000.

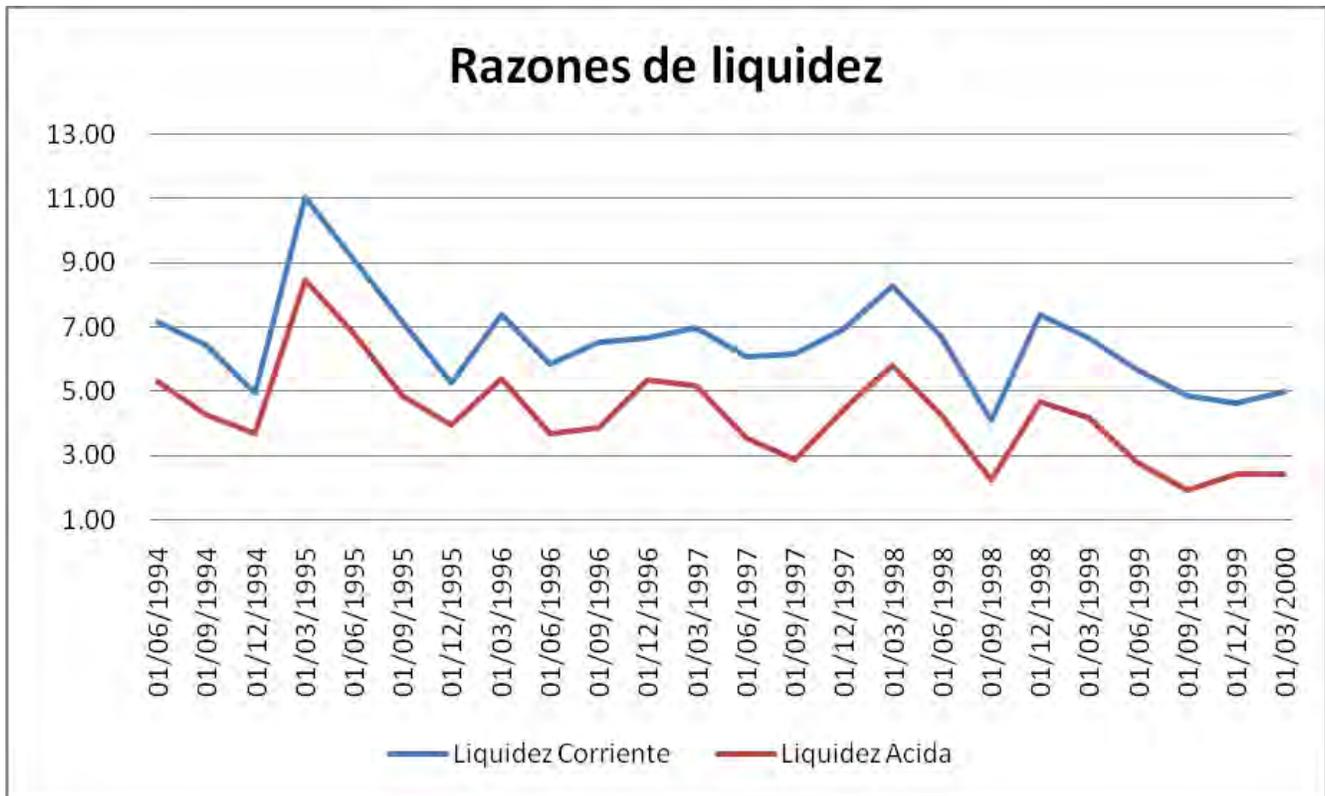
3.2.2.4 Análisis financiero

Para determinar si fue buena o mala la decisión de Ferrioni de cotizar en Bolsa, se realizará un estudio de la evolución de las principales razones financieras durante el periodo en que estuvo listada, en el entendido que las mismas nos ayudarán a detectar el desempeño, la fuerza y los puntos débiles del negocio.

Para el estudio se tomarán las principales razones financieras de cada grupo: de liquidez, de actividad, de apalancamiento, ciclo financiero y de rendimiento, mostrando el comportamiento de los mismos a través de gráficas, recordando que el objetivo de este análisis es revisar el desempeño financiero de la empresa en Bolsa.

En todas las empresas se comenzará con las razones de liquidez (corriente y la prueba del ácido), razones de apalancamiento ($\text{Pasivo Tt} / \text{Activo Tt}$; $\text{Pasivo Tt} / \text{Cap contable}$), razones de actividad ($\text{Vtas netas} / \text{Activo Tt}$; $\text{Vtas netas} / \text{Cap contable}$), ciclo financiero y razones de rendimiento ($\text{Utilidad neta} / \text{Vtas netas}$; $\text{Utilidad neta} / \text{Activo Tt}$; $\text{Utilidad neta} / \text{Cap contable}$).

Gráfica 11. Razones de liquidez de Ferrioni



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Recordemos que estas razones miden la capacidad en veces en que la empresa puede cubrir sus obligaciones a corto plazo con el activo circulante o de fácil convertibilidad en efectivo. Lo recomendable es que la liquidez corriente sea de 2 y la prueba del ácido de 1.

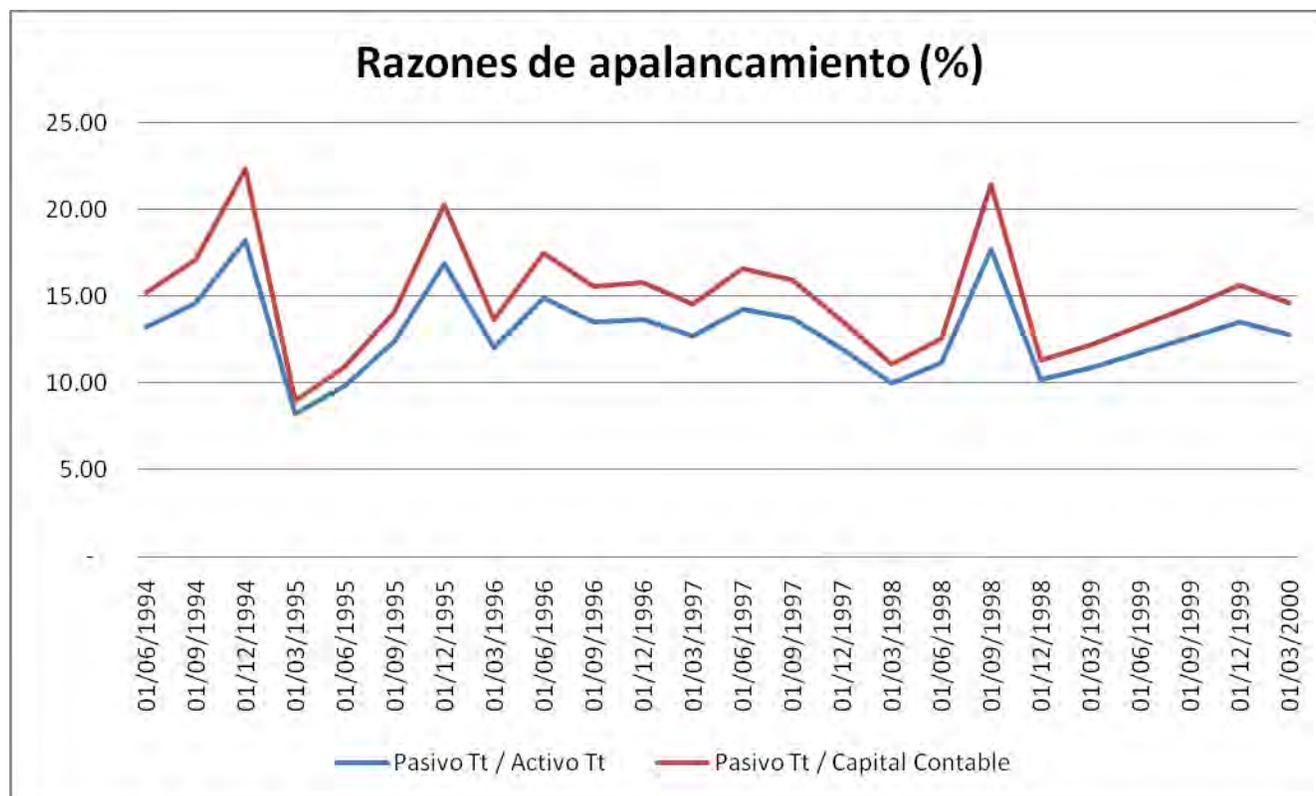
Observamos que la empresa siempre mostró tener una solvencia de corto plazo muy buena antes y después de empezar a cotizar en Bolsa, esto se debe a la política que mantenía de hacer pagos anticipados a proveedores, de mantener una fuerte inversión en valores de corto plazo y en cuentas por cobrar a clientes.

La inversión en los inventarios aumentaba año con año, sin embargo no representaban más del 25% del total de los activos circulantes por lo que la razón de la prueba del ácido era parecida a la razón de la liquidez corriente.

En la gráfica 11 también se puede apreciar perfectamente la época de estabilidad y auge de la empresa hasta el primer trimestre de 1998 y a partir de allí, la etapa de malas decisiones administrativas que provocó que los indicadores de liquidez disminuyeran sin caer en problemas de pago a terceros.

En conclusión, la empresa siempre tuvo recursos de inmediata realización que le daban para pagar sus deudas de corto plazo hasta 3 o 6 veces e incluso en el peor periodo comprendido desde el segundo trimestre de 1998 y todo el año de 1999, el indicador de la prueba del ácido se mantuvo arriba del 1.95 lo que indica que Ferrioni nunca tuvo problemas de liquidez.

Gráfica 12. Razones de apalancamiento de Ferrioni



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

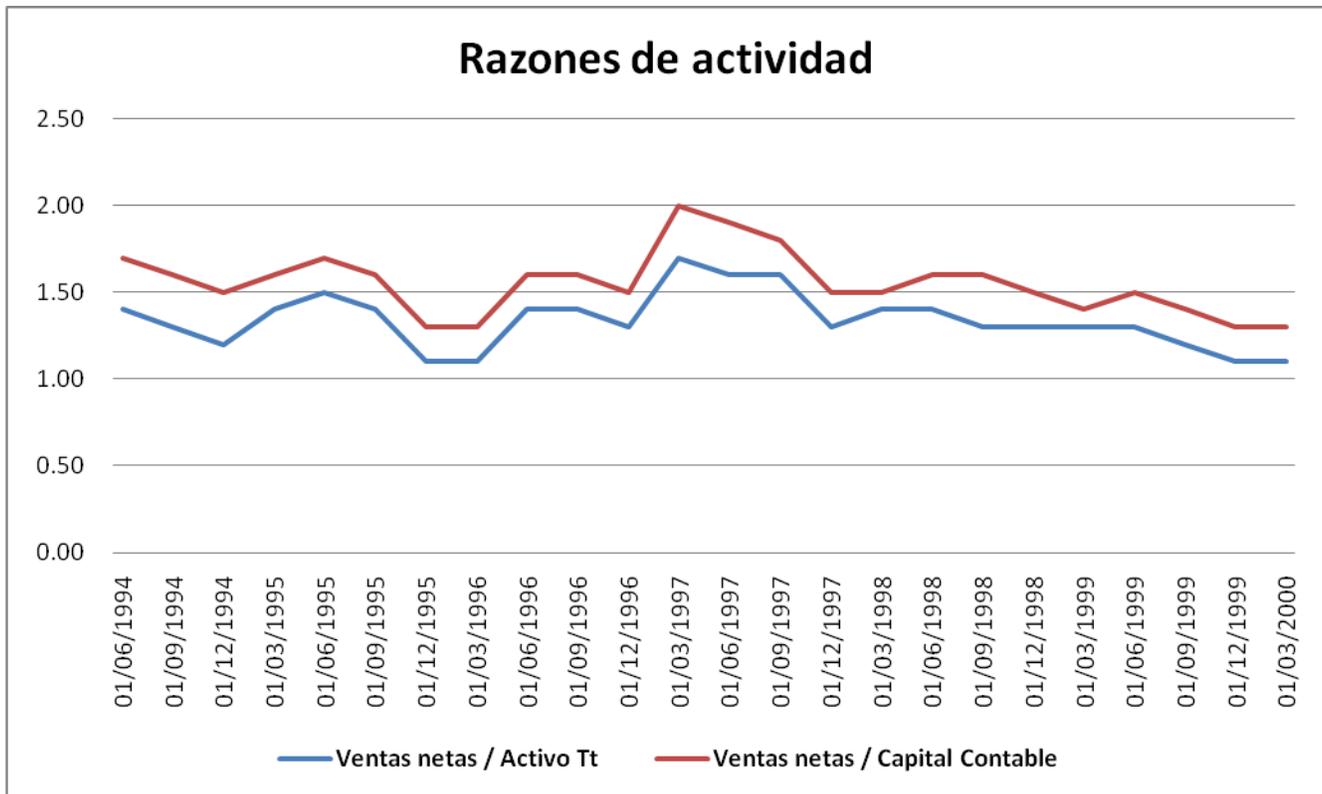
Estas razones miden en porcentaje, el grado en el cual la empresa ha sido financiada mediante deuda externa, se considera que un apalancamiento por debajo del 40% es bueno ya que evita que los acreedores puedan embargar a la empresa y por otra parte, compromete a los accionistas a procurar tener una buena administración de los recursos ya que en gran parte, será el dinero de estos el que esté en juego.

La gráfica 12 demuestra que Ferrioni mantenía un grado de apalancamiento bastante bueno, sus deudas totales representaban menos del 25% del capital contable por lo que la mayoría de la inversión en activos totales estaba respaldada con recursos propios y esto resulta obvio debido a que la compañía decidió emitir acciones en vez de deuda, que no tiene costo o la obligación de realizar pagos periódicos por concepto de interés pero ocasiona que se reduzca el porcentaje de tenencia accionaria de los accionistas fundadores.

Durante casi todo el periodo en el que Ferrioni estuvo listada en Bolsa, se mantuvo estable el nivel de apalancamiento entre 15-16% hasta que en el tercer trimestre de 1998 hiciera una fuerte inversión en inventarios incrementando la deuda con los proveedores lo que provocó también que la razón de la prueba del ácido bajara como ya lo apuntábamos anteriormente.

Sin embargo, este suceso tampoco ocasionó que Ferrioni tuviera problemas de apalancamiento. Las empresas que emiten acciones casi por lo regular, nunca tienen problemas de esta índole.

Gráfica 13. Razones de actividad de Ferrioni



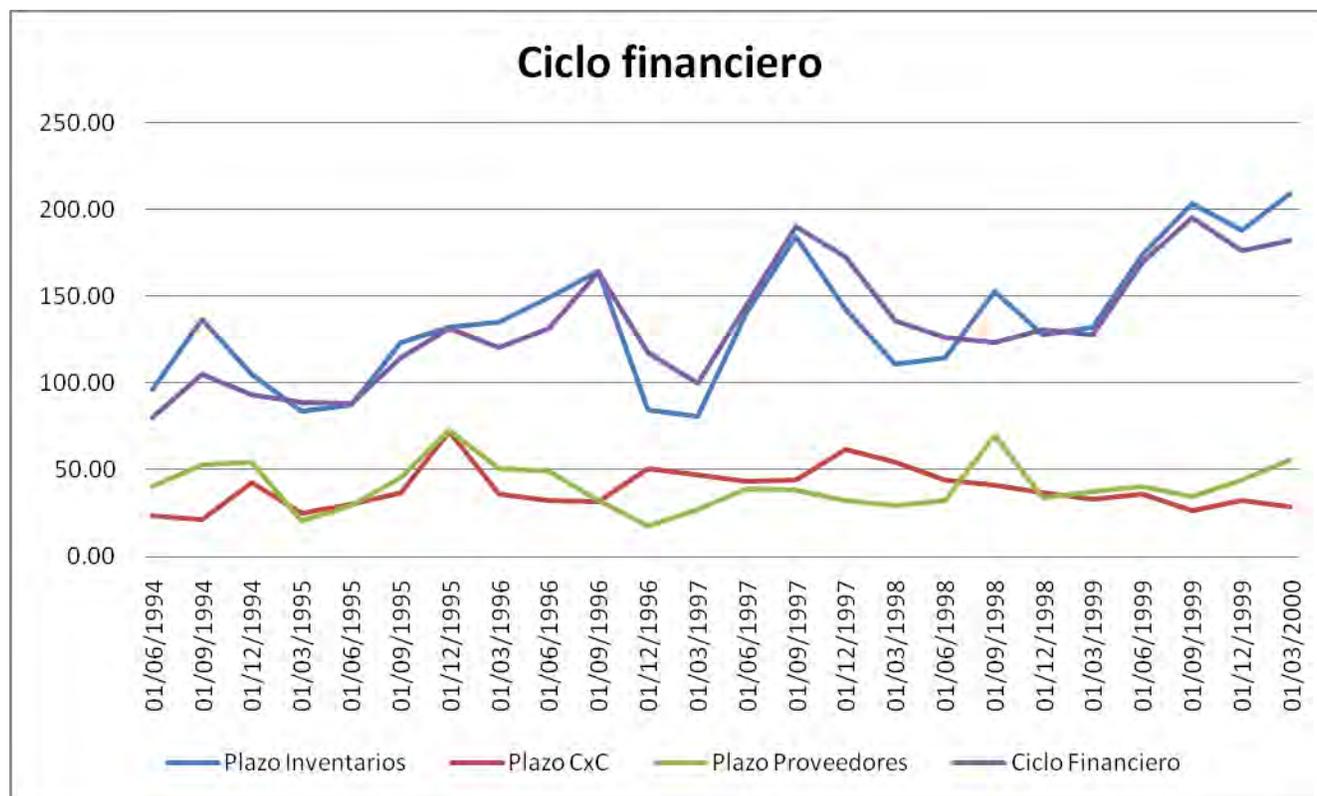
Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Las razones de actividad miden la eficiencia con la que se está utilizando los recursos en la generación de ventas, indican cuantas veces representan las ventas del total del activo y el capital contable respectivamente por lo que no existe algún parámetro que indique el grado óptimo de esta razón ya que está en función del tamaño de la empresa y del importe de sus activos o capital. Por lo tanto, si el activo es pequeño, cualquier nivel de ventas sería grande con respecto de este y nos arrojaría un indicador engañoso, lo mismo sucedería con un activo demasiado grande donde a pesar de tener un gran nivel de ventas podría resultar un indicador bajo.

Considerando el tamaño de la empresa y el importe del activo y del capital contable, parece ser que la empresa estaba utilizando eficientemente todos los recursos con los que disponía para generar las ventas, de igual forma durante el último periodo se observa una caída en este indicador resultado de la disminución en las ventas, a pesar de esto seguía muy por encima del promedio de la industria en ese tiempo.

En los tiempos de auge la empresa logró tener una rotación en las ventas del capital contable de dos veces y más de 1.5 su activo total.

Gráfica 14. Ciclo financiero de Ferrioni



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

El ciclo financiero de una empresa se puede definir como el plazo o periodo que transcurre desde la compra de insumos y pagos de los mismos hasta el cobro de los productos vendidos, es decir, nos indica cuántos días se lleva la compañía en comprar las materias primas, transformarlas, venderlas, pagar a los proveedores y recuperar el efectivo por las ventas realizadas. El resultado se obtiene en días y cuánto menos dure es mejor, un ciclo financiero negativo entonces es excelente.

Matemáticamente el ciclo financiero se determina sumando los días de rotación del inventario y los días de rotación de cuentas por cobrar, a este resultado se le resta los días de rotación de las cuentas por pagar a proveedores.

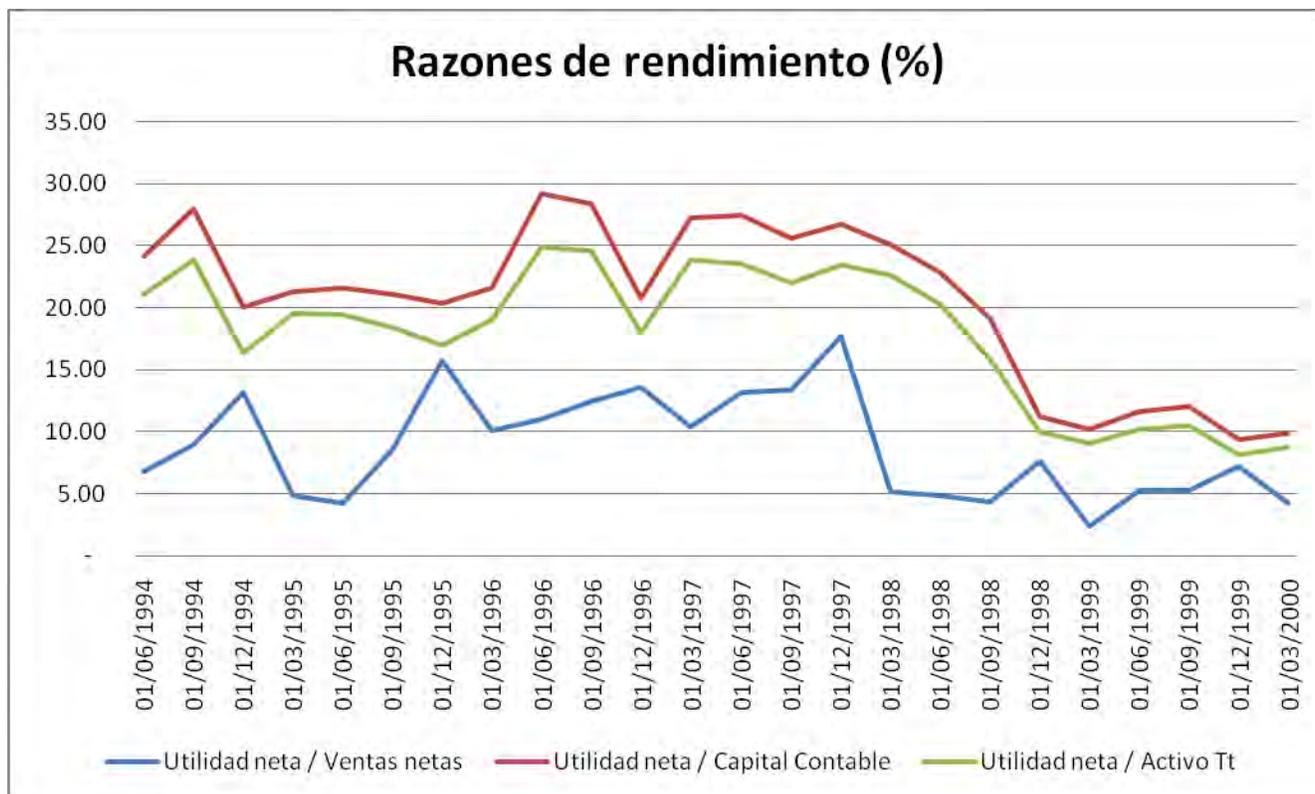
Tomando en cuenta que Ferrioni mantenía una política de crédito a clientes otorgándoles un plazo máximo de 30 días, la gráfica 14 nos denuncia que no le estaban pagando en tiempo sin que por ello tuviera un problema de cartera vencida ya que como vimos anteriormente, gozaba de buena liquidez económica.

Por otra parte, el plazo de pago a proveedores era parecido al de cobro de cuentas por cobrar debido a que la empresa decidía liquidar anticipadamente sus deudas.

Se podría decir que el problema del ciclo financiero de Ferrioni radicaba en la mala administración de sus inventarios ya que podríamos pensar que tardaba demasiado en venderlos, sin embargo cabe señalar que la época en la que las ventas se incrementaban era en los meses de octubre a diciembre, por lo que era necesario que todo el año tuviera que

estar produciendo cierta cantidad de prendas, llenando sus almacenes de inventario para que cuando llegaran estas fechas no tuviera problemas de desabasto, es por eso que resulta obvio que en los demás meses se incrementarían las cuentas por pagar a proveedores y los inventarios aunque no hubiese las suficientes ventas que justificaran esta fuerte inversión.

Gráfica 15. Razones de rendimiento de Ferrioni



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economática.

Las razones de rendimiento expresan en porcentaje, la capacidad que tiene la empresa de producir utilidades a partir de los recursos con los que cuenta y que tan eficiente han sido manejados los costos y los gastos necesarios para generar las ventas.

En primer lugar habrá que decir que en la gráfica 15 también se puede observar perfectamente el periodo de auge y el de depresión de la empresa en Bolsa, la tasa de rentabilidad sobre la inversión de los accionistas pasó de ser de casi el 30% a no más del 10% para finales del año de 1999.

De igual forma, el rendimiento sobre los activos mostró un gran avance en los primeros años llegando a representar el 25%, sin embargo también cayó a niveles del 8% esto se explica por la estrategia comentada anteriormente de Ferrioni, en la que decidió absorber las tiendas franquiciadas aumentando en un 60% sus gastos operativos.

Como consecuencia de dicha estrategia, el porcentaje de utilidad con respecto a las ventas realizadas también se agravó, aunque si bien es cierto y tal como se demuestra en la gráfica 15, la empresa no tenía una buena administración de los costos y gastos que le permitiera mantener un margen de utilidad constante.

3.2.2.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.

De acuerdo con en el análisis financiero practicado, podemos decir que la decisión de Ferrioni de listarse en Bolsa fue acertada y más aún el hecho de decidir colocar acciones en vez de deuda ya que con esto se incrementó inmediatamente el capital y el apalancamiento financiero disminuyó notablemente, además de que el financiamiento a través de acciones permite a la empresa implementar proyectos de largo plazo ya que las mismas no tienen fecha de vencimiento ni se está obligado a pagar un costo por el uso de estos recursos.

Además de la sana situación financiera de la que gozó durante los primeros tres años, Ferrioni logró tener una agresiva expansión al abrir tiendas en todo el territorio nacional desde Torreón hasta Cancún incrementando también el número de puntos de venta en el D.F. y área metropolitana de 9 a más de 40 durante ese periodo, eso sin contar la internacionalización que alcanzó situándose en países como Colombia y Venezuela.

A pesar de que fue una de las causas por las que el desempeño de la acción comenzó a caer, los accionistas recibieron buenos dividendos a partir de 1995 y hasta 1999 cuando empezó la etapa de declive, en total fueron 5 pagos de dividendos:

El 10-abril-1995 de \$0.20 por acción; el 03-abril-1996 de \$0.50; el 24-marzo-1997 de \$0.75; el 24-abril-1998 de \$0.25 y finalmente el 21-abril-1999 de \$0.20 por acción.

Durante su permanencia en Bolsa, incrementó casi seis veces el valor de sus activos al pasar de \$10.982 millones a \$74.984 millones. Por otra parte, el capital contable inicial fue de \$8.839 millones y el final de \$65.420 millones teniendo un incremento de 6.4 veces. Con respecto a las ventas, estas crecieron casi al triple al pasar de \$32.850 millones anuales a poco más de \$83 millones.

La causa del desliste de Ferrioni no fue por haber incumplido los requisitos que pide la Bolsa para mantener el listado de valores, sino por el contrario, al haberse mostrado como una empresa con amplias posibilidades de crecimiento y creación de valor para sus accionistas, provocó que varias empresas se interesaran en adquirirla mediante una oferta de compra, entre ellas podemos mencionar a Edoardos Martin, S.A. de C.V.

Finalmente y después de una fuerte lucha contra Edoardos Martin por quedarse con el control total de Ferrioni y tras emitir una oferta pública de compra de \$5.00 por acción, el 11 de abril del año 2000 Inmobiliaria Pointefine, S.A. de C.V., logró adjudicarse los 16 millones 500 mil títulos accionarios representativos del capital social de Ferrioni en una operación total de 82 millones 500 mil pesos.

3.2.3 Controladora de Farmacias, S.A. de C.V.

3.2.3.1 Descripción de la empresa²

Controladora de Farmacias (COFAR), es una empresa operadora de farmacias que comercializa medicamentos, material de curación, de higiene personal, de perfumería y artículos de belleza, así como algunos otros productos que son propios del sector.

La compañía se constituyó el 28 de junio de 1993 en la Ciudad de México y al término del año 2002 controlaba más de 90 establecimientos que ostentan diferentes nombres comerciales, algunos de ellos con un prestigio de más de 50 años, situándola como la cadena de farmacias más grande en el D.F. y zona conurbada.

Los productos que comercializan las farmacias de la compañía ascienden a 10,300 artículos aproximadamente y ninguno de ellos representa más del 1% de sus ventas. De manera general los productos que se venden se dividen en farmacéuticos y no farmacéuticos, y contribuyeron a las ventas en 85% y 15% respectivamente.

Los productos llegan directamente al consumidor final que acude a los establecimientos o mediante entrega directa a hospitales y otras instituciones, aunque la principal oportunidad de negocio para la empresa sigue siendo la de captar el abasto de medicinas a grandes empresas mediante contratos de largo plazo, como por ejemplo el abasto a Médica Sur y a los Bancos Bancomer y Banamex.

Su principal mercado se ubica en la Ciudad de México y zona conurbana, donde se localizan más del 90% de sus ventas, además los locales donde están instaladas las farmacias son rentados en su mayoría.

La empresa tiene adoptada dos políticas importantes:

- **PRODUCTIVIDAD.** Mediante un aumento de eficiencia operativa, COFAR ha aumentado la productividad de todas sus farmacias, estableciendo un mínimo de rentabilidad, la cual determina si la farmacia continúa operando o es cerrada.
- **CRECIMIENTO.** COFAR continúa con su política permanente de abrir nuevas farmacias. Esta estrategia ha representado el renglón más importante de inversiones.

El abastecimiento de productos a las farmacias lo hacen directamente los productores y distribuidores, a los diferentes puntos de venta. Entre los principales proveedores se encuentran Casa Saba, Drogueros, Kimberly Clark, Nadro, Nestlé, Procter & Gamble y Rama Farmacéutica.

Sus competidores más fuertes son las grandes tiendas de autoservicio, Farmacias el Fénix, Farmacias del ahorro y las Farmacias similares entre otras.

² Información con base en el último reporte anual emitido por la emisora en Bolsa

3.2.3.2 La oferta pública de valores

COFAR comenzó su participación en Bolsa emitiendo 250,193 acciones de la serie B representativas de la parte variable de su capital social el día 05 de mayo de 1994 a un precio de \$0.9975 aproximadamente. El número total de acciones emitidas fue de 2'545,972.

El capital de la empresa en el momento de la oferta se encontraba representado por dos series accionarias sin expresión de valor nominal cuyas características eran las siguientes:

SERIE	NÚMERO DE ACCIONES				CAPITAL SOCIAL	
	FIJA	VARIABLE	MEXICANOS	LIBRE SUSCRIPCIÓN	FIJO	VARIABLE
A	3,337,358	6,674,716	10,012,074		\$35,000.00	\$70,000.00
B	<u>1,570,521</u>	<u>8,048,921</u>		9,619,442	<u>16,000.00</u>	<u>85,000.00</u>
TOTAL	4,907,879	14,723,637			\$51,000.00	\$155,000.00

Las acciones de la serie A representaban el 51% del capital social y solo podían ser adquiridas por mexicanos. La serie B representaba el 49% restante del capital social y eran de libre suscripción, por lo que se decidió ofrecer estas al gran público inversionista de la Bolsa.

Tiempo después, la empresa decidió otorgar un dividendo de 0.25097 nuevas acciones por cada una de tenencia accionaria por lo que luego de aplicar este factor al número de acciones en circulación, el capital social después del 24 de agosto de 1995 quedó representado así:

- Acciones de la serie A: parte fija = 4'175,058 ; parte variable = 8'350,115
- Acciones de la serie B: parte fija = 1'964,732 ; parte variable = 10'069,255

Finalmente, el 14 de agosto de 1997 el Consejo de Administración de COFAR resolvió unificar las dos series accionarias quedándose únicamente con acciones de la serie B, esta unificación se realizó mediante un split donde cada acción sería sustituida por dos nuevas acciones de la nueva serie.

Esta nueva estructura accionaria sería la que la empresa mantendría hasta la fecha del desliste en Bolsa, el cual se dio después de la oferta pública de compra del día 08 de octubre de 2003, al cierre de este periodo el capital de la empresa quedó conformado de la siguiente manera incluyendo también la capitalización de utilidades del 27 de abril de 1999:

Tipo de acción/ parte del capital	Acciones	Importe
Serie B I/ Capital fijo	12'279,580	\$ 8'224,000
Serie B II/ Capital variable	36'838,740	24'671,000
Total	49'118,320	\$ 32'895,000

Por otra parte, la participación accionaria nos demuestra que COFAR era una pequeña empresa familiar en el momento de ingresar al mercado de valores. Esta participación antes y después de dicho ingreso mediante oferta pública era como sigue:

Accionista	Acciones-antes	% Part.	Acciones-después	% Part.
Pablo Escandón Cusi	4'907,879	25.00	12'509,258	25.47
Eustaquio Escandón Cusi	4'907,879	25.00	12'283,122	25.01
Fideicomiso 7227-1 de Banamex	9'815,758	50.00	21'779,968	44.34
Gran público inversionista	0	0.00	2'545,972	5.18
Total	19'631,516	100.00%	49'118,320	100.00%

El fideicomiso 7227-1 de Banamex fue firmado el 31 de enero de 1983 con fideicomitente a la señora María Cusi Montaña viuda de Escandón y fideicomisarios a la señora María de Lourdes Escandón Cusi y su hermana Alejandra Escandón Cusi, es decir toda la familia Escandón Cusi era dueña de la empresa en partes iguales.

COFAR estuvo listada en Bolsa por un periodo de más de 9 años en el que alcanzó a colocar hasta 2'545,972 acciones representativas del 5.18% de su capital, sin embargo nunca logró tener esa aceptación de los inversionistas que la hicieran ser más bursátil.

Como consecuencia de esto, el 11 de julio de 2003 se constituyó un fideicomiso en el cual IXE Banco fungiría como fiduciario para realizar una oferta pública de compra de hasta 2'545,972 acciones ordinarias, nominativas, sin expresión de valor nominal, serie B, representativas del 5.18% de la parte fija y variable del capital social de COFAR, donde el periodo de la oferta sería del 16 de septiembre al 08 de octubre de 2003, su registro en la BMV sería el 08 de octubre del mismo año, a un precio de compra de \$3.58 por acción.

Del total de las acciones que se ofrecían comprar, sumadas a las 46'572,348 acciones que a la fecha se encontraban emitidas y en circulación, representaban el 100% del capital social de la empresa. La fecha de liquidación de la compra fue pactada para el 10 de octubre.

Sin embargo, no todos los accionistas minoritarios acudieron a dicha oferta por lo que el fideicomiso solo pudo adquirir el 54% de estas acciones, es decir tan solo 1'319,781 más 122,500 adicionales que se tenían en tesorería.

Por tal motivo, la participación accionaria después de la oferta pública de compra a través del fideicomiso creado para tal efecto, quedó como sigue:

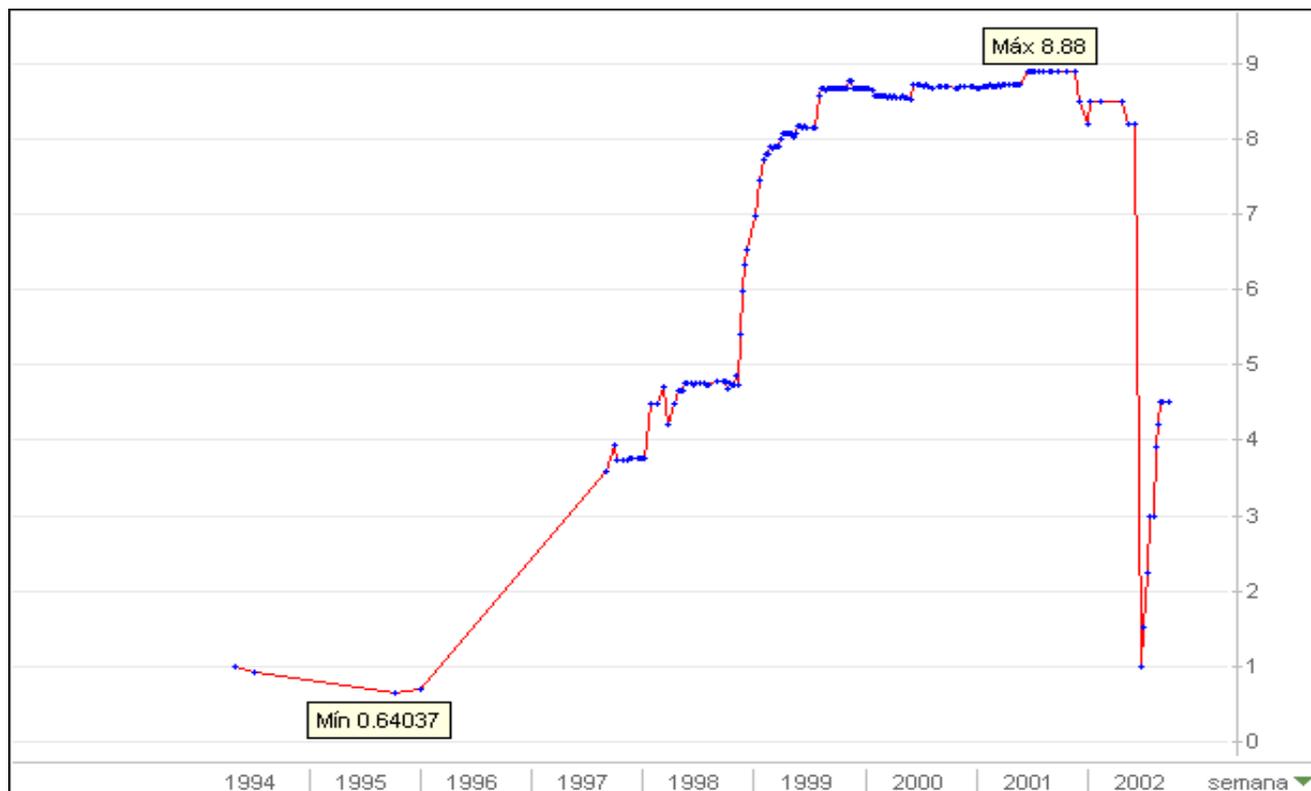
Accionista	Acciones	% Participación
Pablo Escandón Cusi	12'897,674	26.2584
Eustaquio Escandón Cusi	12'664,516	25.7837
Fideicomiso 7227-1 de Banamex	22'329,939	45.4615
Gran público inversionista	1'226,191	2.4964
Total	49'118,320	100.00%

97.5036%

3.2.3.3 Desempeño de la acción en Bolsa

Durante los 9 años que la empresa se mantuvo listada en Bolsa, su acción aunque poco bursátil, observó un comportamiento semanal bastante positivo hasta finales del año 2001.

Gráfica 16. Comportamiento del precio de la acción COFAR en la BMV (precios de cierre).



Fuente: Economática.

La compañía había colocado sus primeras acciones a un precio de \$0.9975 pero el desconocimiento y la incertidumbre por parte de los inversionistas aunado a la poca o nula bursatilidad que tuvo la acción en el primer año, hizo que el precio en el mercado secundario cayera hasta \$0.64037 que a la postre sería el precio mínimo en la cotización de la misma.

A partir de este momento y gracias al buen desempeño en los resultados que reportaba COFAR, el precio de la acción se recuperó notablemente durante un periodo de alza que duró cinco años logrando venderse en \$8.88 cada título.

Sin embargo, luego de que la empresa reportara pérdidas en el último trimestre de 2001 por un monto de \$14 millones derivada de partidas extraordinarias que incluían los gastos derivados del cierre de 19 farmacias, finiquitos de empleados y otros gastos de carácter administrativo sumados a la amortización del nombre comercial de las 24 farmacias adquiridas en el año, provocó que el precio bajaría a \$8.20 en los siguientes cinco meses.

Los inversionistas todavía esperaban que el precio se recuperara para la segunda mitad de 2002 pero la empresa volvió a reportar una nueva pérdida en el primer semestre de este año.

Como era de esperarse, tanta incertidumbre hizo que el precio se desplomará llegando a costar \$1.00 cada acción por lo que el título se volvió de nula bursatilidad ya que los tenedores que habían comprado la acción en más de \$8.00 no estaban dispuestos a venderla en un peso.

COFAR logró obtener utilidades en el tercer trimestre de 2002 contribuyendo a que el precio volviera a subir hasta los \$4.50 aunque a partir de entonces la acción no volvió a tener una transacción en el resto del año.

Poco tiempo después, la empresa comenzó a recomprar sus acciones y a dejar de cumplir ciertos requisitos de mantenimiento del listado de valores en Bolsa hasta decidir realizar una oferta pública de compra por aquellas acciones que todavía estaban en manos de terceros distintos a los accionistas fundadores, para posteriormente cancelar su inscripción en la BMV.

Esta oferta pública de compra estuvo vigente del 18 de septiembre al 08 de octubre de 2003 y se pretendía adquirir hasta 2'545,972 acciones a un precio de \$3.58 cada una.

Como reconocimiento a la empresa, habrá que decir que durante su listado en Bolsa, la misma decretó el pago de seis dividendos en efectivo y uno en acciones e implementó un split con el fin de hacer la acción más interesante y barata para los inversionistas tratando de incrementar la demanda y aceptación de sus títulos.

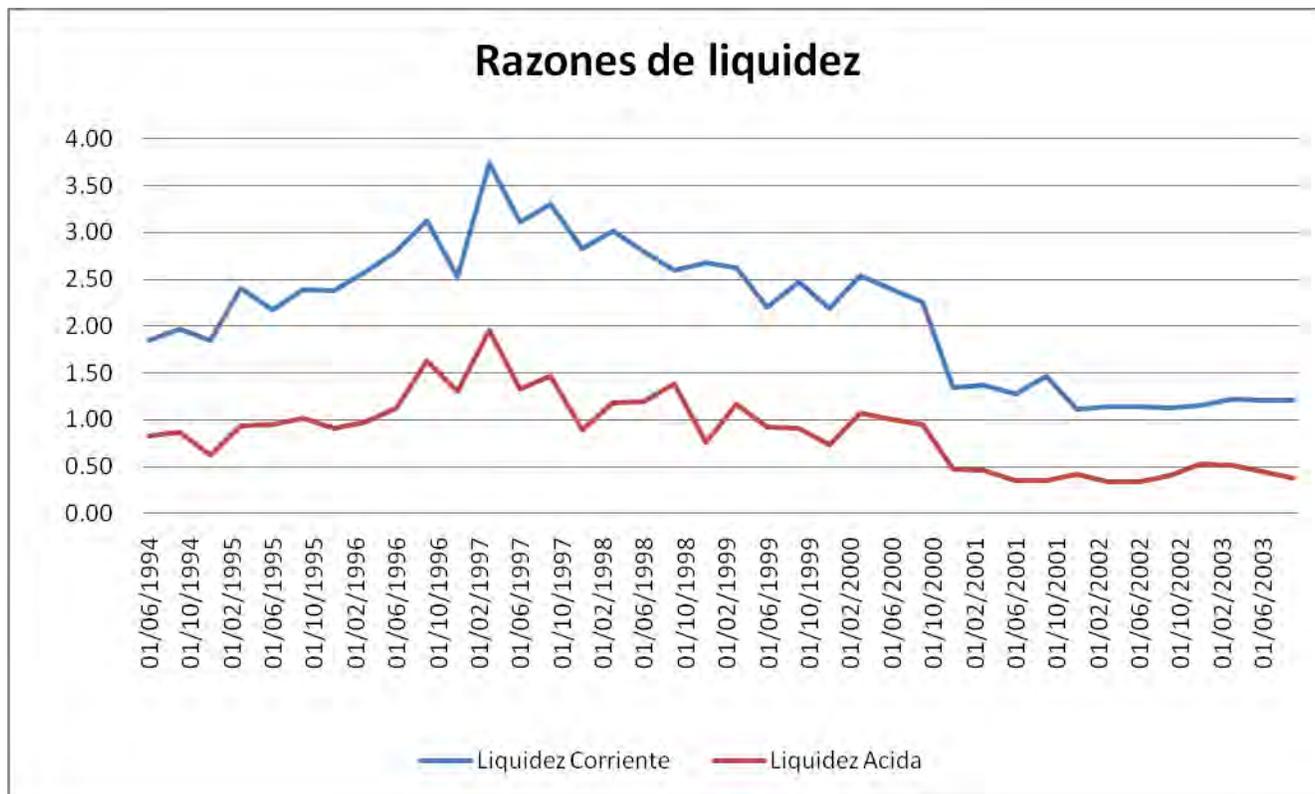
3.2.3.4 Análisis financiero

La empresa comenzó su listado en Bolsa el 05 de mayo de 1994 por lo que el análisis financiero se realizará a partir de esta fecha hasta el tercer trimestre de 2003 que corresponde al último reporte entregado por la emisora.

Las razones financieras han sido ubicadas para su estudio en el mismo orden seguido para las emisoras anteriormente evaluadas.

Luego entonces, comenzaremos por las razones de liquidez seguidas por las razones de apalancamiento, en tercer lugar las razones de actividad y después hablaremos del ciclo financiero para finalmente terminar con el análisis de las razones de rendimiento.

Gráfica 17. Razones de liquidez de Controladora de Farmacias (COFAR)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

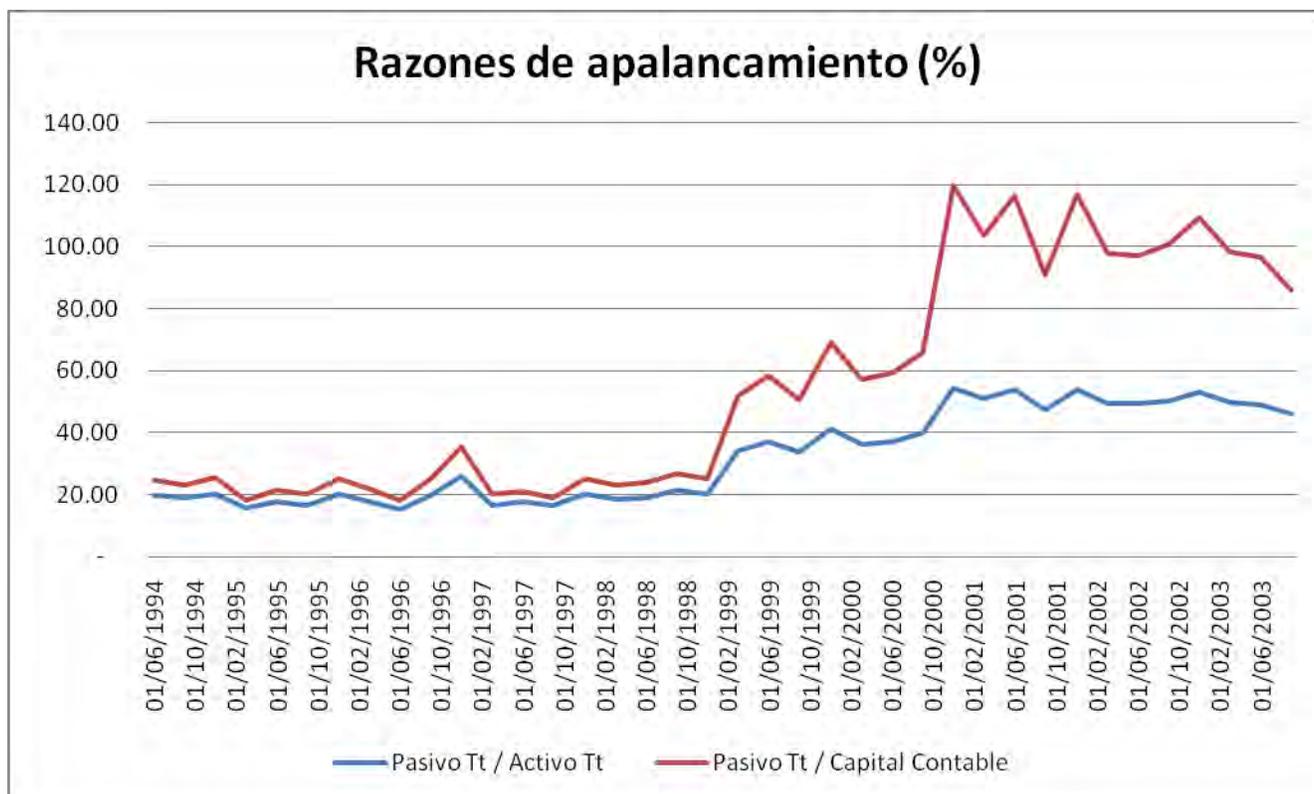
El ciclo de las ventas está marcado por la temporada o estación del año. Por ejemplo: En la época de lluvias debido a la humedad, los alimentos se contaminan con mayor facilidad y se incrementa el consumo de antibióticos o medicamentos para combatir las infecciones; en época de navidad o de invierno se incrementa el consumo de otro tipo de productos, como vitaminas y antigripales, así como perfumes y artículos de higiene personal.

Sin embargo, por incremento de ventas tanto de fin de año como del mes de enero de cada año, los inventarios se protegen con un inventario adicional para hacer frente a la demanda de sus productos y medicamentos durante la temporada invernal, es por eso que observamos que la razón de liquidez se incrementa considerablemente en los cierres de año.

Cuando el importe de los inventarios no representa un gran porcentaje del total del activo circulante, las razones de liquidez son casi parecidas pero en el caso de esta empresa no es así, ya que al ser los inventarios la principal inversión dentro del activo circulante el índice de liquidez ácida diverge en un punto porcentual del índice de liquidez corriente sin que esto signifique que este mal, pero si hace que la empresa dependa demasiado de su poder de venta y eficiencia en el manejo de la cartera de clientes.

En la gráfica 17 podemos apreciar que luego del comienzo del año de 1998 el índice bajó notablemente derivado en buena parte por el decremento en ventas debido a la entrada de nuevos competidores en el mercado y al cierre de farmacias, aunado a esto también se encuentra el incremento del pasivo a corto plazo por los créditos bancarios solicitados.

Gráfica 18. Razones de apalancamiento de Controladora de Farmacias (COFAR)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Durante los primeros años, COFAR había mantenido una política de apalancamiento inferior al 30%, esto lo lograba gracias a que toda la inversión en activo fijo era liquidada con el capital de los accionistas y el activo circulante estaba financiado por pasivo a corto plazo sin costo, la mayoría de este eran proveedores, y no se contaba con préstamos a largo plazo.

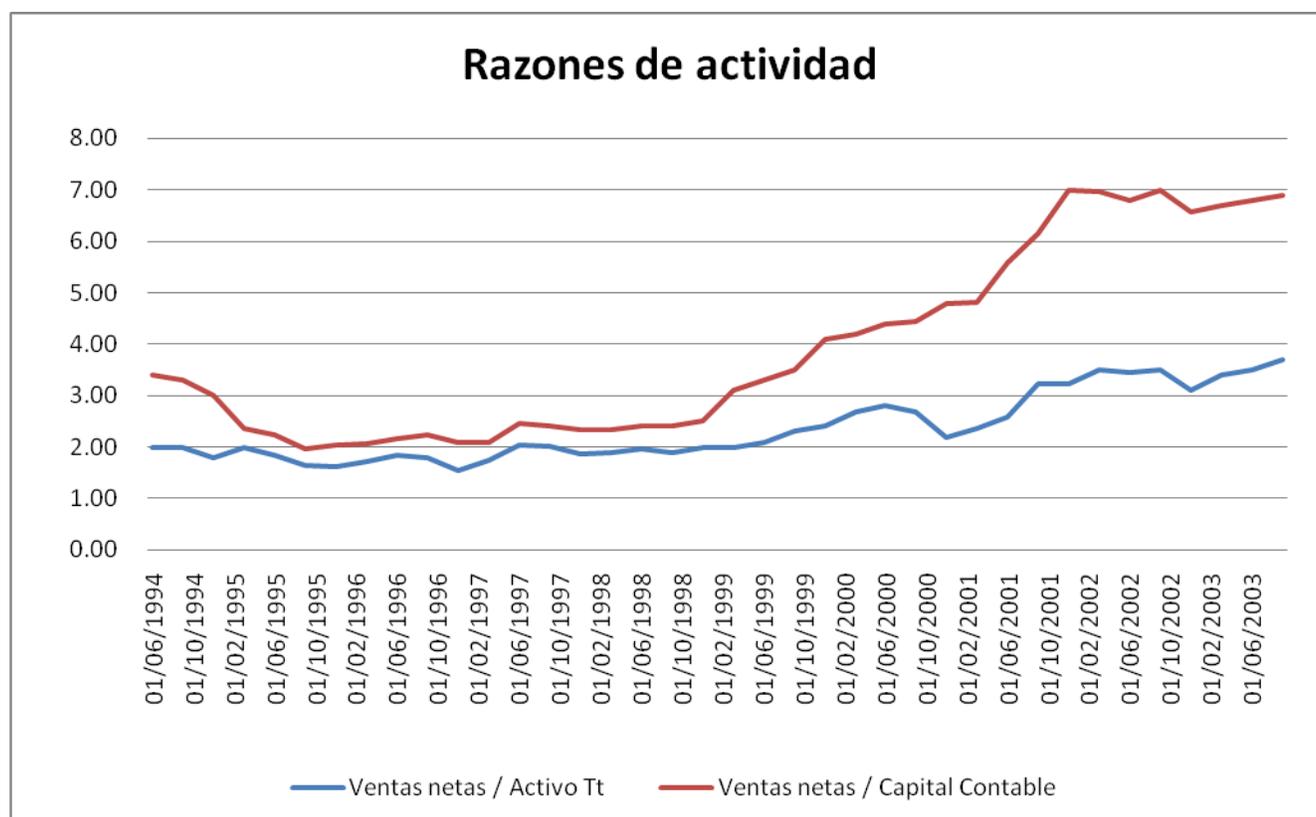
Este efecto perduró hasta 1999, cuando la compañía adoptó los lineamientos establecidos en el nuevo Boletín D-4 "tratamiento contable del ISR, del IMPAC y de la PTU" emitido por la Comisión de Principios de Contabilidad del Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C. pareciendo así que la empresa padecía de un fuerte problema de endeudamiento.

Como resultado de lo anterior, para el reconocimiento del ISR diferido, la compañía cambió el método de pasivo parcial al de activos y pasivos integrales que compara los valores contables y fiscales de los mismos, surgiendo diferencias temporales a las que debe aplicarse la tasa fiscal correspondiente.

Las principales diferencias temporales que generan un pasivo por impuestos diferidos son la deducción de compras para fines fiscales, en lugar de costo de ventas para fines contables, diferentes tasas de depreciación y las correspondientes actualizaciones de los activos fijos. También el exceso e insuficiencia en el capital Contable se ve afectado por el efecto de los impuestos diferidos.

Este efecto hizo que el pasivo se incrementara más del 40% y además, ya para finales del año 2000 la empresa había solicitado un préstamo bancario de corto y de largo plazo.

Gráfica 19. Razones de actividad de Controladora de Farmacias (COFAR)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Ya habíamos comentado que las razones de actividad dependen mucho del grado de apalancamiento financiero, una empresa que tiene resultados positivos constantes solo se vera afectado su nivel de eficiencia medida por estas razones, cuando se incremente el financiamiento externo y con este se logre aumentar el volumen de ventas.

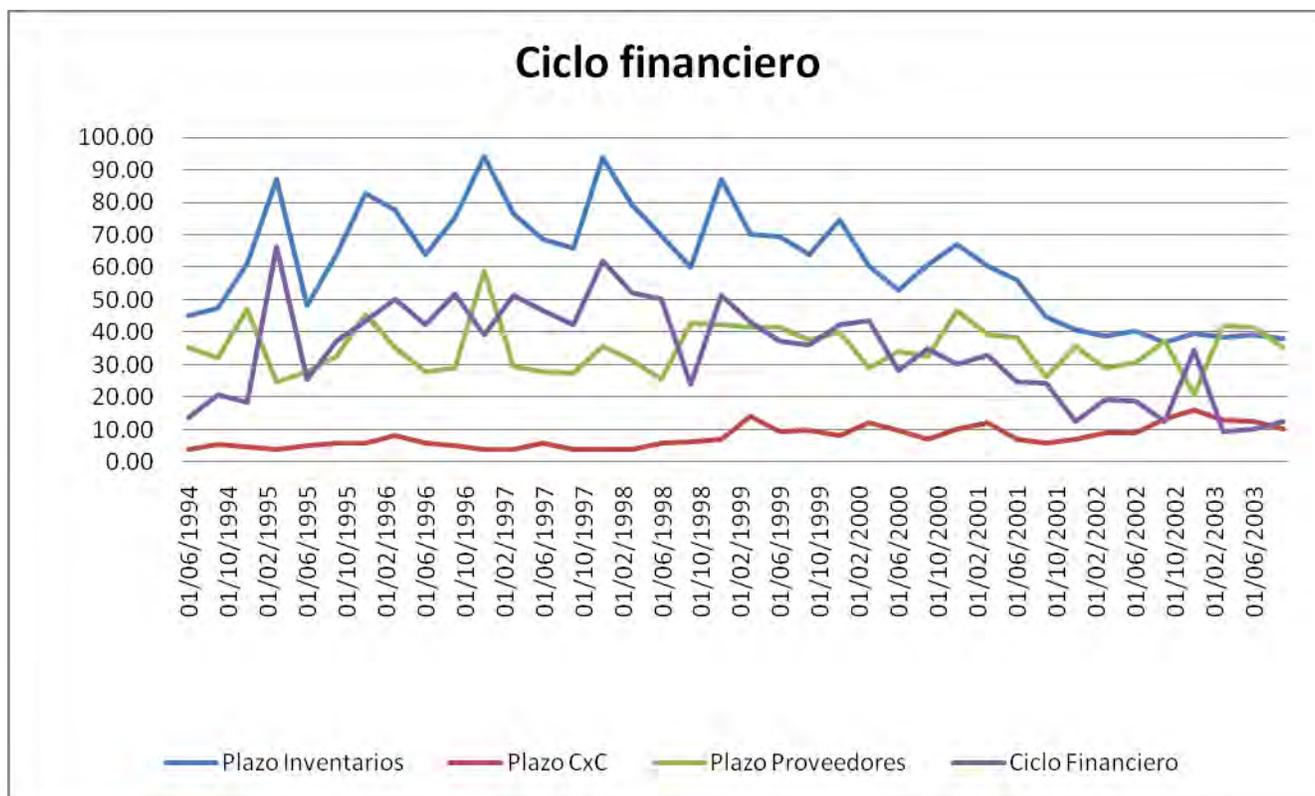
Con un incremento en el volumen de ventas y permaneciendo el capital contable casi en el mismo nivel, la rotación del capital por obvias razones se incrementará.

Este efecto lo podemos apreciar claramente en la gráfica 19 a partir del año 2000, en el que la compañía adquirió créditos bancarios a corto y largo plazo para poder financiar las adquisiciones de nuevas farmacias con lo cual incrementó sus ventas. Si a esto le sumamos que el capital se vio reducido por el efecto de los impuestos diferidos en la determinación del exceso o insuficiencia en el capital contable antes mencionado, ya no nos parecerá tan extraño este tremendo salto en las razones de actividad.

Por otra parte, hay que recordar que las ventas de la empresa eran estacionales por eso observamos una especie de olas que se mueven hacia arriba sobre el final y principio de cada año y recaen en el segundo y tercer trimestre de los mismos.

También es importante mencionar que al tratarse de una empresa pequeña, tanto sus activos como sus ventas no son de gran magnitud, por lo que la rotación se puede dar fácilmente.

Gráfica 20. Ciclo financiero de Controladora de Farmacias (COFAR)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Para la operación de la empresa, esta tenía establecidos los siguientes parámetros teóricos: clientes 15 días; inventarios 35 días y; proveedores 35 días

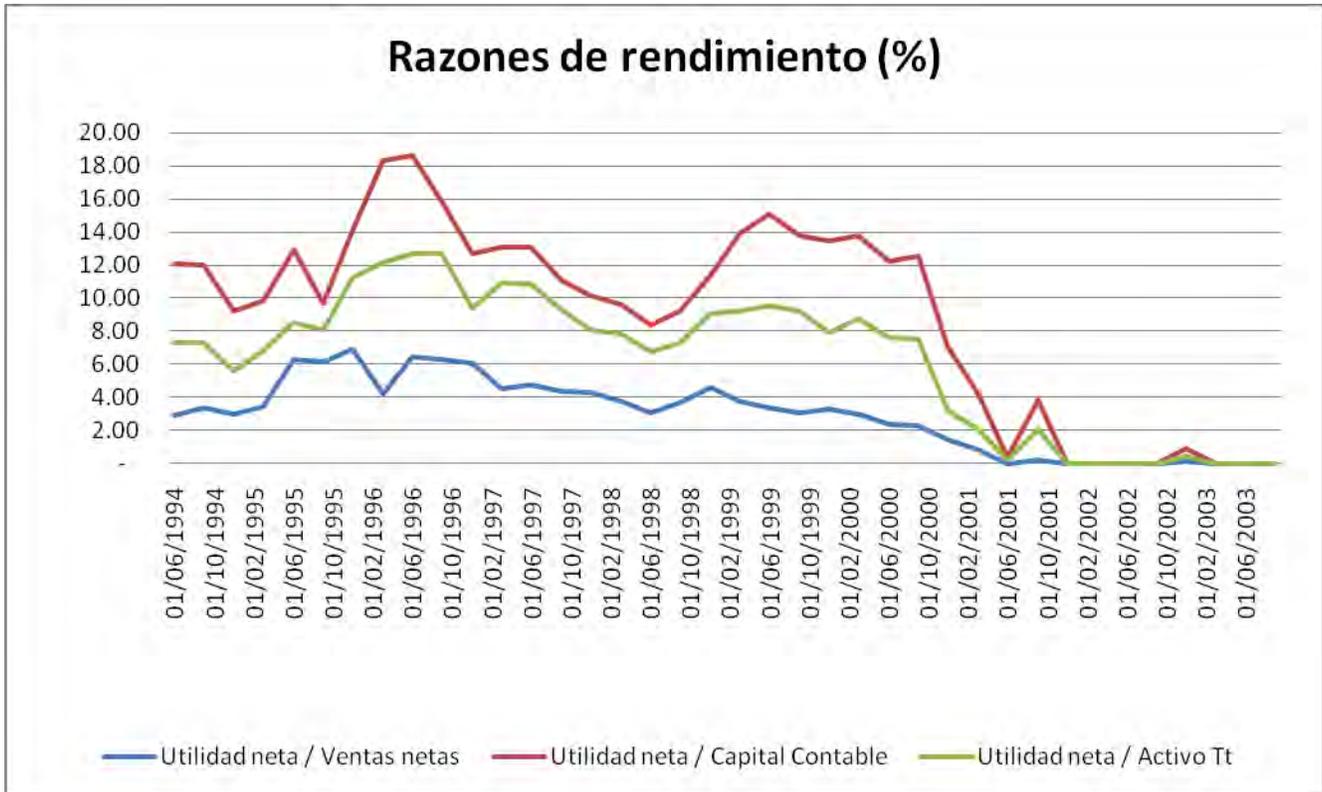
De los tres anteriores, parecer ser que el único que logró cumplir fue el del periodo de cobranza a los clientes que para mi es el más importante, ya que de nada sirve vender mucho si no se recupera a tiempo los créditos otorgados, ya que esto afectaría la liquidez de la compañía que tendría que dejar de pagar a algunos proveedores los cuales ya no le darían más mercancía a crédito y sin nada que vender, no hay ingresos y las pérdidas aparecen.

El problema de las compañías con ventas estacionales es que en temporada baja tienen que mantener una fuerte inversión en inventarios aunque no se vendan, asumiendo costos por almacenaje y pagando las mismas a los proveedores sin ser antes vendidas, todo esto con la esperanza de que cuando llegue la temporada alta le alcance para cubrir la demanda de sus clientes.

Sin embargo, el problema se agrava cuando en la temporada alta tampoco se logra colocar todo el inventario teniendo que reducir el nivel de inversión de alguna otra manera, como el cierre de farmacias en el caso de COFAR y de la venta con descuento que impacta negativamente en las utilidades de la compañía.

Este efecto puede ser observado en los últimos dos años en que estuvo listada la emisora, que ante las pocas ventas y el incremento de la competencia en su mercado, tuvo que reducir sus inventarios lo que provocó que tuviera menos ingresos e incluso pérdidas.

Gráfica 21. Razones de rendimiento de Controladora de Farmacias (COFAR)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Durante los primeros 6 años la compañía había ofrecido un rendimiento a sus accionistas por arriba del 10% trimestre tras trimestre, ya para finales del año 2000 la rentabilidad caería de forma notable debido al incremento en la competencia, la cadena tuvo que cerrar más 20 farmacias que ya no cumplieron con los estándares de productividad aunque en este lapso también se adquirieron 24 nuevas farmacias.

Esto ocasionó que el margen bruto de la empresa fuera presionado a la baja por la fuerte presión de competencia que se vivió durante el año 2000 y años subsecuentes. Junto con ello se reportaron partidas extraordinarias netas de impuesto que afectaron directamente los resultados de la empresa convirtiendo las utilidades en pérdidas.

Estas partidas extraordinarias incluyen gastos derivados de la adquisición y cierre de farmacias, que entre finiquitos, amortización del nombre comercial de las farmacias adquiridas y otros gastos de carácter administrativo, ascendieron a la cantidad de \$23 millones.

A partir del año 2001 y hasta el año 2007 los gastos operativos de la empresa incluirían cada año de manera extraordinaria \$14 millones por este concepto, por esta razón la compañía solo reportaría pérdidas en los trimestres siguientes por lo que todas las razones de rendimiento serían negativas.

3.2.3.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.

COFAR pensaba que con el incremento en el número de farmacias se maximizaría el aprovechamiento de su estructura administrativa y operativa mediante el desplazamiento de un volumen de ventas mayor con una base de gastos controlada que incrementarían el poder de negociación de la cadena con los distribuidores, lo que redundaría en negociaciones mutuamente favorables, que mejorarían el margen bruto de utilidad.

Esta era la estrategia seguida por la empresa la cual le había dado resultados positivos por más de nueve años, manteniendo una fuerte política de estabilidad financiera sustentada por créditos a corto plazo sin recurrir en ninguna instancia al crédito a largo plazo.

Para financiar su expansión, la compañía necesitaba de recursos que no provinieran necesariamente de deuda externa, fue entonces que se decidió salir a Bolsa a emitir acciones y obtener estos recursos del público inversionista, sin embargo al tratarse de una pequeña empresa poco conocida tardó en colocarse en el gusto de los inversionistas a pesar de los buenos resultados reportados.

El ambiente de intensa competencia observado en el mercado privado detallista de productos farmacéuticos provocó que el margen bruto de la empresa se redujera a partir del año 2001 en adelante por lo que los inversionistas dejaron de comprar sus acciones.

Como consecuencia, las acciones de COFAR fueron clasificadas como de nula bursatilidad por la BMV. Por esta razón y debido al escaso interés por parte de los inversionistas en emisoras pequeñas, el Consejo de Administración de la compañía se pronunció el 01 de julio de 2003 por unanimidad de votos a favor de que se llevara a cabo una oferta pública de compra de hasta 2'545,972 acciones que equivalían al 5.18335% del capital de la emisora, porcentaje que se encontraba en manos de inversionistas minoritarios.

COFAR comentó que las causas de su desliste de Bolsa se debieron al entorno económico nacional e internacional, así como los altos costos que representaba para la empresa el mantenerse como una empresa pública haciendo oneroso el mantenimiento de la inscripción de su acción en el mercado de valores.

Después de concluida la oferta pública de compra se realizaron las gestiones necesarias para solicitar la cancelación de la inscripción de sus acciones en el RNV y el desliste de las mismas de la BMV, mismas que surtieron efectos a partir del 03 de marzo de 2004.

No obstante, durante su permanencia en Bolsa incrementó casi cuatro veces el valor de sus activos al pasar de \$66.357 millones a \$321.828 millones. Su patrimonio inicial era de \$54.621 millones y al final fue de \$173.187 millones lo que representa un incremento de 2.17 veces. Con respecto a las ventas, estas crecieron más de 5 veces respecto a la cifra inicial que era de \$199.081 millones anuales a \$1,205.224 millones.

Si tomamos en cuenta el importe de las ventas, se puede concluir que COFAR pasó de ser una empresa mediana a una grande empresa en casi diez años.

3.2.4 Grupo Profesional Planeación y Proyectos, S.A. de C.V.

3.2.4.1 Descripción de la empresa³

La sociedad fue constituida el 28 de abril de 1986 como una empresa dedicada a los estudios, la ingeniería, la dirección y supervisión de obra.

Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP) se ha posicionado como la compañía mexicana independiente de servicios profesionales de ingeniería más grande del país, sin estar afiliada con alguna constructora o empresa de manufactura.

Desde su formación, la compañía ha concluido más de 520 proyectos en los sectores ambiental y de infraestructura, así como una variedad de industrias, entre las que destacan la hidráulica, petroquímica, minera y turística.

Aproximadamente el 73% de los proyectos pertenecen al sector público y el 27% restante al sector privado, siendo Petróleos Mexicanos (PEMEX) el principal cliente de la compañía. El monto estimado de los proyectos en los cuales PYP ha estado involucrada es superior a los \$32,816 millones.

PYP ha sido estructurada para gestionar y desarrollar las distintas fases de proyectos de gran envergadura, desde su etapa inicial de factibilidad, estudios ambientales, diseño conceptual, hasta estudios de campo, diseño de la ingeniería básica y de detalle, así como la administración y supervisión de la construcción.

La organización de la empresa está estructurada matricialmente, permitiendo el manejo de estudios y proyectos de muy diversa naturaleza y complejidad, facilitando la interpretación de los requerimientos específicos del cliente.

La principal estrategia de PYP consiste en aprovechar la reactivación de la inversión económica privada y la pulverización de su competencia para adjudicarse un buen número de los proyectos de ingeniería en nuestro país, además de buscar consolidarse como el principal desarrollador y diseñador de ingeniería para proyectos de infraestructura gubernamental, específicamente con PEMEX y la Comisión Federal de Electricidad (CFE).

En el mes de diciembre de 2000, PYP se fusionó con su subsidiaria Panameña Internacional de Planeación y Proyectos, S.A. de C.V., resultando PYP como la sociedad fusionante y subsistente, e Internacional de Planeación y Proyectos, S.A. de C.V. como la sociedad fusionada, la cual desapareció.

En Abril de 2006, PYP llevó a cabo una capitalización para fortalecer la estructura financiera e impulsar su crecimiento mediante una alianza estratégica y el acceso a nuevo capital proveniente de Grupo BBVA, a través de una de sus subsidiarias denominada Misapre, S.A. de C.V. y en menor medida, de otros inversionistas encabezados por Actinver, S.A. de C.V.

³ Información con base al reporte anual de la emisora del año 2008

3.2.4.2 La oferta pública de valores

La compañía comenzó su participación en Bolsa el 10 de junio de 1994 a través de una emisión de acciones serie B cuyo precio de compra era de \$12.329 aproximadamente.

Los recursos derivados de la oferta pública inicial, fueron aplicados de la forma siguiente:

Financiamiento de ingeniería básica y gestión de ciertos proyectos de infraestructura 44%, pago de pasivos 35%, capital de trabajo 15% y para inversiones en activo fijo 6%.

A partir de la salida de la compañía al mercado de valores, solamente ha habido modificaciones en los estatutos sociales derivados de aumentos del capital social, en el primer aumento quedó establecido el capital social en la cantidad de \$77 millones, representado por 9'890,874 acciones ordinarias, nominativas, sin expresión del valor nominal, integrándose de la siguiente manera:

Capital social	Serie	Acciones	Importe
Fijo	A	899,170	\$ 7'000,000
Variable	B	8'002,617	62'300,000
Variable	B-1	989,087	7'700,000
Total		9'890,874	\$ 77'000,000

La serie A estará integrada por acciones representativas del capital mínimo fijo sin derecho a retiro. La serie B estará integrada por acciones representativas de la parte variable del capital social. Ambas series de acciones serán de libre suscripción, es decir, serán susceptibles de ser adquiridas por personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera.

Otra modificación se realizó por acuerdo tomado en la Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas, celebrada el día 16 de abril de 2002, en la que se aprobó mediante split y pago de dividendos en acciones, aumentar el capital social y emitir 10'598,146 nuevas acciones para quedar en la cantidad de \$150 millones, representado por 20'489,020 acciones ordinarias, nominativas, sin expresión del valor nominal, integrado de la forma siguiente:

Capital social	Serie	Acciones	Importe
Fijo	A	2'048,902	\$ 15'000,000
Variable	B	16'391,216	120'000,000
Variable	B-1	2'048,902	15'000,000
Total		20'489,020	\$150'000,000

La tercera modificación fue hecha en la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 24 de julio de 2003, en la que se decidió la capitalización de la subcuenta integrante del capital contable denominada "complemento por actualización del capital social pagado", por la cantidad de \$178 millones, sin emisión de nuevas acciones.

Adicionalmente, se resolvió la cancelación de 12'036,216 acciones que se encontraban pendientes de pago, de las cuales 10,390 mil eran de la serie B, 282 mil de la serie B-1 y 1,365 mil de la serie A, que a su valor teórico equivalen a la cantidad de \$88 millones del capital social de PYP.

A esta fecha, el capital social quedó representado por 8'452,804 acciones sin expresión de valor nominal, integrado de la siguiente manera:

Capital social	Serie	Acciones	Importe
Fijo	A	899,170	\$ 25'569,000
Variable	B	6'948,134	197'575,000
Variable	B-1	605,500	17'218,000
Total		8'452,804	\$240'362,000

Finalmente, la última modificación que hasta la fecha se encuentra vigente, fue la acordada en la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada con fecha 15 de mayo de 2006, aprobándose el aumento y posterior disminución del capital social de la sociedad, así como la conversión de las acciones series A, B y B-1 en una serie única A, clase I y clase II, lo cual quedó formalmente ratificado en la Asamblea Especial de Accionistas de la sociedad, celebrada el día 14 de diciembre de 2006, quedando el capital social integrado de la siguiente forma:

Capital social	Serie	Acciones	Importe
Fijo	A clase I	899,170	\$ 25'568,590
Variable	A clase II	7'299,980	190'125,375
Total		8'199,150	\$215'695,965

Por Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, celebrada con fecha 08 de mayo de 2007, se aprobó el aumento del capital social de la sociedad, en su parte variable, en un monto de \$180 millones, mediante la emisión de 8'945,771 acciones preferentes, amortizables, redimibles y convertibles de la clase II, serie PARC, sub-serie 1, 2, 3, 4 y 5, las cuales no quedaron inscritas en la sección de valores del RNV ni listadas en la BMV e integradas de la siguiente forma:

Sub-serie 1	1'277,285
Sub-serie 2	1'497,617
Sub-serie 3	1'750,998
Sub-serie 4	2'042,387
Sub-serie 5	<u>2'377,484</u>
TOTAL	8'945,771

Por otra parte, la participación accionaria actual de la emisora es la siguiente:

Accionista	Acciones- serie A Clase I	Acciones- serie A Clase II	% Part.
Guillermo Barnetche Davison	899,170	3'287,586	51.06
Misapre, S.A. de C.V.		3'639,359	44.39
Remigio Delfín García		40,000	0.49
Antonio Zama Garza		20,000	0.24
José Luis Vera Lomelín		20,000	0.24
Raúl García Hidalgo		20,000	0.24
Mónica Martínez López		9,500	0.12
Rafael Núñez Peña		2,200	0.03
José Refugio Loza Rodríguez		2,100	0.03
Juan José Hanell Campbell del Valle		2,100	0.03
Pedro Villegas Zaragoza		1,600	0.02
Fernando Villanueva Urrutia		1,000	0.01
Público inversionista individual		254,535	3.10
Total	899,170	7'299,980	100.00%

En Abril de 2006, PYP llevó a cabo una capitalización para fortalecer la estructura financiera e impulsar su crecimiento mediante una alianza estratégica y el acceso a nuevo capital proveniente de inversionistas representados por Grupo BBVA Bancomer, a través de una de sus subsidiarias denominada Misapre, S.A. de C.V. y en menor medida, de otros inversionistas encabezados por Actinver, S.A. de C.V.

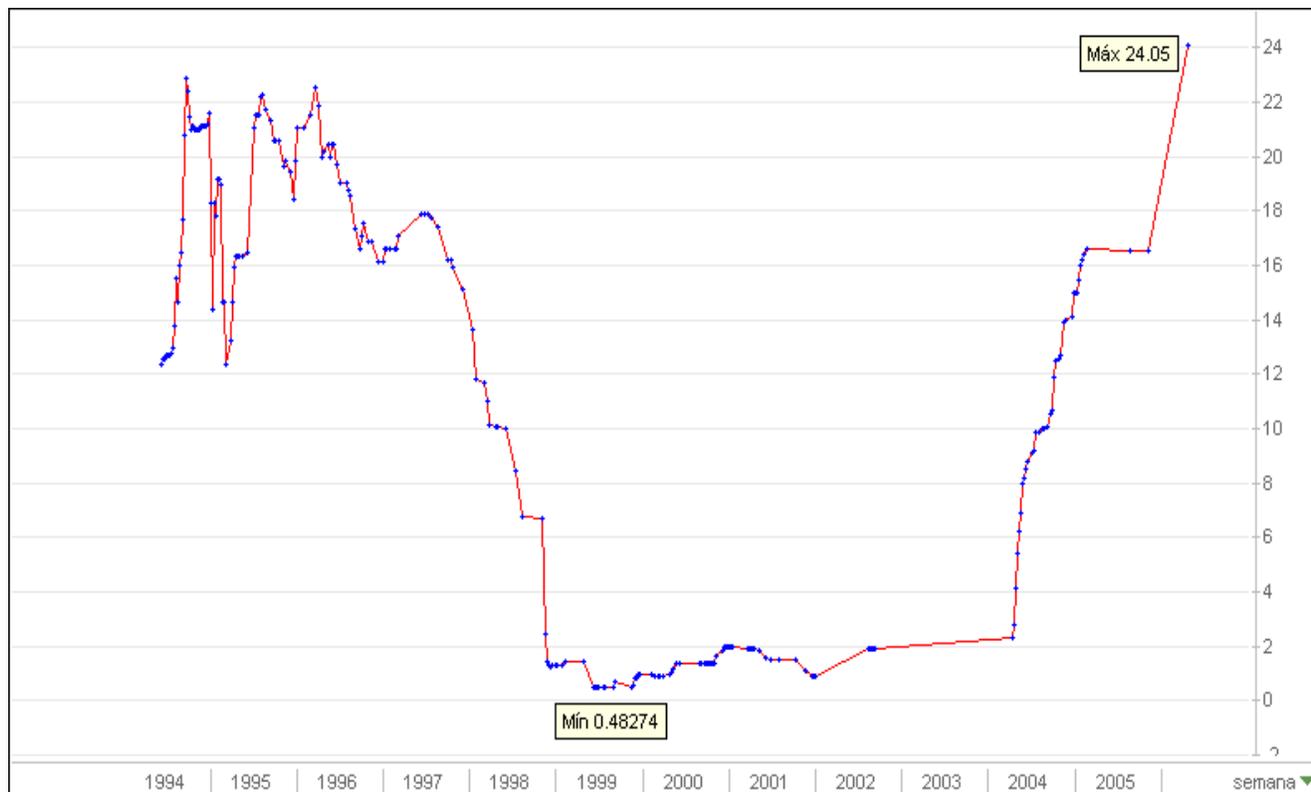
Además, la compañía ha diseñado y aprobado el plan de opción de suscripción de acciones para funcionarios PYP, el cual tiene como objetivos:

- Reconocer la importancia de la participación de sus funcionarios en la obtención de los logros de la empresa.
- Fortalecer los vínculos establecidos con sus funcionarios, para que dichos vínculos trasciendan en el tiempo.
- Impulsar el esfuerzo personal de sus funcionarios que redunde en el mejoramiento de los resultados de la compañía.

3.2.4.3 Desempeño de la acción en Bolsa

Desde el 10 de junio de 1994 hasta el 27 de abril de 2006 fecha en la que se suscitó la última transacción con la acción de PYP serie A clase II, el comportamiento mostrado del precio de la misma es la que a continuación se expone en la gráfica 22:

Gráfica 22. Comportamiento del precio de la acción PYP en la BMV (precios de cierre).



Fuente. Economatica.

Desde un principio, la acción tuvo una gran aceptación del público inversionista reflejado en el alto volumen operado y el incremento en la cotización de la misma, comportamiento que siguió con algunos altibajos hasta finales del año de 1997 cuando la empresa comenzó a reportar pérdidas provocando que el precio fuera cayendo rápidamente a pesar del volumen operado.

Las pérdidas que la compañía obtenía año con año, desde 1997 hasta 2001, indujeron para que el precio de la acción se desplomara en este lapso tocando fondo en \$0.4827 del cual no se recuperaría, muy a pesar de que la emisora recomprara 922,100 acciones propias intentando fomentar la bursatilidad de la acción.

Al 31 de diciembre de 2001, las pérdidas fiscales pendientes de amortizar eran como sigue:

Pérdidas por amortizar			
Año de origen	Vencimiento	Importe actualizado	Efecto de impuesto diferido
1997	2007	\$ 28,953	\$ 9,264
1998	2008	35,232	11,274
1999	2009	27,673	8,856
2000	2010	9,393	3,006
2001	2011	41,840	13,389
		\$ 143,091	\$ 45,789

Durante el año de 2002 no existió una transacción sobre la acción, por lo que durante los meses de agosto y septiembre la empresa recompró 15,000 acciones, sin embargo no lograba incitar a los inversionistas a negociar sus títulos y de nuevo, durante el año de 2003 tampoco hubo una sola transacción de la acción en el mercado aunque ya para este año PYP había comenzado a reportar utilidades.

Ante el fervor ocasionado por la buena ganancia reportada durante en el año de 2003 y el primer trimestre de 2004, repentinamente los inversionistas comenzaron a demandar grandes volúmenes de títulos accionarios provocando que el precio de la acción creciera 300% en un mes y siguiera adelante en un periodo alcista hasta noviembre de 2005 en el que la acción ya se compraba en \$16.50 debido a las grandes expectativas de crecimiento que se tenía para esta emisora.

Después de este periodo, la acción dejó de ser negociada registrándose el 27 de abril de 2006 la última compra de acciones de la empresa a un precio de \$24.05 y a partir de entonces y hasta la fecha, no se ha vuelto a registrar una transacción con el título de PYP.

A esta fecha, la compañía había readquirido 1'144,244 acciones con lo cual solo el 3.10% de la emisión inicial se encontraba en poder de inversionistas minoritarios.

3.2.4.4 Análisis financiero

Grupo Profesional Planeación y Proyectos, S.A. de C.V. es una empresa cuya actividad principal es la prestación de servicios profesionales de ingeniería, administración de obra, consultoría y diseño. A su vez, mantiene una política de cero inventarios y el plazo de proveedores es menor a 60 días, por lo que para esta emisora no se determinará el ciclo financiero, ya que por este hecho sabemos que es menor a 180 días considerando que los ingresos se cobran por avance de obra.

Por eso es importante mencionar también que PYP reconoce los ingresos por proyectos con referencia a su etapa de terminación. Los avances son determinados por ingenieros de la compañía, registrándose el ingreso con base al porcentaje de terminación. Bajo este método, el ingreso del contrato es identificado con los costos incurridos para alcanzar la etapa de terminación, a los precios contractuales relativos. Las cantidades recibidas de clientes por acuerdos en el contrato que no han sido amortizadas, se presentan en el pasivo a corto plazo como anticipos de clientes.

En el caso de las razones de rendimiento, se presentará en vez de estas, el comportamiento trimestral de las pérdidas y ganancias para hacer el análisis más objetivo y claro ya que se trata de una emisora que en el inicio de su listado presentó pérdidas.

Las razones de liquidez, de apalancamiento y de actividad se analizarán del mismo modo que en las emisoras antes evaluadas, comenzando en este orden desde el segundo trimestre de 1994 hasta el tercer trimestre de 2009.

Gráfica 23. Razones de liquidez de Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Cabe señalar que al no contar con inventarios, la razón de liquidez corriente y la prueba del ácido son exactamente lo mismo.

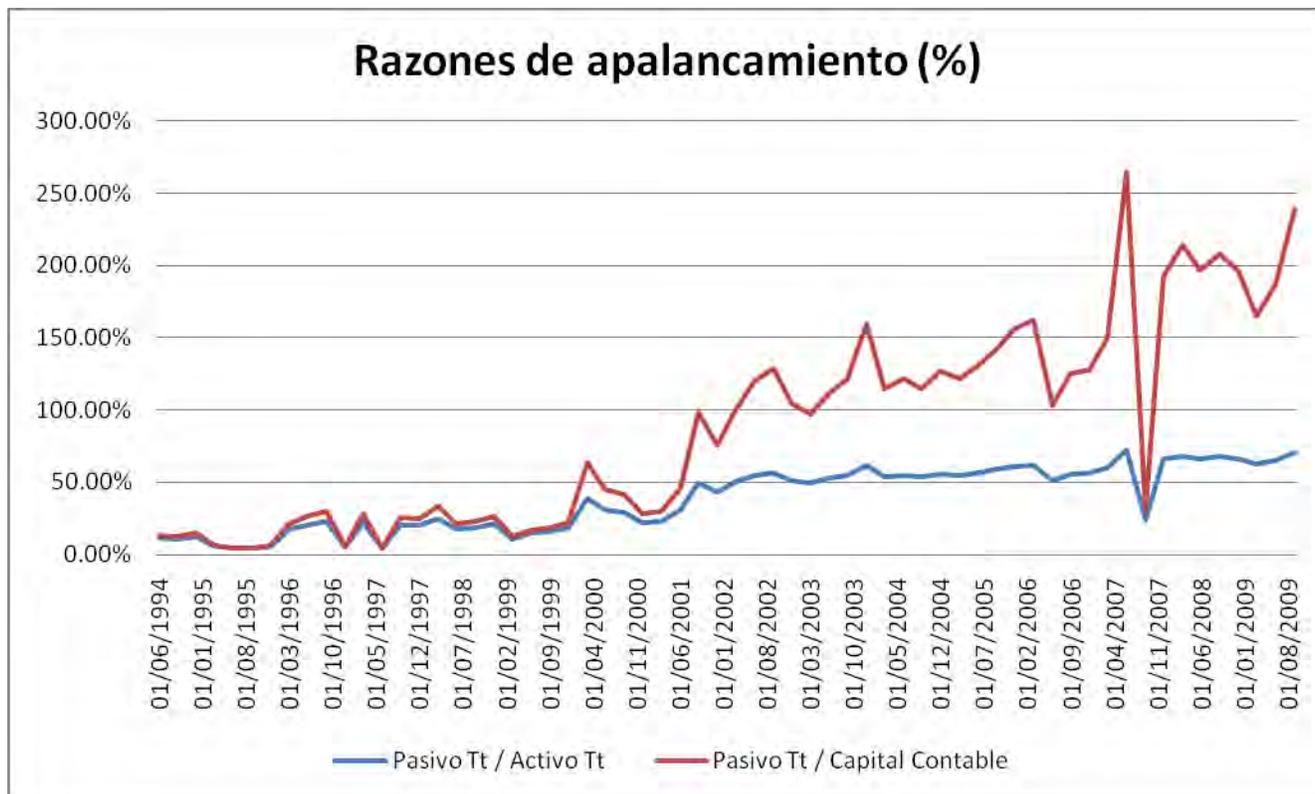
Las decisiones sobre el capital trabajo juegan un papel muy importante en la situación financiera de la empresa y repercuten de manera directa en el índice de liquidez, esto lo podemos apreciar claramente en la gráfica 23, donde tres decisiones de la administración cambiaron drásticamente la estructura financiera de la compañía.

En los primeros años observamos un índice que oscilaba en las 20 unidades hasta el segundo trimestre de 1996 durante el cual se tomó la decisión de obtener un crédito a largo plazo para pagar pasivos de corto plazo y respaldar el incremento de la cartera de clientes por los créditos otorgados a PEMEX lo que ocasionó que el índice se ubicara en los 42.60

Pero durante el segundo trimestre de 1997 se tuvo que hacer totalmente lo contrario, ya que se tenía que pagar el crédito a largo plazo adquirido anteriormente, así pues se pidió un préstamo a corto plazo para pagarlo. Aunado a esto, las ventas para ese entonces habían disminuido y con ello la cartera de clientes provocando que la razón cayera hasta 4.45

A partir de entonces, la administración del capital de trabajo ha sido de acuerdo con el librito, cuidando mantener un índice de liquidez mayor a 1 pero menor a 3, respaldando la cartera de clientes y las inversiones temporales con proveedores y deudas financieras a corto plazo.

Gráfica 24. Razones de apalancamiento de Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

La compañía salió al mercado de valores a emitir acciones por lo que al incrementarse el capital contable, el apalancamiento financiero no rebasaba del 50%. Sin embargo, a partir del primer trimestre de 2000 y hasta el tercer trimestre de 2001, un incremento en los anticipos de clientes por proyectos ganados y la necesidad de mayor financiamiento incrementó el nivel de apalancamiento hasta 98%.

La empresa comenzaba a recuperarse obteniendo buenas utilidades aunque también la obligación de pagar impuestos y la necesidad de financiamiento recurrente a corto plazo volvieron a incrementar el nivel de apalancamiento hasta 160% al final del año 2003.

Durante el segundo trimestre de 2007 se adquirió un crédito de \$180 millones a través de uno de sus principales accionistas, registrando el mismo como acreedores diversos, ocasionando que el índice de apalancamiento llegara a 264.51% por lo que inmediatamente fue pagado en el siguiente trimestre luego de que se autorizará por Asamblea General Extraordinaria de Accionistas el aumento del capital social, en su parte variable por medio de la emisión de acciones preferentes serie PARC, en un monto de \$180 millones que sirvieron para liquidar esta deuda y bajar el índice a 30.55%

Sin embargo, estas acciones PARC tenían que ser amortizadas por la compañía ya que se trataba de una capitalización por lo que de acuerdo con la NIF C-12 “instrumentos financieros con características de pasivos, capital o ambos” fueron registradas como un pasivo a largo

plazo volviendo nuevamente a incrementar el apalancamiento financiero en los niveles observados en la gráfica 24.

Gráfica 25. Razones de actividad de Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

La obtención de los ingresos se realiza conforme al grado de avance de los proyectos, por lo que las ventas están íntimamente ligadas al importe de los activos por eso cuando las ventas se incrementan el activo también lo hace, ya que aumentan las cuentas por cobrar y el efectivo por el cobro de las mismas. Debido a esto, observamos una rotación del activo entre 0.50 y 1.0 en la mayoría de los casos, sin importar si las ventas crecen o bajan.

Luego entonces, la rotación del activo se explica con el incremento/decremento de las ventas con respecto al año anterior de cada periodo.

Así pues, tenemos que en el año de 1995 las ventas se redujeron 35.25% con respecto al año de 1994, las ventas del año de 1996 cayeron 47.29%, durante 1997 disminuyeron 19.70%, para el año de 1998 se incrementaron en un 57.0%, en 1999 volvieron a decrecer en 50.89%, en 2000 crecieron 127.02% y decrecieron en 2001 en 26.96%, nuevamente en el 2002 decrecieron 20.28% (durante todos estos años la compañía reportó pérdidas al cierre de cada ejercicio), hasta el año 2003 las ventas pudieron crecer en 163.1% con respecto al año anterior, en el año de 2004 aumentaron 22.3%, en el 2005 hubo un decremento del 17.70% y de 6.6% en el 2006, incrementándose 31.48% en el año de 2007 y finalmente un incremento del 22.20% para el 2008.

En cuanto a la rotación del capital contable, la diferencia si resulta muy notable cuando se tienen altas ventas a cuando no se tienen, cuando se incrementa la participación de los accionistas a cuando se adquiere financiamiento externo o se disminuye el capital social.

Por ejemplo, la primera decisión notable se dio a finales del año de 2003 y durante todo el 2004 en el que las ventas se incrementaron haciendo necesaria la utilización de financiamiento externo para respaldar los créditos otorgados a clientes gubernamentales como PEMEX, manejando bien estos recursos sin incrementar el capital, obtenemos una buena rotación del mismo.

La segunda decisión que modificó la rotación del capital fue la emisión de acciones preferentes serie PARC, en un monto de \$180 millones durante el tercer trimestre de 2007, incrementando con ello el importe del capital social y reduciendo por ende, la rotación en las ventas hasta 0.50 muy a pesar del incremento del 31.48% observado en las mismas.

Sin embargo, considero que como consecuencia de las decisiones administrativas tomadas y viendo los resultados negativos obtenidos durante varios años (véase gráfica 26), la emisora PYP no podría ser catalogada como una empresa eficiente en el uso de sus recursos, en gran medida quizás por el problema de la ciclicidad en sus ventas o por desenvolverse en un mercado demasiado competido en el cual se necesita mantener una importante inversión para poder, ya no diría adjudicarse los proyectos grandes sino entrar a licitación por ellos.

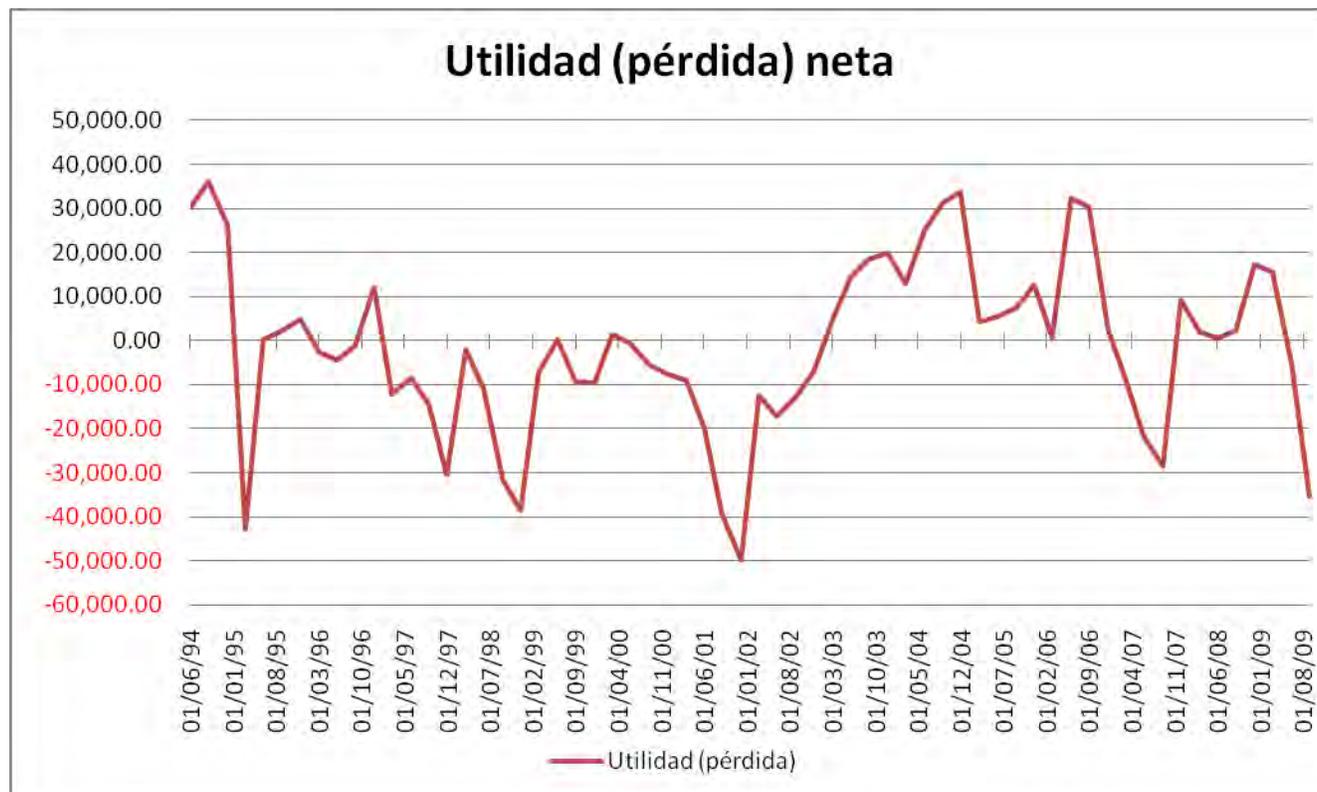
Aunado a esto, los altos sueldos y demás prestaciones que recibían los funcionarios de la compañía hacían poco atractivo para un inversionista externo invertir en ella, ya que a pesar de los pocos proyectos ganados en un principio, los sueldos seguían creciendo y se fomentaba la adquisición de acciones para los funcionarios en decremento de la participación minoritaria del público inversionista.

Recordamos que al 31 de diciembre de 2001, las pérdidas fiscales pendientes de amortizar eran como sigue:

Pérdidas por amortizar			
Año de origen	Vencimiento	Importe actualizado	Efecto de impuesto diferido
1997	2007	\$ 28,953	\$ 9,264
1998	2008	35,232	11,274
1999	2009	27,673	8,856
2000	2010	9,393	3,006
2001	2011	41,840	13,389
		\$ 143,091	\$ 45,789

El comportamiento de los resultados obtenidos por PYP puede apreciarse de mejor manera en la gráfica 26 que a continuación se expone.

Gráfica 26. Utilidades (pérdidas) obtenidas por Grupo Profesional Planeación y Proyectos (PYP)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica. Cifras en miles de pesos.

Luego de observar la gráfica 26, resulta poco comprensible y sumamente interesante el conocer como una empresa con pérdidas tan recurrentes de más de \$20 millones puede seguir existiendo o peor aún, como puede ser candidata a recibir créditos bancarios por los montos que le han sido otorgados durante todo este tiempo.

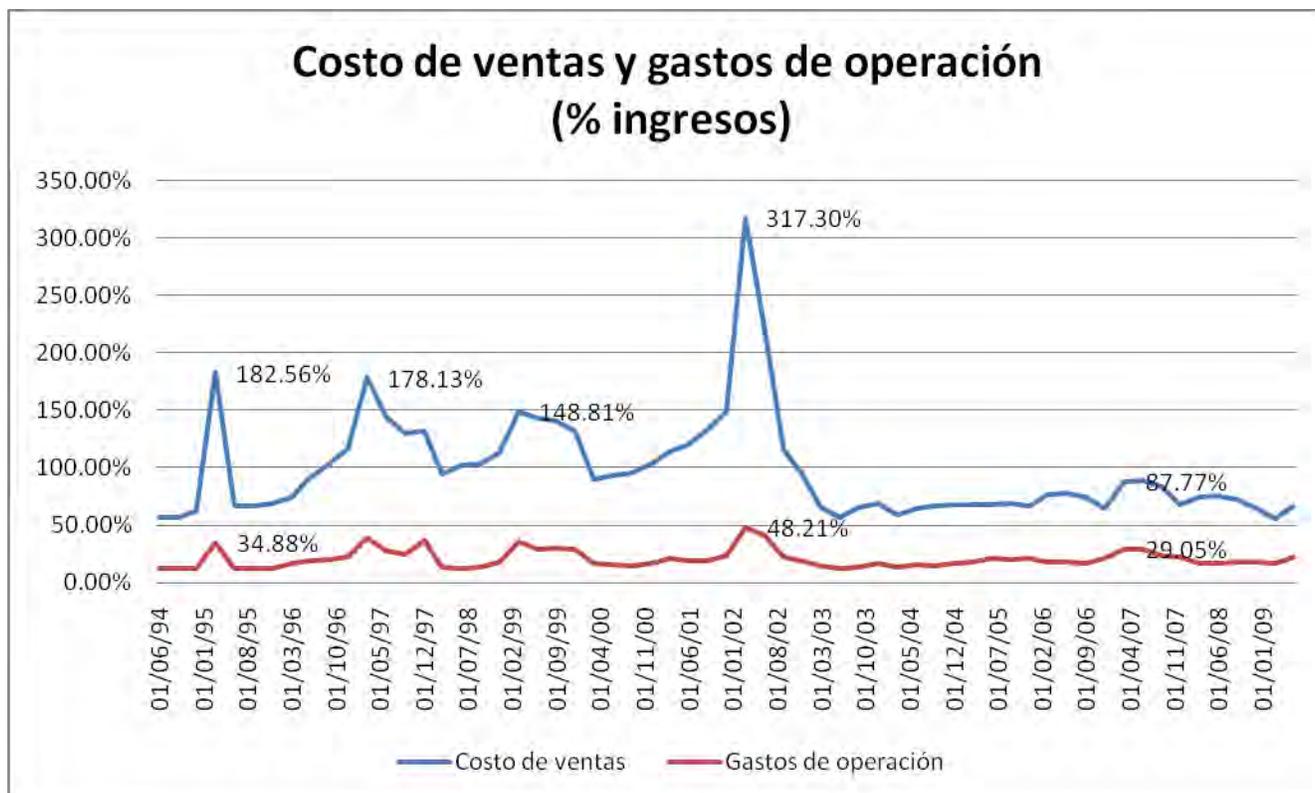
Un dato que resulta por demás interesante es el parentesco que guarda el accionista mayoritario dueño de casi toda la empresa, el Sr. Guillermo Barnetche Davison con el Sr. Santiago Creel Miranda, el primero está casado con la hermana de este último.

Por otra parte, el problema principal que enfrentan las empresas constructoras de gran tamaño es que dependen demasiado del número y magnitud de los proyectos ganados y ejecutados, pues si no se obtienen buenos ingresos o los ingresos son esporádicos, no alcanzan para cubrir todos los costos tanto de venta como de operación y regularmente se incurre en pérdidas como en el caso de esta emisora PYP. Adicionalmente, los ingresos de la compañía se ven afectados cuando el Gobierno Federal realiza una reducción del gasto público destinado a la infraestructura.

Por ejemplo, la primer pérdida reportada por casi \$43 millones ocurrió durante el primer trimestre de 1995, cuando PYP obtuvo \$7 millones de ingresos pero el costo de ventas representó 182.56% sobre los mismos y los de operación 34.9% respectivamente.

Para entender mejor la influencia que tienen los costos y los gastos de operación en los resultados adversos de la empresa, se presenta la gráfica 27 que muestra los porcentajes que representan cada uno de estos conceptos sobre los ingresos del mismo periodo.

Gráfica 27. Porcentaje de costos y gastos con respecto a los ingresos netos del mismo periodo de PYP



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Mediante la gráfica 27 se puede apreciar de mejor manera las causas de las pérdidas obtenidas, concluyendo que los ingresos obtenidos han sido insuficientes para pagar los costos y gastos operativos incurridos en la mayoría de los periodos.

Durante 1999 los costos de los proyectos crecieron 18.60%, en 2000 decrecieron 28.82% y en el 2001 crecieron 45.13% con respecto a los ingresos de los proyectos en mismos periodos.

Esto fue derivado de la situación general de crisis que atravesaba el país en estos años; y en especial la industria de la construcción, PYP había mantenido un cuadro básico de ingenieros, de los cuales sus tiempos no eran facturados a los clientes y eran cargados a promoción y desarrollo que incrementaban los costos.

Finalmente, luego del año de 2002 el margen bruto sobre las ventas logró incrementarse debido a los trabajos realizados para PEMEX que aumentaron de manera considerable las ventas netas reduciendo con ello el porcentaje de los costos y gastos de operación, que durante los últimos seis años han permanecido en niveles muy por debajo de 75% y 20% respectivamente con un pequeño sobresalto en el tercer trimestre de 2007.

Durante 2006 los costos de los proyectos disminuyeron 2.2%, en 2007 se incrementó 3.1% y en el 2008 disminuyen 3.6 % con respecto a los ingresos de los proyectos en los mismos periodos, como puede verse, ya no son tan grandes estos incrementos/decrementos.

3.2.4.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa.

Grupo Profesional Planeación y Proyectos, S.A. de C.V. inició su participación en Bolsa el 10 de junio de 1994 y actualmente sigue cotizando aunque su acción siga siendo de poca a nula bursatilidad, la cotización máxima registrada es de \$24.05 casi el doble del precio inicial que fue de \$12.33, sin embargo hubo un tiempo en el que se ofreció hasta en \$0.48 por acción.

PYP resultó ser una compañía que a pesar de las pérdidas reportadas ha sabido como aprovechar al máximo los beneficios de estar listada en la BMV.

Inicialmente salió al mercado de capitales a ofrecer sus acciones y tiempo después lo hizo en el mercado de deuda mediante la colocación de papel comercial respaldado por el Grupo Financiero Banorte por un monto de \$25 millones.

Los recursos derivados de la oferta pública inicial fueron aplicados para financiamiento de ingeniería básica y gestión de ciertos proyectos de infraestructura (44%), para pago de pasivos (35%), para capital de trabajo (15%) y para inversiones en activo fijo el 6%.

Por otra parte, ha sabido beneficiarse por el hecho de contar con el reconocimiento del sector gubernamental y privado por ser una empresa listada en Bolsa y cumplir con todas las obligaciones que esto conlleva, adjudicándose numerosos proyectos de gran magnitud para ambos sectores teniendo como cliente principal a PEMEX cuyos trabajos representan el 65% de los ingresos totales para la compañía.

Durante el tiempo que lleva como empresa pública, PYP ha visto crecer sus activos más de diez veces con respecto al importe que tenía cuando ingresó a la BMV. El capital contable inicial fue de \$18.529 millones y al cierre del 2009 era de \$158.947 millones equivalente a 8.5 veces el primero. Sus ventas crecieron más de tres veces al pasar de \$77.389 millones anuales a \$328.417 millones.

Si tomamos en cuenta las ventas, el número de empleados y el sector al que pertenece, concluimos que PYP pasó de ser una pequeña empresa con ventas anuales inferiores a los \$100 millones a una grande empresa en los últimos 15 años (1994-2009).

Por esta razón, podemos concluir que el ingreso PYP a la BMV ha sido sumamente benéfica para esta y para sus accionistas fundadores, no tanto para los inversionistas minoritarios que decidieron invertir su dinero en el corto plazo tratando de especular con la acción, por el contrario para quienes decidieron quedarse con el título hasta este momento.

3.2.5 Grupo Nutrisa, S.A.B. de C.V

3.2.5.1 Descripción de la empresa⁴

Grupo Nutrisa fue constituida el 12 de octubre de 1993 mediante escritura pública No. 41,356 cuyo objeto social es el de una sociedad controladora pura de empresas dedicadas a la compraventa, fabricación, distribución de productos, alimentos, de cuidado personal y complementos, todos de origen natural, además de helado de yogurt.

Dado que Grupo Nutrisa es una empresa controladora, se hará referencia a la subsidiaria Nutrisa, la empresa más importante del grupo e iniciadora del proyecto.

La subsidiaria Nutrisa fue fundada en el año de 1979, por lo que hoy cuenta con más de 30 años de presencia en nuestro país. Cuenta con una importante red de sucursales propias y franquiciadas distribuidas en la Ciudad de México, área metropolitana y el interior de la República, dedicadas principalmente, a la venta de helado de yogurt y productos naturistas, su fin primordial es el de brindar a la sociedad productos sanos y diferentes que fomenten el interés de los consumidores en la salud y el bienestar.

Nutrisa comenzó a través de una pequeña tienda ubicada en un importante centro comercial al sur de la Ciudad de México, para posteriormente expandirse y crear nuevas sucursales, en unos cuantos años se establece en los centros comerciales de mayor importancia en el Distrito Federal, como son: plaza satélite, plaza universidad y plaza galerías anzuers.

Empezó también el crecimiento hacia el interior de la República con sucursales ubicadas en Monterrey, Nuevo León y Villa Hermosa Tabasco.

Años más tarde decide acelerar su desarrollo, y es así como en 1992 comienza su expansión de territorio y puntos de venta bajo el concepto de franquicias y en julio del año de 1994 la empresa ingresa al mercado intermedio (MMEX) cotizando en la BMV.

En 1996 Nutrisa decide diversificarse e incursiona en el mercado con un nuevo concepto de helado de yogurt denominado Yomix, en 1997 inaugura el restaurante Benefits con un concepto de comida sana y natural, y continuando con su política de expansión, en 2008 incursiona exitosamente en el mercado de autoservicios.

La estrategia de negocios de la compañía ha sido a través de la presencia de sus puntos de venta y sucursales en los principales centros comerciales de las ciudades más importantes de la República Mexicana, lo que ha significado un importante desarrollo de la marca hasta llegar a tener 240 puntos de venta distribuidas en 38 de las más importantes ciudades de 25 Estados del territorio nacional.

Nutrisa elabora y comercializa productos de origen natural, los cuales se diversifican en 2 grupos: los congelados y los productos naturales, que adicionalmente se han agrupado en 4 áreas: alimentos y bebidas, cuidado personal, complementos alimenticios y suplementos deportivos.

⁴ Información con base en el reporte anual de la emisora del año 2008

En la actualidad Nutrisa es la cadena de tiendas más importante en el campo de la alimentación natural de nuestro país.

3.2.5.2 La oferta pública de valores

Grupo Nutrisa, S.A.B. de C.V. comenzó su participación en la BMV el 12 de julio de 1994 mediante la oferta pública de acciones cuyo precio de adquisición era de \$1.445; la finalidad de la oferta era obtener recursos a largo plazo que serían utilizados para financiar los planes de expansión y desarrollo que la empresa había establecido para los próximos años, mediante la apertura de nuevas sucursales en el interior del país.

Todas las acciones emitidas conferirán a sus tenedores los mismos derechos y obligaciones, dentro de su respectiva serie.

En el momento de la oferta inicial, el capital social estaba representado por 17'244,982 acciones ordinarias, nominativas, sin expresión de valor nominal, íntegramente suscritas y pagadas, divididas en dos clases, de las cuales 2'488,486 eran de la clase I correspondientes al capital mínimo fijo sin derecho a retiro y 14'756,496 eran acciones de la clase II representativas de la porción variable del capital, que no podrá exceder de diez veces el importe del capital mínimo fijo.

Los valores representativos del capital social en circulación, estaban representados por acciones serie única de libre suscripción y cuyo precio nominal era de \$1.00 por lo que el capital social a la fecha de la emisión en Bolsa importaba \$17'244,982.00.

Posteriormente, el 25 de junio de 2002 mediante Asamblea General Extraordinaria de Accionistas se decidió aplicar un split en el que cada acción sería sustituida por dos nuevas acciones de la misma clase, por lo que después de este evento y hasta la fecha, la composición accionaria quedaría integrada de la siguiente forma:

El capital social quedó representado por 34'489,964 acciones ordinarias, nominativas, sin expresión de valor nominal, totalmente suscritas y pagadas, de las cuales la clase I se formaba por 4'976,972 acciones que corresponden al capital mínimo fijo y la clase II quedó formada por 29'512,992 acciones que corresponden a la porción variable, la cual es ilimitada siempre y cuando no exceda de diez veces el importe del capital fijo.

Al segundo trimestre de 2009, el capital social mínimo fijo, sin derecho a retiro, era de \$6'105,275.00 representado por acciones clase I y el capital variable emitido ascendía a la cantidad de \$36'203,725.00 representado por las 29'512,992 acciones clase II.

Por lo que se refiere a la tenencia accionaria, a la fecha anterior el principal accionista de Nutrisa es el presidente del Consejo de Administración, el arquitecto Jorge Ibarra Baz, cuya participación asciende al 59.60%. La tenencia accionaria individual del ingeniero Jorge Ibarra Ripoll consejero y director general de la compañía es del 2.21% del capital social.

Por lo que se refiere a la tenencia individual de los demás consejeros y principales funcionarios, esta no excede del 1% del capital social pero en conjunto importa 6.74%

El Fideicomiso No. 74543 constituido con HSBC México, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, es titular de 1'767,200 acciones clase II que representan el 5.12% del capital social.

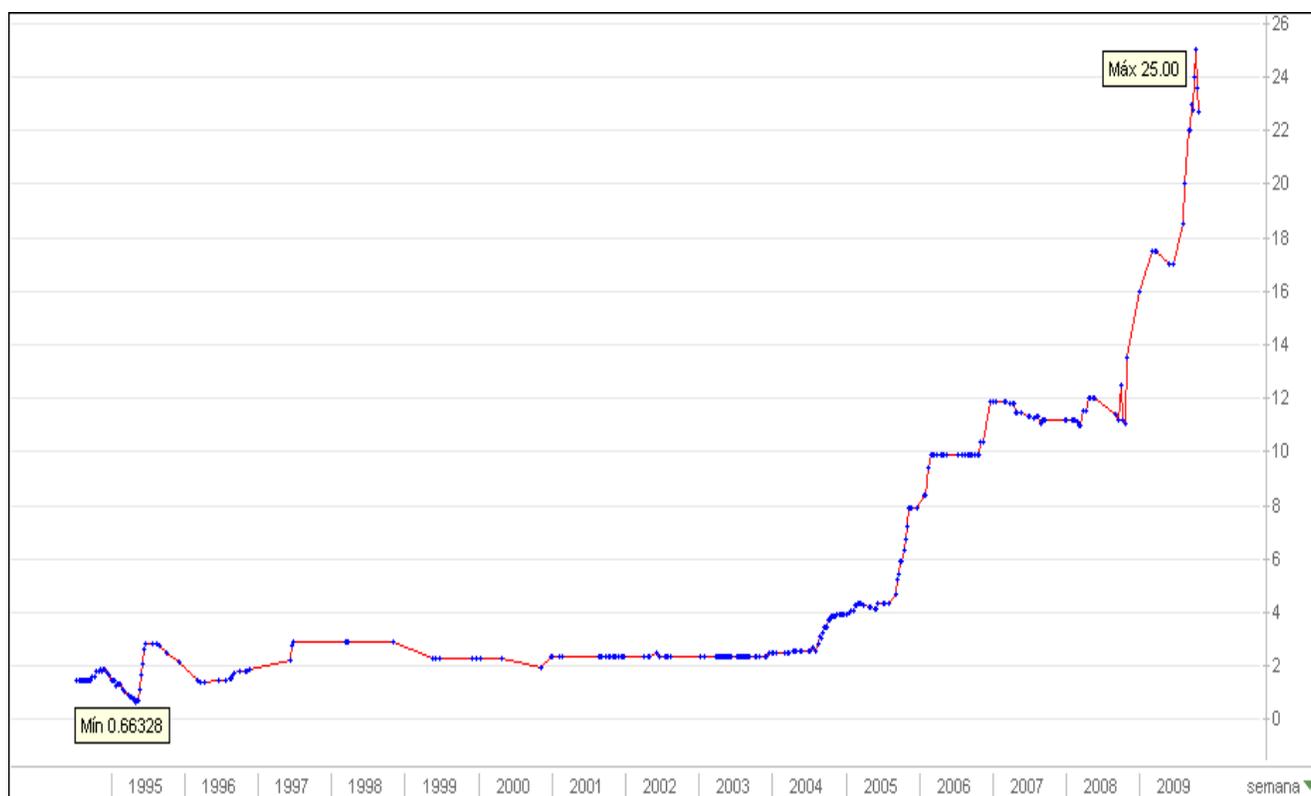
GBM Grupo Bursátil Mexicano, S.A. de C.V. Casa de Bolsa, por cuenta de terceros, es titular de 9'079,340 acciones clase II que representan en total el 26.33% del capital social.

En el caso de aumento de capital mediante la emisión de nuevas acciones pagaderas en efectivo o en especie, los accionistas de la sociedad tienen el derecho preferente para suscribir las nuevas acciones que se emitirán para representar el aumento en proporción al número de acciones de que sean titulares, sin importar la serie o clase.

3.2.5.3 Desempeño de la acción en Bolsa

A partir de su emisión en el mercado de valores, la acción de Nutrisa se había mantenido sin mucha variación en su precio oscilando por varios años entre \$1.00 y \$4.00 hasta el 2005, como bien podemos apreciar en la gráfica 28 que muestra el comportamiento semanal de las cotizaciones de cierre de esta acción.

Gráfica 28. Comportamiento del precio de la acción NUTRISA en la BMV (precios de cierre).



Fuente: Economática.

Podemos explicar el comportamiento que ha tenido la acción NUTRISA, durante más de 15 años que lleva cotizando en Bolsa, enunciando las cotizaciones más importantes.

- La acción se cotizó a un precio inicial de \$1.445 el 12 de julio de 1994,
- Luego de la pérdida de más de \$23 millones suscitada en el primer trimestre de 1995, consecuencia de las pocas ventas alcanzadas debido a la crisis que atravesaba el país, la cotización registró un precio mínimo de \$0.6633 aproximadamente,
- A partir del tercer trimestre de 2004, finalmente la cotización superó la barrera de los \$4.00 iniciando un periodo alcista en más de 5 años, con una variación positiva en precio de 518% alcanzando un máximo de \$25.00 el 05 de octubre de 2009,
- La última cotización hecha a la fecha del 19 de octubre de 2009 fue de \$22.70

La acción NUTRISA se clasifica entre las emisiones de mínima bursatilidad, por lo que podría registrar importantes variaciones en su cotización con poco volumen negociado. Al 31 de mayo de 2009, se ubicó en la posición 126 del índice de bursatilidad dentro del grupo de empresas con calificación "bursatilidad mínima", lo que dificulta la posibilidad de que los inversionistas puedan comprar o vender la acción, en determinados volúmenes, en el tiempo deseado.

Sin embargo, debido a los buenos resultados obtenidos en los últimos años y la ser una empresa que ha satisfecho, de manera oportuna y correcta por más de 15 años, todos y cada uno de los requerimientos de la BMV, si esta emitiera nuevas acciones, seguramente serían bien recibidas por el gran público inversionista de la Bolsa, por tratarse de una compañía segura.

3.2.5.4 Análisis financiero

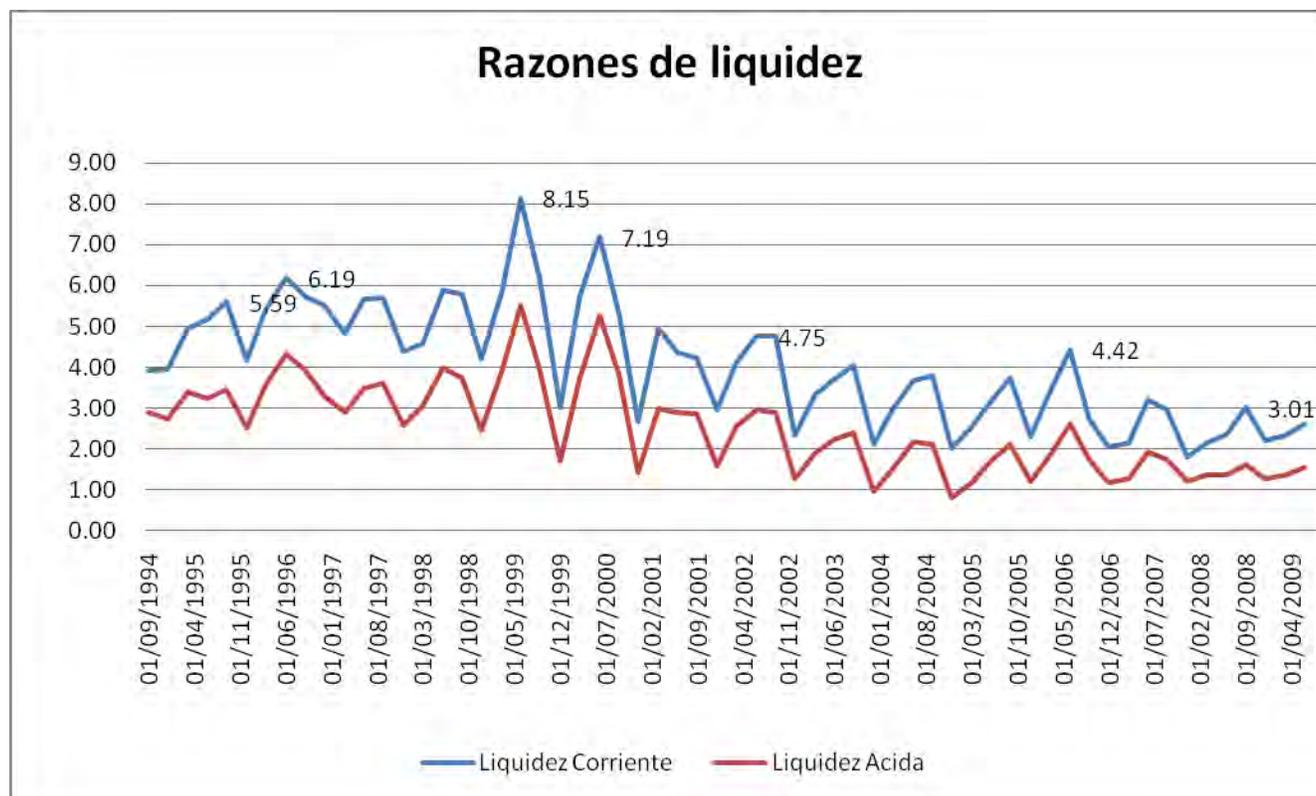
La participación de Nutrisa en la BMV comenzó en el mes de julio de 1994 por lo que su primer reporte financiero fue el del tercer trimestre de ese mismo año y a partir de entonces ha cumplido con todos los requisitos para el mantenimiento de sus acciones en la Bolsa, de allí que el análisis financiero de esta emisora será hasta el tercer trimestre de 2009, última información obtenida a la fecha de este trabajo.

Para el caso de la evaluación financiera de esta emisora, las razones financieras han sido ubicadas para su estudio en el mismo orden seguido para las emisoras anteriormente evaluadas.

Con base en esto, partiremos por analizar el comportamiento de las razones de liquidez y luego de estas, pasaremos a examinar las razones de apalancamiento y después la eficiencia de la administración mediante el estudio de las razones de actividad, para terminar con el análisis del ciclo financiero y las razones de rendimiento.

A continuación se presenta dicho análisis.

Gráfica 29. Razones de liquidez de Grupo Nutrisa



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Si pudiéramos comparar a Nutrisa con alguna otra compañía inscrita en Bolsa, guardando las respectivas magnitudes, seguramente lo haríamos con Grupo Bimbo puesto que en ambas empresas la liquidez no representa ni representará un problema para el desenvolvimiento de sus operaciones debido a que la mayoría de estas se realizan al contado, por lo que el flujo de efectivo que manejan provoca que estos índices de liquidez se encuentren por arriba de las 2 unidades.

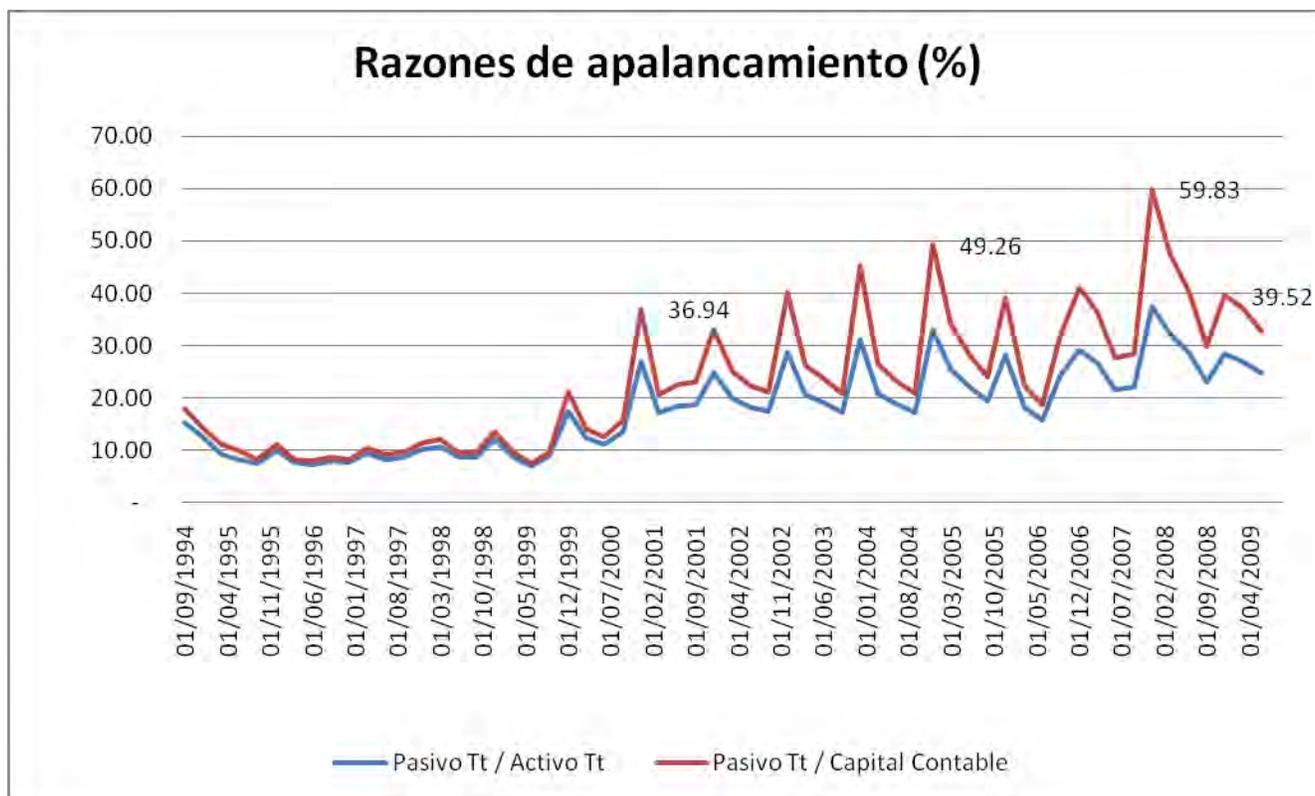
En el caso de Nutrisa, podemos observar en la gráfica 29 que la razón corriente nunca ha estado por debajo de 2 a 1 y por otra parte, la prueba del ácido tampoco lo ha hecho por debajo de la unidad, esto es como consecuencia de las políticas seguidas por la tesorería.

Las principales políticas de tesorería que mantiene Nutrisa son las siguientes:

Cuentas por cobrar a franquiciatarios: actualmente maneja una política de 21 a 30 días de plazo para pago considerando que los ingresos de franquiciatarios representan el 12.4% del total de ventas y el resto es de contado, por lo tanto la rotación de cuentas por cobrar a clientes es de tan solo 4 días.

Rotación de inventarios: los inventarios mantienen una rotación de 85 días de ventas, considerando principalmente que una parte importante de los mismos se encuentra en exhibición en los 240 puntos de venta, con un resurtido semanal de la mercancía vendida.

Gráfica 30. Razones de apalancamiento de Grupo Nutrisa



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

La estrategia de expansión seguida por la compañía ha sido consistentemente financiada con la generación propia de flujos de efectivo, sin recurrir a créditos con costo.

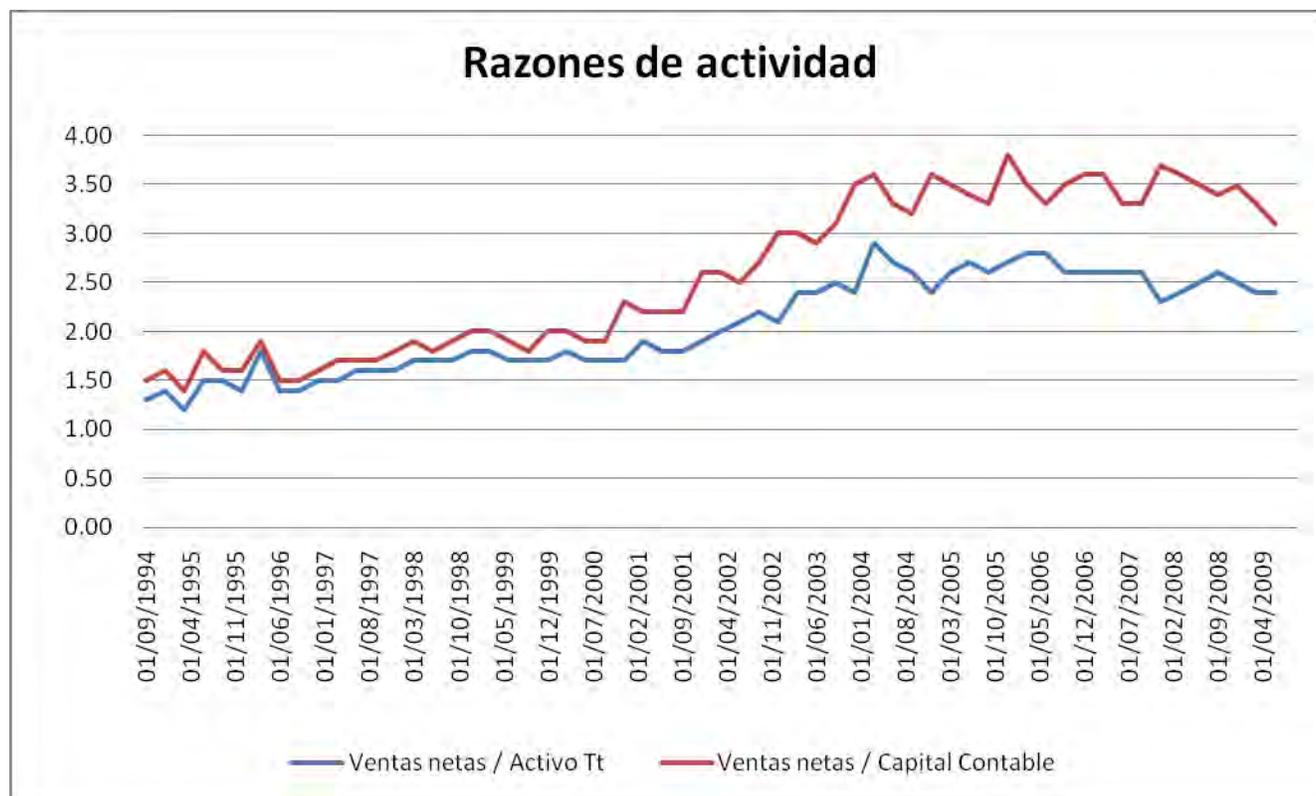
Por esta razón, la empresa muestra un grado de apalancamiento inferior al 60% lo cual indica que la mayoría de las operaciones, especialmente la adquisición de activo fijo, ha sido financiado por la aportación de los socios e inversionistas minoritarios junto con la generación propia de efectivo por ventas al contado, que como vimos anteriormente, representa más del 85% de los ingresos totales.

El hecho de que al cierre de 2007 el índice de apalancamiento haya llegado alrededor del 60% no se debió a que se hayan incrementado las deudas sino por el registro de los impuestos diferidos y el ISR. Por motivo del reconocimiento de estas dos cuentas en el balance, el índice de apalancamiento se incrementaba en los cierres de cada ejercicio, lo anterior explica los picos u olas formadas en la gráfica 30.

Si tomamos en cuenta esto, podemos decir que la posición financiera de Nutrisa es sana en función de que no tiene contratados pasivos con costo y que todas las aperturas de tiendas han sido financiadas con recursos propios, manteniendo excedentes de efectivo disponible.

Además, la compañía tiene autorizada una línea de crédito con el Banco BBVA Bancomer por \$15 millones para capital de trabajo, sin embargo, al 30 de septiembre de 2009 la compañía no había hecho uso de la misma.

Gráfica 31. Razones de actividad de Grupo Nutrisa



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

En la actualidad, Nutrisa es la cadena de tiendas más importante en el campo de la alimentación natural de nuestro país siendo precursora de este mercado ansioso de productos naturales, debido a los altos índices de obesidad reportados en México.

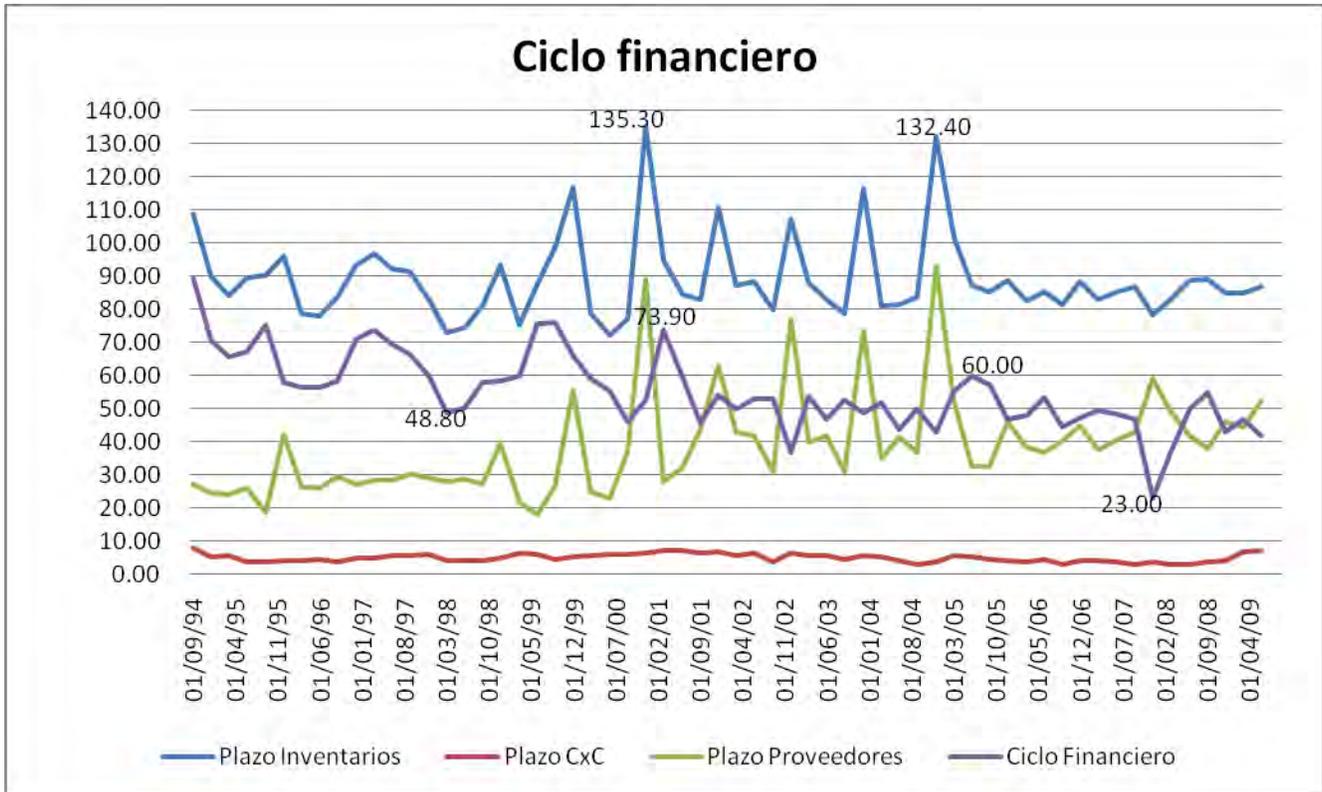
La gran expansión lograda a partir del año 2000 hacia el interior de la Republica, mediante aperturas de tiendas propias y franquiciadas, y el cambio en las costumbres alimenticias y la cultura de prevención de los consumidores de sus productos, ha favorecido de gran manera la generación de ventas de la empresa y se espera que estas sigan incrementándose.

Además de esto, también influye en la rotación del activo y del capital que no exista un ciclo en las ventas de Nutrisa por temporada o época, por lo que el promedio de ventas en todos los trimestres demuestra un comportamiento similar y el cambio en las razones de actividad obedecen al incremento o apertura de nuevas tiendas.

La gráfica 31 nos demuestra la eficiencia con que la administración de Nutrisa ha utilizado todos sus recursos desde su incorporación en Bolsa, para encaminar a la compañía a obtener grandes beneficios traducidos en un crecimiento de más de \$250 millones en activos y de \$190 millones en su patrimonio que han permitido generar ventas por más de \$600 millones en un año, cuando en un principio solo alcanzaba a obtener \$40 millones de estas.

La tendencia de esta razón, se ha visto afectada en el último año como consecuencia de la crisis económica que atraviesa el país.

Gráfica 32. Ciclo financiero de Grupo Nutrisa



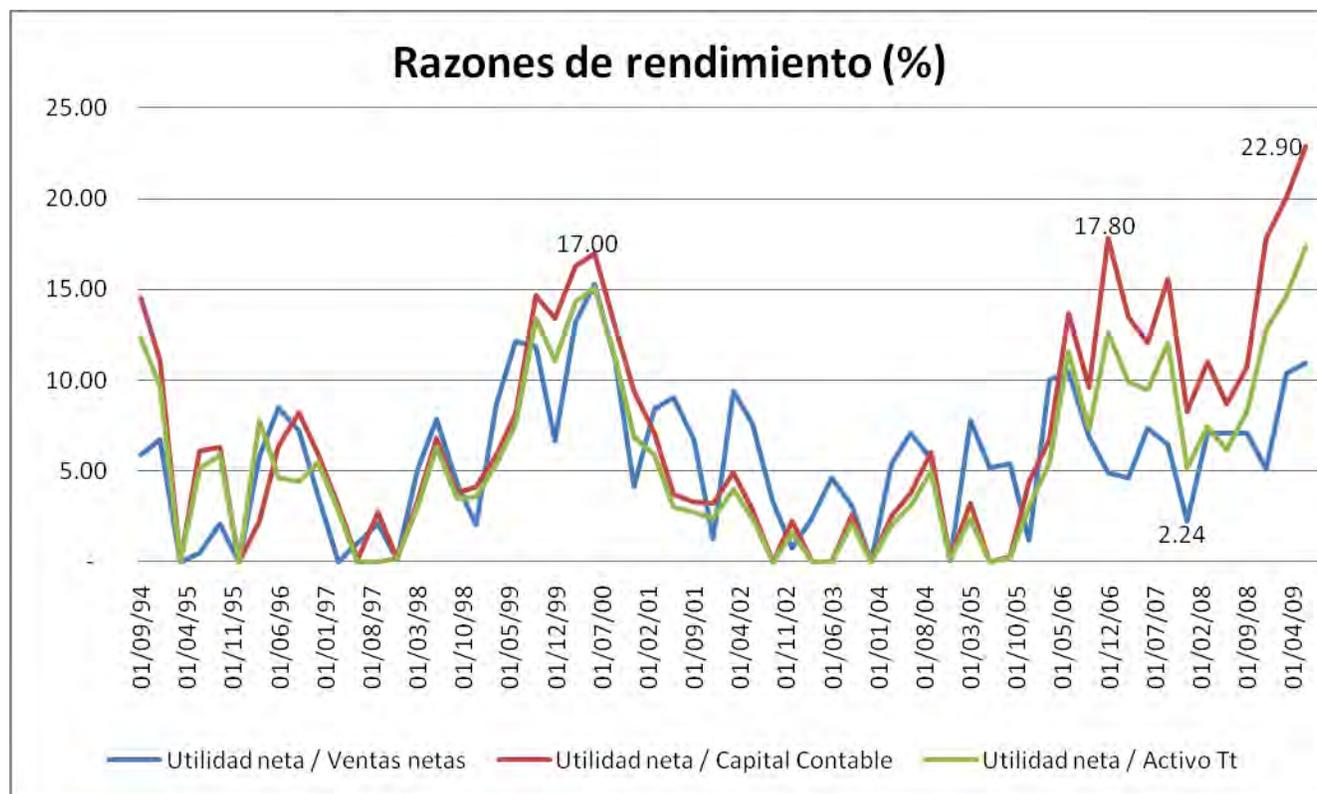
Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Nutrisa ha mantenido un ciclo financiero por debajo de los 60 días en los últimos años, esto como consecuencia de sus ventas de contado y de la buena administración del efectivo seguida por la tesorería descansada en las siguientes políticas:

- Cuentas por cobrar a franquiciatarios: se maneja una política de 21 a 30 días de plazo para pago considerando que los ingresos de franquiciatarios representan el 12.4% del total de ventas de Nutrisa y que el resto de las ventas son de contado, razón por la cual la rotación de cuentas por cobrar a clientes es de tan solo 4 días.
- Rotación de inventarios: los inventarios mantienen una rotación de 85 días de ventas, considerando principalmente que una parte importante de los mismos se encuentra en exhibición en los puntos de venta, con un resurtido semanal de la mercancía vendida.
- Pago a proveedores: la rotación de cuentas por pagar representa casi la mitad del plazo de cobro de clientes conforme a las políticas establecidas con los proveedores, conforme a las condiciones del mercado en lo que se refiere al financiamiento proveedores, es por eso que en la gráfica 32 ambas líneas guardan cierta relación.

En teoría el ciclo de realización de efectivo de Nutrisa tendría que ser de 45 días aproximadamente.

Gráfica 33. Razones de rendimiento de Grupo Nutrisa



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Como habíamos visto anteriormente, no existe un ciclo en las ventas de Nutrisa por temporada o época, por lo que el promedio de ventas por trimestre demuestra un comportamiento similar.

Se podría esperar que al incrementarse las ventas, las utilidades también tendrían que hacerlo, sin embargo no sucede de este modo, ya que la estrategia de expansión de la empresa durante varios años ha sido el abrir nuevas sucursales financiadas con la generación propia de flujos de efectivo, sin recurrir a créditos con costo en detrimento de las utilidades de la compañía.

Esta estrategia aplicada durante los primeros tres años de su enliste en Bolsa le dio excelentes resultados, alcanzando en el año de 2000 una rentabilidad para sus accionistas del 17%, razón por la cual la empresa volvió a aplicar la misma durante los años de 2001 a 2006 logrando posicionarse en el interior del país comercializando sus productos de manera directa a través de 195 puntos de venta que tenía al cierre del año 2006.

Nutrisa se ha caracterizado por tener visión a largo plazo, todas estas inversiones que ocasionaron en su tiempo obtener una rentabilidad del activo y del patrimonio de sus accionistas inferior al 5%, tuvieron nuevamente su recompensa a partir del año de 2007 fecha en la que se decretó el pago de dividendos como muestra de haber logrado una rentabilidad neto sobre el capital del 17.80% y del 22.90% en el 2009.

Debido a la importancia que ha tenido la estrategia de crecimiento de Nutrisa sustentada en la apertura de nuevas tiendas ubicadas en los principales centros comerciales de las más importantes ciudades de la República Mexicana, así como en la introducción de nuevos productos y nuevos canales de distribución en tiendas de autoservicio, vale la pena presentar el siguiente cuadro en el que se muestra el número y el incremento de los puntos de venta que Nutrisa ha creado año tras año desde su colocación en la BMV.

Cuadro 17. Distribución de los puntos de venta por año de Grupo Nutrisa

Año	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Propias	42	52	49	50	55	60	72	82	100	119	127	131	155	172	191
Franquicias	9	10	10	10	9	13	18	27	35	42	38	42	37	44	49
Total	51	62	59	60	64	73	90	109	135	161	165	173	192	216	240
Locales-DF	36	43	39	39	41	48	57	66	77	85	83	82	104	112	125
Foráneas	15	19	20	21	23	25	33	43	58	76	82	91	88	104	115
Total	51	62	59	60	64	73	90	109	135	161	165	173	192	216	240

Fuente: Elaboración propia con datos tomados del reporte anual de 2008 de la emisora.

La mayoría de las inversiones fueron financiadas con recursos propios de la operación en detrimento muchas veces de la utilidad del capital, sin embargo esto ayudó también a mantener en cada ejercicio una sólida situación financiera sin pasivos con costo.

3.2.5.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa

Grupo Nutrisa es una empresa que salió a Bolsa con la misión de obtener recursos que fueran de largo plazo por los que no se tuviera la obligación de pagar intereses por el uso de los mismos, pues su plan de crecimiento requería que así fuera.

Año con año, la administración de Nutrisa daba continuidad a la estrategia de crecimiento sustentada en la apertura de nuevas tiendas, así como en la introducción de nuevos productos y nuevos canales de distribución, estrategia que ha marcado el rumbo para las operaciones y resultados conseguidos en los últimos años.

Durante su listado en Bolsa ha incrementado casi 16 veces sus activos ya que al momento de su enliste eran de \$16.979 millones y al cierre del 2009 eran de \$287.729 millones. Por otra parte, su capital contable también se ha visto incrementado casi 16 veces siendo inicialmente de \$13.084 millones y actualmente de \$216.821 millones. Las ventas han crecido 15.89 veces al pasar de \$36.601 millones anuales a \$618.340 millones al cierre del año de 2009.

NUTRISA logró convertirse en una grande empresa y merece mención a parte ya que fue constituida en sus inicios como una microempresa por el ingeniero Jorge Ibarra.

Podemos concluir entonces que el enliste de Nutrisa en Bolsa ha sido favorable y como actualmente cumple con todos los requisitos para el mantenimiento de sus acciones en la BMV y no se prevé que se presenten las condiciones que pudieran provocar el incumplimiento de los mismos, seguramente habrá Nutrisa para rato y quizás siga creciendo.

3.2.6 Grupo Fila-Dixon, S.A. de C.V.

3.2.6.1 Descripción de la empresa⁵

La emisora tiene sus orígenes en Estados Unidos de América en el año de 1775 cuando su matriz Dixon Ticonderoga Company (DTC) se funda y pasa a ser la primera empresa pública de bienes de consumo en Estados Unidos de América en el American Stock Exchange con la clave de cotización DTX.

DTC introdujo la educación artística a los sistemas escolares, fue precursora del uso de grafitos a nivel industrial y en 1829 desarrolló el primer lápiz del continente. En 1872 introdujo la producción masiva de lápices y en 1915 se diversificó en productos de arte y dibujo.

DTC inicia en 1953 operaciones filiales en México y para 1994 se consolida decidiendo hacer pública a su subsidiaria mexicana Dixon Ticonderoga de México, S.A de C.V. colocando el 49.9% de su capital en la BMV con la clave de cotización DIXON. En 1996 la emisora desarrolla su plan estratégico 1997-2005 e inicia una etapa de expansión en los mercados de bienes de consumo escolar y de oficina adquiriendo en 1997 las acciones de Vinci de México, S.A. de C.V.

El 15 de diciembre de 1997, modifica su denominación social a Grupo Dixon, S.A. de C.V. reformando también la estructura corporativa de la sociedad, a efecto de que la compañía quedara principalmente como tenedora de acciones y se procediera a la constitución de cuatro subsidiarias (productora, comercializadora, de servicios de dirección, plantilla laboral).

El 16 de diciembre de 2004, DTC aprobó la venta de las acciones representativas del 100% de su capital a la empresa italiana Fabbrica Italiana Lapis ed Affini S. p. A. (FILA). Con la nueva fusión entre DTC y FILA, se crea una empresa global cuyos productos se manufacturan en plantas ubicadas en Estados Unidos, Italia, México, Chile, China, Canadá y Francia.

Grupo Fila-Dixon tiene como actividad principal la manufactura, exportación, importación y comercialización de artículos escolares y de escritura, tales como: lápiz de color, de grafito, bicolor, lapicero, borrador, lápiz adhesivo, bocetador, corrector líquido, crayón escolar e industrial, gis moldeado y extruido, marcador de cera, de agua, permanente y resaltador de textos, pintura de cartel, óleo, acuarela, borrador de pizarrón, bolígrafo, plastilina, tijera, estuche de geometría, pincel, plumón, y papel celofán, entre otros.

Los productos que maneja la empresa corresponden principalmente al sector escolar, cubriendo dos temporadas diferentes, la nacional que empieza en marzo y termina en septiembre de cada año, inicio de clases para México y de exportación a Latinoamérica con ventas de septiembre a noviembre para cubrir el ciclo escolar que empieza en enero.

⁵ Información con base en el último reporte anual emitido por la emisora en Bolsa

3.2.6.2 La oferta pública de valores

La compañía inició sus operaciones en Bolsa el 14 de septiembre de 1994 colocando el 49.9% de su capital social, parte fija clase I, para obtener recursos financieros que apoyaran la integración del 100% de la producción mundial de Dixon en México y sus planes de expansión en el mercado de bienes de consumo escolar y de oficina.

El capital social de la empresa era variable. El capital mínimo fijo, sin derecho a retiro, era de \$33'322,165.00 representado por 33'322,165 acciones ordinarias, nominativas, sin expresión de valor nominal, íntegramente suscritas y pagadas, clase I. La parte variable del capital social tenía un límite de hasta diez veces el importe de la parte mínima fija sin derecho a retiro del capital social, sin embargo no se emitieron acciones de este tipo.

Las acciones representativas del capital social de la sociedad serán de libre suscripción y podrán ser adquiridas por inversionistas mexicanos o extranjeros dentro de su respectiva clase, cada acción conferirá iguales derechos y obligaciones a sus tenedores.

La tenencia accionaria antes y después de la oferta pública inicial era como sigue:

Accionista	Acciones-antes	% Part.	Acciones-después	% Part.
Dixon Ticonderoga, Inc. (Canadá)	33'321,720	99.9987%	16'693,960	50.0987%
Gino N. Pala	445	0.0013	445	0.0013
Gran público inversionista	0	0.00	16'627,760	49.9000
Total	33'322,165	100.00%	33'322,165	100.00%

Durante su listado en Bolsa, algunas acciones colocadas entre el gran público inversionista fueron adquiridas de tiempo en tiempo a través de un contrato de intermediación con Banco Santander, S.A. y otras, eran recompradas directamente por la emisora.

Al 31 de diciembre de 2006, la compañía había recomprado 394,200 acciones, que representaban el 1.1830% de su capital y adquirido otras 15'622,760 acciones a través de Santander que representaban el 46.8840% del capital social de Dixon, estas acciones quedarían en poder de Dixon Ticonderoga Company (USA).

A la fecha anterior, tan solo el 1.833% de la tenencia accionaria se encontraba entre el gran público inversionista, es por eso y por otras cuestiones que en la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 13 de diciembre de 2006 se resolvió, además de otros asuntos, llevar a cabo una oferta pública de compra de acciones a través de Casa de Bolsa Banorte.

El 08 de febrero de 2007, Dixon recibió la autorización respectiva de la CNBV para realizar oferta pública de adquisición de valores para comprar hasta 610,800 acciones, emitidas por la emisora y representativas de aproximadamente el 1.8330% de su capital social suscrito y pagado a un precio de \$9.64. El periodo de la oferta se mantuvo en vigor del 16 de febrero hasta 23 de marzo de 2007.

En razón de lo anterior, Dixon adquirió 600,800 acciones las cuales representaban el 98.36% de las 610,800 acciones objeto de la oferta, por lo que la tenencia accionaria después del evento quedo de la siguiente manera:

Accionista	Acciones	% Participación
Dixon Ticonderoga, Inc. (Canadá)	16'693,960	50.0987%
Massimo Candela	445	0.0013
Dixon Ticonderoga Company (USA) ⁶	15'622,760	46.8840
Acciones recompradas por la emisora	995,000	2.9860
Gran público inversionista	10,000	0.0300
Total	33'322,165	100.00%

Una vez realizada la oferta conforme a los planes de la emisora, Dixon realizó todas las acciones necesarias para solicitar a la CNBV la cancelación de la inscripción de sus acciones representativas de su capital social en el RNV y en el listado de valores autorizado para cotizar en la BMV, siendo la fecha de su desliste el 19 de abril de 2007.

3.2.6.3 Desempeño de la acción en Bolsa

Grupo Dixon comenzó su participación en Bolsa el 14 de septiembre de 1994, colocando el 49.9% de las acciones representativas de su capital social a un precio de \$1.35 cada una.

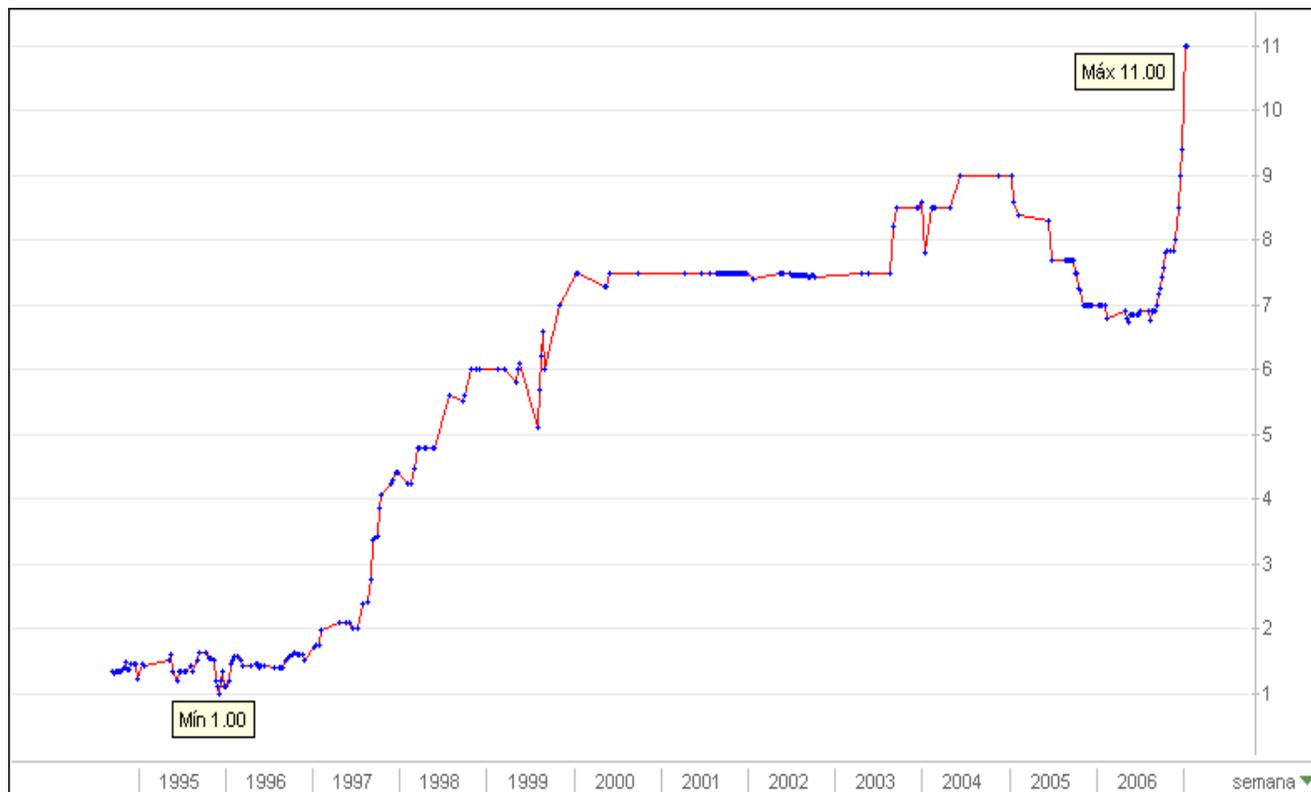
Las acciones de Dixon fueron recibidas satisfactoriamente por el público inversionista debido a las expectativas que se habían creado con el mercado intermedio para medianas empresas (MMEX). Sin embargo, tuvieron que pasar más de dos años para que la cotización de la acción rompiera la línea de resistencia de los \$2.00 el 25 de abril de 1997.

A partir de entonces, la cotización comenzó a subir en una tendencia alcista de largo plazo que se vio corregido únicamente en dos momentos, uno en agosto de 1999 y el segundo durante la primera mitad del año 2006. Este periodo finalizó precisamente con el desliste de la empresa el 19 de abril de 2007, siendo la última transacción registrada en el mercado secundario la del 15 de enero de 2007.

Para poder ilustrar el comportamiento que tuvo la acción de Dixon, durante los casi 13 años que se mantuvo listada en la BMV, se presenta la gráfica 34 construida sobre las cotizaciones de la acción a precios de cierre.

⁶ Acciones colocadas entre el gran público inversionista y adquiridas de tiempo en tiempo a través de un contrato de intermediación con Banco Santander.

Gráfica 34. Comportamiento del precio de la acción DIXON en la BMV (precios de cierre).



Fuente: Economatica.

En esta gráfica, se muestra la cotización mínima de \$1.00 registrada el 07 de diciembre de 1997 y el precio máximo alcanzado por la misma después de que la emisora diera a conocer sus intenciones de deslistar sus valores de Bolsa.

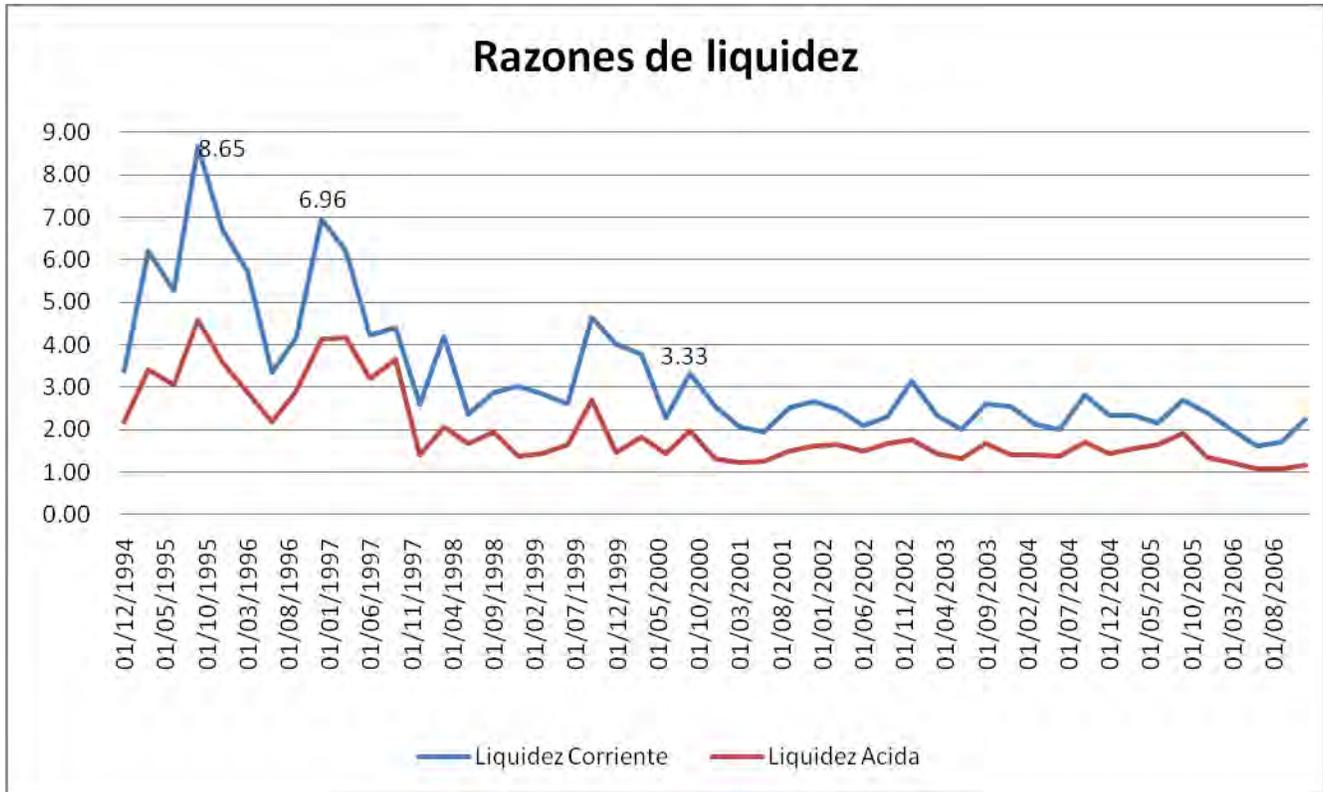
El precio de cierre de las acciones, al último día que Dixon hizo pública la intención de llevar a cabo la oferta fue de \$8.10, mientras que el precio de cierre al día anterior al inicio del periodo de la oferta fue de \$11.00 que como podemos ver en esta gráfica, resultaría ser la cotización máxima ya que el precio al cual Dixon readquirió sus acciones fue de \$9.64

3.2.6.4 Análisis financiero

La temporalidad en las ventas de la compañía la obligaban a mantener una fuerte inversión en sus inventarios en los meses en los que no había ventas, por lo que el ciclo financiero pasaba de 90 días en la temporada de compra de útiles escolares hasta más de 320 en temporada vacacional.

Por esta razón, a diferencia de las emisoras anteriores, no se presentará el análisis del ciclo financiero ya que el presentar una gráfica con variaciones tan altas sería poco objetivo, por otra parte, el estudio de las demás razones financieras se presentará en el mismo orden habituado en las otras.

Gráfica 35. Razones de liquidez de Grupo Dixon



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Siendo una empresa con ventas estacionales, el volumen del inventario y las cuentas por cobrar alcanzado durante el primer y tercer trimestre de cada año es sumamente importante como lo demuestran los picos observados en la gráfica 35.

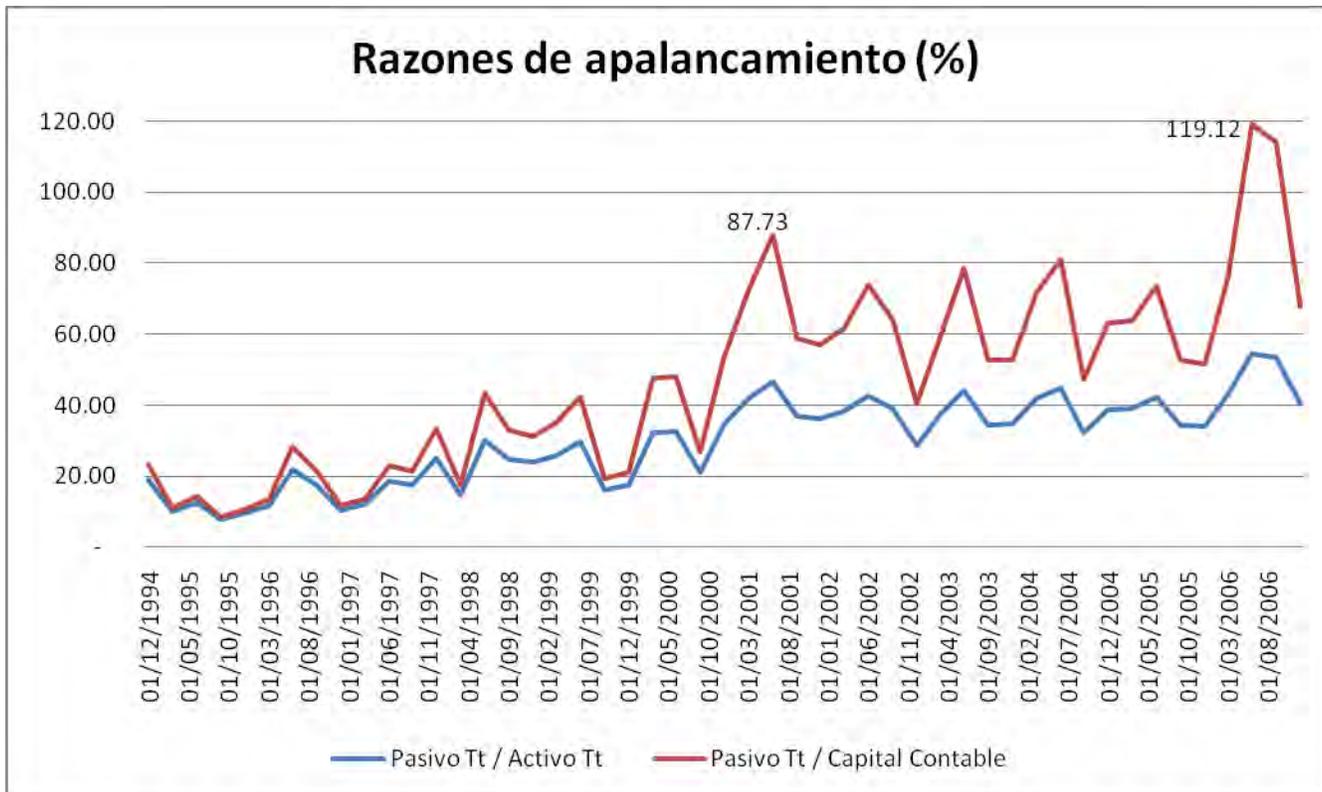
Durante los primeros años, al suministrar casi todo el activo circulante con los recursos provenientes de la colocación de acciones en Bolsa, el índice de liquidez corriente superó las ocho unidades mientras que la liquidez ácida marcó los 4.5 esto una vez que se han descontado los inventarios, lo que demuestra una vez más la fuerte inversión en ellos.

Tiempo después, los índices disminuyeron pues se comenzó a utilizar financiamiento externo sin que este representara aún, una situación importante dentro del balance de la empresa.

Sin embargo, la temporalidad de los productos y las condiciones del mercado seguían siendo factor que agravaba más el incremento del financiamiento externo, derivado de ventas de temporada desde marzo hasta agosto para ser cobradas en septiembre y octubre.

Tratando de compensar esta temporalidad con la obtención de financiamiento de parte de los proveedores, que no se igualaba a la otorgada a los clientes pero que si mitigaba y ayudaba en lo posible hasta en un 30%, provocó que los niveles de las razones de liquidez, después del año 2000, fueran de menos de tres unidades cifra todavía muy buena si consideramos que se trata de una compañía con ventas estacionales.

Gráfica 36. Razones de apalancamiento de Grupo Dixon



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Una vez que Dixon colorará el 49.9% de su capital en Bolsa, su patrimonio neto creció más de \$60 millones mientras que el pasivo solo \$10 millones, esto explica que el grado de apalancamiento se mantuviera por debajo del 40% hasta el año 2000, cuando se comenzó a utilizar más el financiamiento externo vía deuda bancaria principalmente.

La incorporación de las líneas de marcadores, gises y crayones industriales, de Estados Unidos en plantas de México representó un incremento en inventarios, activo fijo y ventas de exportación, siendo necesario el financiamiento externo a través de créditos bancarios en moneda nacional y en dólares americanos, por lo que a partir del año 2000, el apalancamiento tanto de activos como de capital se incrementó a niveles hasta del 46.73% y 87.73% respectivamente.

Más del 50% de la cartera de clientes se recuperaba en los meses de septiembre y octubre, con estos recursos se pagaban gran parte de los créditos contraídos durante el año, por esta razón el apalancamiento disminuía casi 20% en estas fechas.

No obstante, la deuda total nunca había sobrepasado la inversión de los accionistas. Fue hasta el primer semestre de 2006 cuando lo hizo representando casi el 120% del patrimonio de Dixon, esto como consecuencia de las altas ventas a crédito, el incremento de los inventarios y los crédito otorgados para realizar la oferta pública de recompra de acciones.

Gráfica 37. Razones de actividad de Grupo Dixon



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economática.

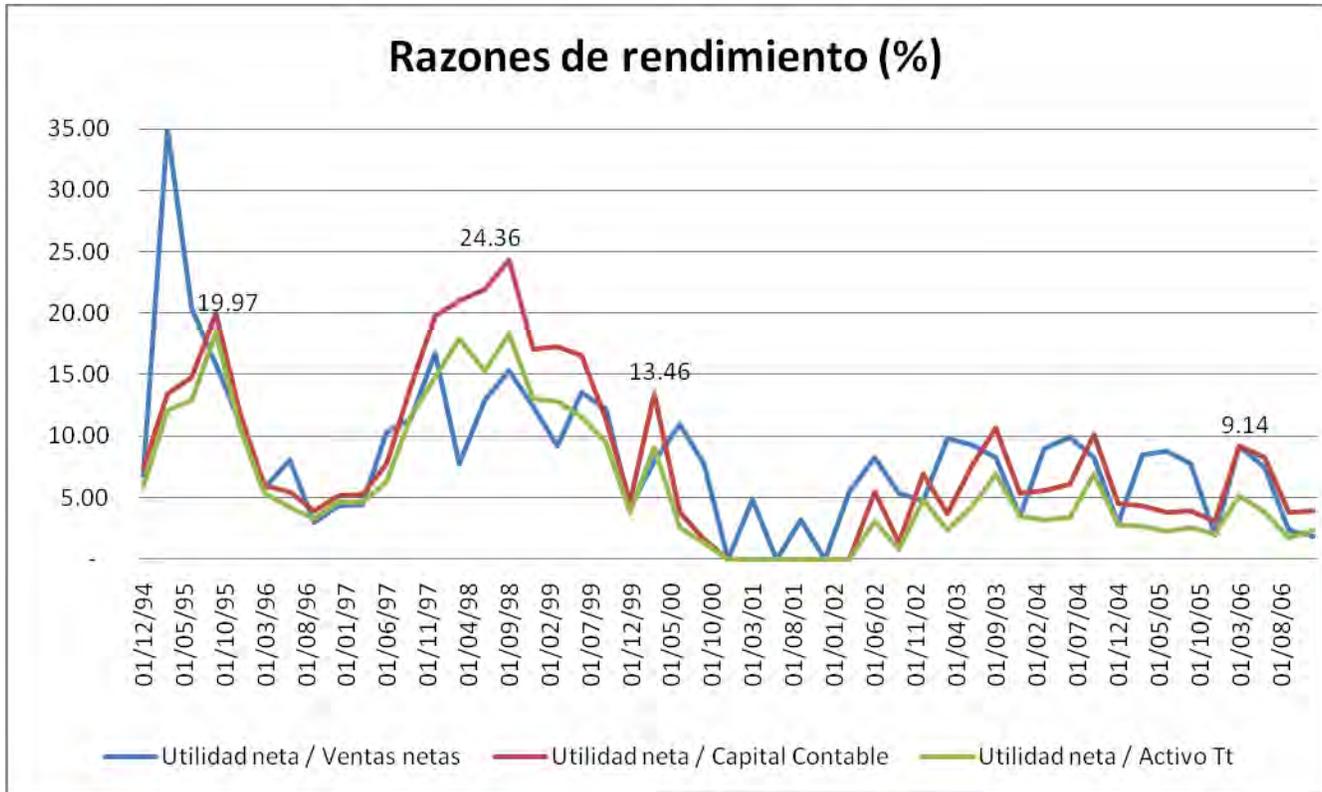
A pesar de la estacionalidad de sus ventas, la administración de Dixon siempre buscó nuevas alternativas y estrategias para que los ingresos no cayeran demasiado en temporadas bajas, durante los meses de septiembre a marzo para ser exactos, como son venta de productos no escolares y la introducción a nuevos mercados en Latinoamérica y Europa en los últimos años.

Gracias a la habilidad de la administración para utilizar los recursos, las ventas mostraban un comportamiento más o menos similar durante todo el año, consiguiendo obtener una mezcla trimestral de 20, 35, 30 y 15% respectivamente para los cuatro trimestres del año, esto explica que la rotación del activo total se haya mantenido en niveles cerca de la unidad durante todo el tiempo que estuvo listada en Bolsa. Nivel importante si consideramos que la inversión en activos era de gran tamaño y en constante aumento.

En cuanto a la rotación del capital, observamos que en los primeros años se conservó en rangos de 1.2 veces. Cuando la administración decidió financiar el incremento de sus ventas mediante la deuda bancaria y al permanecer el patrimonio sin cambios, solo alterado por las utilidades obtenidas, el índice de rotación creció por encima de 1.5 veces y así se mantuvo por espacio de los últimos cinco años restantes.

Además, Dixon siempre logró tener buenas ventas a pesar de la temporalidad en ellas y de la introducción de nuevos competidores al mercado, superando todas las crisis político-económicas del país, por lo que podemos considerar a Dixon una empresa eficiente y eficaz.

Gráfica 38. Razones de rendimiento de Grupo Dixon



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Durante los primeros años, la compañía había reportado jugosas utilidades ofreciendo a los inversionistas un rendimiento promedio por encima del 10%, sin embargo luego del año de 2000, el financiamiento externo, a través de créditos bancarios en moneda nacional y en dólares americanos, aunado a la depreciación del peso afectó el margen de utilidad en las ventas de exportación, mayores ventas pero menos pesos.

A partir de enero de 2001, la administración de la compañía inició un proceso de reestructuración de su operación productiva a nivel grupo, traspasando sus líneas de producción a Dixon Ticonderoga de México, S.A. de C.V. Como consecuencia, durante el ejercicio de 2001 la planta operó al 80% de su capacidad instalada, por lo que se tuvieron costos fijos que no correspondían a la operación normal de la compañía pero que disminuyeron las utilidades.

Además se tenían partidas especiales por gastos extraordinarios derivados de la mudanza que efectuó Dixon Ticonderoga de México, S.A. de C.V. a la nueva planta ubicada en México, y por una pérdida extraordinaria ocasionada por la venta del edificio antiguo. Por esta razón la compañía reportó pérdidas durante todo el año de 2001 logrando salir de ellas hasta el segundo semestre del año siguiente.

En el año de 2003 se tuvo participación gubernamental, ganando el concurso CONAFE para surtir lápiz de color y se ingresó a tiendas de autoservicio y tiendas departamentales por lo que el rendimiento sobre el capital en ese año alcanzó los 10.61%.

A partir de entonces y pese a la buena administración de Dixon, nunca volvió a rebasar el 10% de rendimiento sobre el capital debido en gran medida a los siguientes aspectos:

1. La crisis político-económica por la que atravesaba el país.
2. La exagerada proliferación de obsequios a escuelas en forma de útiles escolares por parte de los gobiernos de las diferentes entidades federativas.
3. Crecimientos desmedidos del ambulante y del mercado informal, favoreciendo a importaciones chatarra, mercancía robada y a productos de baja calidad.

3.2.6.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.

Recordemos que la finalidad de la empresa de colocar sus acciones en la Bolsa fue para obtener recursos financieros que apoyaran la integración del 100% de la producción mundial de Dixon en México y sus planes de expansión en el mercado de bienes de consumo escolar y de oficina.

Tomando en cuenta lo anterior, podemos concluir que el objetivo principal del listado se cumplió más que satisfactoriamente ya que además de lograr el traslado de toda la producción mundial a México e introducirse en el mercado de bienes de consumo escolar y de oficina, Dixon logró posicionarse en el mercado de Latinoamérica y en parte de Europa.

Además, durante este tiempo el valor de sus activos se incrementó 13.48 veces al pasar de un importe inicial de \$36.763 millones a un final de \$532.503 millones. Por otra parte, el patrimonio de DIXON pasó de los \$28.272 millones a \$317.590 millones. Las ventas crecieron 17.25 veces al pasar de \$36.824 millones anuales a \$672.125 millones.

Con respecto a sus ventas, DIXON también fue una pequeña empresa que logró transformarse en grande empresa en poco menos de 13 años.

El desliste de la empresa no se debió al incumplimiento de algún requisito o de alguna otra causa que ameritara su separación de Bolsa, la razón fundamental por la cuál la emisora tomó la decisión de llevar a cabo la oferta de adquisición es debido a que su casa matriz Fabbrica Italiana Lapis ed Affini (FILA), cuyo domicilio social se encontraba en la ciudad de Milán, Italia, iban a iniciar los trámites necesarios en el transcurso de 2007 para convertirse en una empresa pública en la Bolsa de Milán, y se requería tener deslistada de la BMV a su subsidiaria mexicana Grupo Fila-Dixon, S. A. de C.V.

Una vez concluida la oferta de compra, la emisora hizo todos los trámites necesarios para obtener la cancelación de sus valores en el RNV y el posterior desliste de sus acciones en la BMV, siendo la fecha oficial de su desliste el 19 de abril de 2007.

3.2.7 Maquinaria Diesel, S.A. de C.V.

3.2.7.1 Descripción de la empresa⁷

Maquinaria Diesel, S.A. de C.V. (Madisa) fue establecida desde 1946 cuya actividad principal es la compra, venta y renta de maquinaria pesada y refacciones, sus oficinas principales se encuentran localizadas en Santa Catarina, N.L. México.

Desde su constitución Madisa se estableció como distribuidor de equipos Caterpillar. La empresa opera y comercializa sus productos bajo el nombre de Madisa y adicionando el logotipo de Caterpillar para formar el nombre Madisa CAT. La empresa cuenta con sucursales en la zona noreste, centro y sur del país.

En los últimos años la empresa ha adquirido a empresas dedicadas al mismo negocio de distribución de maquinaria y equipo. En 1996 adquirió a Tracto Partes y Equipos, S.A. de C.V. distribuidor de montacargas Mitsubishi líder en el mercado desde 1958. En 1998 adquirió el 50.1% de Comercial Essex, S.A. de C.V. distribuidor de lubricantes ESSO. Y finalmente en el año 2000 adquirió a Mextrac, S.A. de C.V. el distribuidor Caterpillar en el centro y sur del país desde 1926.

El 02 de Enero de 2001 se llevó a cabo la fusión de Madisa, Tracto Partes y Equipos, S.A. de C.V. y de Mextrac, S.A. de C.V. al mismo tiempo realizando el cambio de imagen para unificar toda la operación bajo el nombre de Madisa CAT.

En el año 2003, Caterpillar nombró a Madisa su distribuidor de motores y generadores para la zona centro y sur de México. Con este nombramiento, la empresa inició una mayor actividad en este negocio que incluye motores de propulsión para embarcaciones, motores para usos industriales, proyectos de generación de energía eléctrica y motores para tractocamiones.

La compañía cuenta actualmente con una amplia línea de productos y servicios basados en la distribución de maquinaria y equipo de marcas de reconocido prestigio a nivel mundial. Por la gran variedad de productos que maneja, sus ingresos están diversificados en mercados como la minería, la manufactura, la construcción, la generación de energía eléctrica, la petroquímica, el manejo de desperdicios, el transporte de carga, la pesca marina, la agricultura y la distribución de productos.

La empresa es líder en México y tiene una participación importante en el mercado de la maquinaria y equipo. Esta participación varía de acuerdo a la región, tipo de producto y sector de mercado que se trate.

Además de la venta de maquinaria nueva, ofrece servicios como suministro de refacciones, reparación y mantenimiento de maquinaria, servicio en campo, renta de maquinaria, maquinaria usada, outsourcing de equipo y asistencia técnica.

⁷ Información con base en el último reporte anual emitido por la emisora en Bolsa

3.2.7.2 La oferta pública de valores

Las acciones de la Madisa cotizan en la Bolsa desde el día 16 de noviembre de 1994, no obstante que las primeras transacciones en este mercado se realizarán hasta el 22 de mayo de 1996, los recursos obtenidos fueron destinados para financiar capital de trabajo.

El capital social de Madisa en el momento de la oferta inicial era de \$68'694,237.00 integrado por acciones series A, B y L en las siguientes cantidades y características:

Serie	Parte Fija	Variable	Mexicana	Libre
A-I	9'813,462	0	9'813,462	0
A-II	0	27'968,368	27'968,368	0
B-II	0	13'738,848	0	13'738,848
L-II	0	17'173,559	0	17'173,559
Total	9'813,462	58'880,775	37'781,830	30'912,407

El capital social mínimo sin derecho a retiro era de \$9'813,462 representado por acciones de la serie A clase I, ordinarias, nominativas, liberadas con valor nominal de \$1.00 cada una, las cuales estaban completamente suscritas y pagadas.

El capital variable era ilimitado y estaba representado por acciones ordinarias, nominativas y con valor nominal de \$1.00 cada una, y correspondían a las series A clase II y B clase II. De igual manera, el capital social variable también estaba representado por acciones serie L, de libre suscripción, que podrían emitirse hasta por un monto equivalente al 25% del capital social de la sociedad y podían ser adquiridas por inversionistas mexicanos y por personas físicas y morales y unidades económicas extranjeras. Las acciones de la serie L eran nominativas, de voto limitado, con valor nominal de \$1.00

Las acciones de la serie A en sus clases I y II debían representar como mínimo el 51% del capital social y solo podían ser suscritas por personas físicas y morales de nacionalidad mexicana.

Cabe señalar que del total de acciones, solo estaban suscritas y totalmente pagadas las acciones de la serie A; de las acciones de la serie B clase II estaban exhibidas 11'151,238 y se encontraban en tesorería 2'587,610 mientras que de las acciones serie L clase II estaban exhibidas 5'745,411 y en tesorería se encontraban otras 11'428,148 de esta serie. Por lo tanto, las acciones efectivamente en circulación eran 54'678,479.

La última modificación a los estatutos de la compañía se aprobó en la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas que se llevó a cabo el 28 de abril de 2003. En esta asamblea se adecuaron los estatutos a la nueva Ley del Mercado de Valores y a lo especificado en la circular única que emitió la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

El capital social antes del desliste de Bolsa, estaba integrado por 68'694,339 acciones ordinarias nominativas, con valor nominal de \$1.00 cada una, divididas en: 9'813,462 acciones de la serie A que representan el capital social mínimo fijo y 58'880,877 acciones de la serie A, B y L que representan el capital social variable.

En cuanto a la tenencia accionaria al inicio de la oferta pública inicial, la empresa GMAQ, S.A. de C.V. controlaba el 100% de las acciones en circulación. Los accionistas de esta empresa controladora eran David F. Garza Santos, Alberto E. Garza Santos, Federico Garza Santos, Yolanda Garza Santos y Marcela Garza Santos, cada uno con un 20.0% de la tenencia accionaria, razón por la cual Madisa era una empresa mediana familiar.

Después de casi diez años de estar listada en la BMV, la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de la compañía, celebrada el día 05 de diciembre de 2006, resolvió llevar a cabo una oferta pública de adquisición de valores, dicho acontecimiento fue debidamente revelado al público inversionista en esa misma fecha. El 12 de febrero de 2007 se obtuvo la autorización para la realización de la oferta pública de compra por parte de la CNBV.

El periodo de la oferta sería del 19 de febrero al 16 de marzo de 2007, en la que Vector Casa de Bolsa, S.A. de C.V. como intermediario de la operación, llevaría a cabo la oferta de adquisición de acciones en nombre de Madisa de hasta 2'002,244 acciones a un precio de \$25.89, de las cuales 93,194 correspondían a acciones de la serie B y 1'909,050 eran de acciones de la serie L representativas del capital social variable, que en su conjunto representan aproximadamente el 3.66 % del capital social suscrito y pagado de Madisa.

La tenencia accionaria antes de la oferta estaba representada de la siguiente forma:

Accionista/Serie	A-I	A-II	B-II	L-II	Total	% Part.
GMAQ, S.A. de C.V.	9'813,462	27'968,368	11'058,044	3'836,361	52'676,235	96.3381%
Gran público inversionista	-	-	93,194	1'909,050	2'002,244	3.6619%
Total	9'813,462	27'968,368	11'151,238	5'745,411	54'678,479	100.00%

El grupo de control de la emisora (GMAQ) estaba conformado por David F. Garza Santos, Alberto E. Garza Santos, Federico Garza Santos, Yolanda Garza Santos, Marcela Garza Santos y Don David Garza Lagüera, el padre de los demás, que poseen casi el 96.34% de las acciones en circulación. El resto de las acciones como puede verse, se encontraban en poder de accionistas minoritarios, colocadas entre el público inversionista.

Como resultado de la oferta, se adquirieron 16,500 acciones de la serie B y 1'703,000 acciones de la serie L, sin embargo Madisa siguió comprando acciones después de esta fecha.

Al 19 de abril de 2007, fecha en la que la CNBV le notificó a Madisa la cancelación de la inscripción de sus acciones en el RNV y el desliste de Bolsa, se habían comprado 52,694 acciones de la serie B y 198,300 acciones de la serie L, quedando un saldo en circulación de 24,000 serie B y 7,750 serie L, por lo que la tenencia accionaria quedaría conformado de esta manera:

Accionista/Serie	A-I	A-II	B-II	L-II	Total	% Part.
GMAQ, S.A. de C.V.	9'813,462	27'968,368	11'127,238	5'737,661	54'646,729	99.9419%
Gran público inversionista	-	-	24,000	7,750	31,750	0.0581%
Total	9'813,462	27'968,368	11'151,238	5'745,411	54'678,479	100.00%

3.2.7.3 Desempeño de la acción en Bolsa

Las acciones de Madisa cotizan en la Bolsa desde el día 16 de noviembre de 1994, cuando colocó sus series accionarias representativas de la parte variable, serie B y serie L.

Las acciones de la empresa tuvieron históricamente una baja bursatilidad ya que fueron colocadas originalmente en la sección de empresas medianas que funcionaba bajo un esquema de subastas. Y aunque se integró esta sección al sistema de operación del resto de la Bolsa no se logró incrementar su bursatilidad significativamente a pesar de que la empresa buscó participar en el mercado a través de su fondo de recompra.

Para evaluar el comportamiento que tuvo el precio de las acciones de Madisa se estudiarán por separado, empezando por las acciones de la serie B que a continuación se expone.

Gráfica 39. Comportamiento del precio de la acción Madisa B en la BMV (precios de cierre).



Fuente: Economatica.

El precio inicial al cual se emitió la acción serie B, que fue de \$1.2882, resultó ser la cotización mínima registrada para este título, recordemos que estas acciones eran ordinarias, nominativas y otorgaban los mismos derechos a sus tenedores.

Como resultado del incremento sustancial en las utilidades reportadas después del último trimestre de 1996 y durante todo 1997, el precio de la acción de esta serie se revaluó más de \$7.00, también ayudó que durante este año se haya decretado un dividendo de \$0.10 por acción. Sin embargo, para el segundo trimestre de 1998, el precio caería a niveles de \$4.00 en los que se mantendría, después de poco más de 20 transacciones hasta octubre de 2005, fecha en la que volvería a repuntar la cotización de esta acción.

Ya para finales del año 2005, los accionistas fundadores a través de la controladora GMAQ, habían adquirido buena parte de las acciones tanto de la serie B como de la serie L, habiendo solo en circulación 93,194 acciones de la serie B entre el gran público inversionista.

La intención de la compañía de ir recomprando poco a poco sus acciones, provocó que el precio de las mismas se incrementara súbitamente al pasar de \$8.00 a \$20.00 en el caso de la acción serie B.

El precio de cierre de la acción serie B, al día hábil anterior al que se hizo pública la intención de la misma de llevar a cabo una oferta pública de adquisición, el 05 de Diciembre de 2006, fue de \$23.93

No obstante, así como el precio de la oferta pública inicial de acciones serie B resultó ser la cotización mínima, el precio al cual Madisa adquirió las acciones, mediante la oferta pública de adquisición de valores, resultó ser la cotización máxima para este título, es decir, \$25.89

La última cotización para esta acción se dio el 12 de abril de 2007 al precio mencionado.

Por otra parte, la acción de la serie L era representativa también del capital social variable pero a diferencia de la acción serie B, esta era de voto limitado por lo que desde un principio causó pocas expectativas hacia el gran público inversionista de la Bolsa, esto se vio reflejado en las pocas transacciones realizadas con la misma durante los años de 1996 a 1997 y en la nula bursatilidad de este título accionario después de estas fechas y hasta el desliste de la compañía de Bolsa.

El precio al que Madisa puso esta acción fue de \$1.5707 pero al parecer no logró la misma aceptación de la acción de la serie B, por lo que cinco meses después iba a registrarse la cotización mínima para este título que sería de \$1.4044 el 22 de octubre de 1996 pese a los buenos resultados obtenidos por la emisora.

Cabe hacer mención que Madisa emitió en Bolsa más acciones de la serie L que de la serie B por así convenir a sus intereses y también es preciso comentar que las acciones que la controladora GMAQ iba recomprando, eran acciones de la serie B las cuales si tenían derecho de voto en las Asambleas de Accionistas.

El comportamiento mostrado por la serie L en el mercado de valores se puede observar en la gráfica 40 que a continuación se expone.

Gráfica 40. Comportamiento del precio de la acción Madisa L en la BMV (precios de cierre).



Fuente: Economatica.

En esta gráfica podemos apreciar tanto la cotización mínima como la cotización máxima, así como constatar la poca bursatilidad de esta acción durante los años de 2000 a 2003, años en los que se registraron 7 movimientos y la nula bursatilidad en el 2004, en el 2005 GMAQ compró 10,000 acciones y el resto del año no se registró ningún otro movimiento.

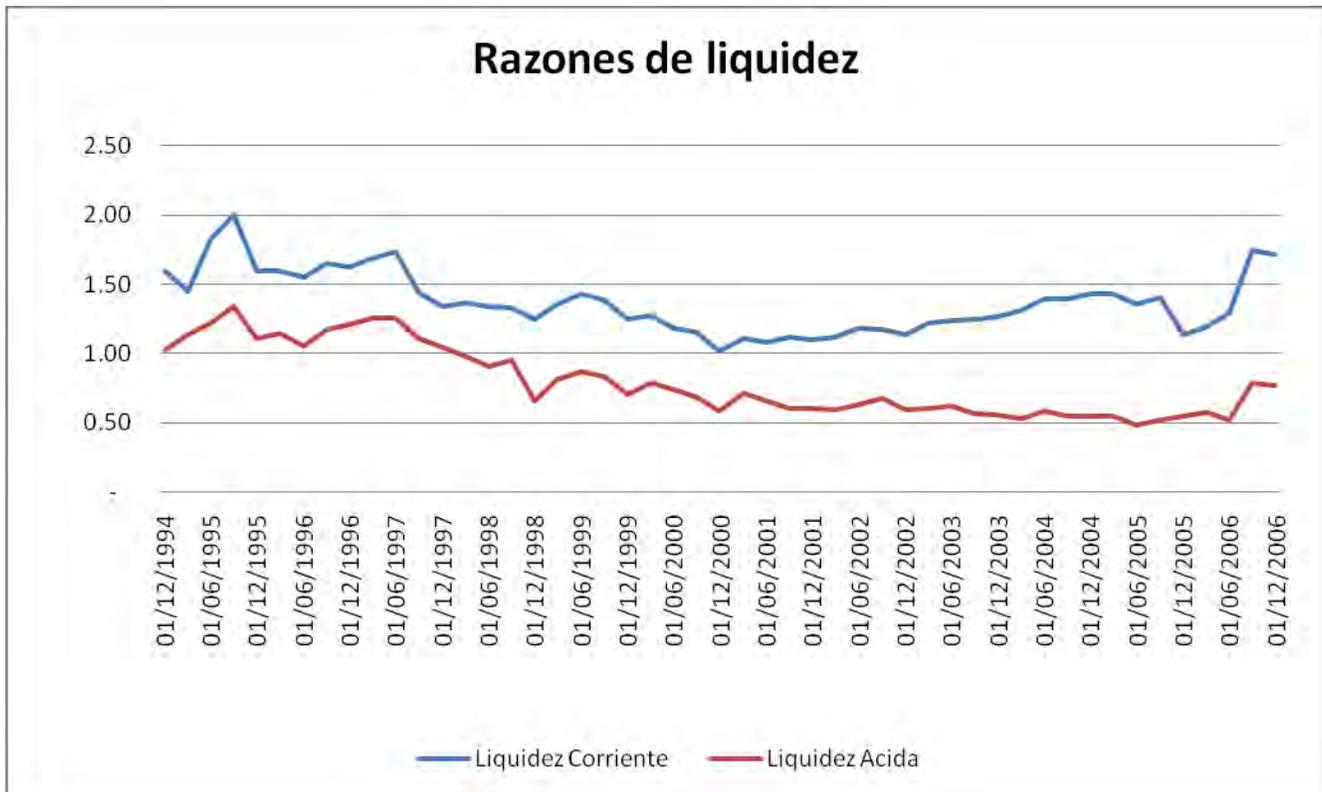
El precio de cierre de las acciones de la serie L, al día hábil anterior al que se hizo pública la intención de la misma de llevar a cabo una oferta pública de adquisición, el 05 de diciembre de 2006, fue de \$20.00, después de este momento, los tenedores de las acciones, comenzaron a realizar operaciones de compra-venta con el título incrementando su precio hasta los \$30.00 el día 07 de diciembre de 2006, que como quedó marcado en la gráfica 40, representa la cotización máxima para la acción de Madisa serie L.

El 12 de abril de 2007, Madisa recompró las últimas acciones dentro de Bolsa mediante la oferta pública de adquisición de valores a un precio de \$25.89 cada una.

3.2.7.4 Análisis financiero

Para poder determinar el resultado del ingreso de Madisa a Bolsa se evaluarán, como en las emisoras anteriores, las razones de liquidez, de apalancamiento, de actividad y de rendimiento obtenidos con base en los reportes trimestrales emitidos por la emisora, siguiendo el mismo orden en el que fueron mencionadas.

Gráfica 41. Razones de liquidez de Maquinaria Diesel (Madisa)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Es importante mencionar que Madisa es una compañía distribuidora de maquinaria y equipo y por lo tanto depende del suministro de estos productos, sus refacciones y del apoyo técnico de los fabricantes que representa.

Los productos son en su mayoría de importación de diversas partes del mundo como Estados Unidos, Brasil, Alemania, Japón, Inglaterra, etc. Por lo tanto, la empresa tiene que mantener un inventario suficiente para atender adecuadamente el mercado en México y ofrecer tiempos de entrega competitivos en equipos que no son de stock.

Hay que mencionar que la deuda a corto plazo era revolvente y mensualmente se contrataba lo suficiente para financiar las compras de refacciones y maquinaria de la empresa.

Por esta razón, observamos que en la mayor parte del tiempo el activo circulante era similar al pasivo a corto plazo por lo que el índice de liquidez corriente se encontraba entre 1 y 1.5 y por el tamaño del inventario, la razón de la prueba del ácido discrepa en un punto del índice de liquidez permaneciendo constantemente en rangos del 0.50 durante los últimos 5 años.

Durante el 2005 siguió la demanda muy alta de maquinaria y equipo nuevo, razón por la cual mantuvo la estrategia de manejar un inventario alto para cumplir con las expectativas de disponibilidad y entrega a los clientes.

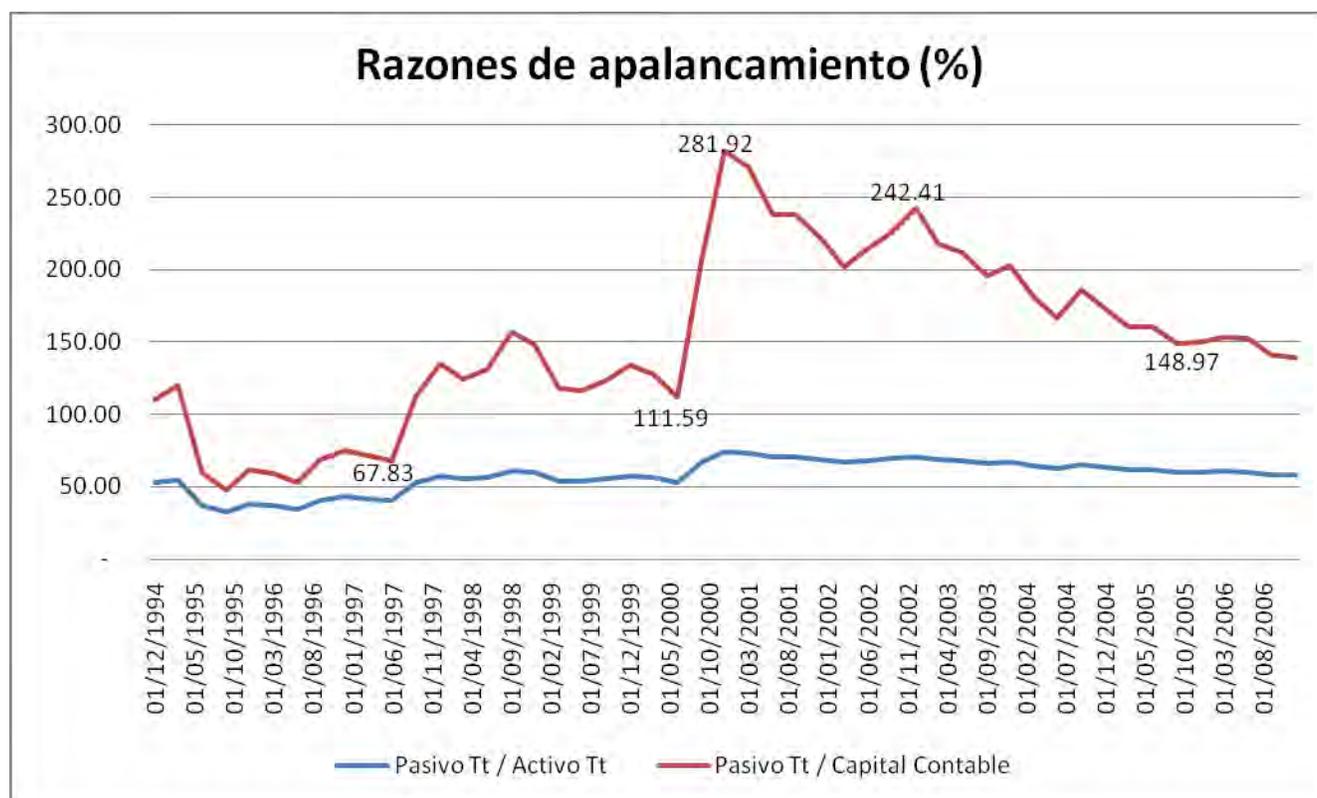
Durante el mes de enero de 2006, la compañía liquidó la totalidad del pasivo a largo plazo contratado con Caterpillar Financial Services, Corp. mediante el uso de líneas de crédito de

corto plazo. Dicho evento originó la reclasificación de la deuda de largo a corto plazo al 31 de diciembre de 2005, por eso observamos en la gráfica 41 que el índice de liquidez disminuye.

A pesar del grado de apalancamiento, que veremos a continuación, es de hacer notar que la empresa jamás tuvo problemas de liquidez durante todo el tiempo que se mantuvo listada en Bolsa, lo que nos habla de la eficiencia que tenía la administración en el uso de los recursos externos y que la estrategia de mantener inventarios altos financiados con proveedores, si les daba buenos resultados.

El grado de apalancamiento que Madisa manejaba se puede observar en la gráfica 42:

Gráfica 42. Razones de apalancamiento de Maquinaria Diesel (Madisa)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Al tratarse de una compañía distribuidora de maquinaria y equipo demasiado costosa, la mayoría de ellas expresadas en dólares, lógicamente que la inversión de sus activos representaban una fuerte suma de dinero.

Esta inversión era subsanada principalmente por el capital aportado por los accionistas y el adquirido vía emisión de acciones en el mercado de valores, logrando mantener un grado de apalancamiento inferior al 70% hasta el primer semestre de 1997.

Durante los tres años siguientes, la estrategia seguida por Madisa tratando de incursionar en nuevos mercados mediante la adquisición de tres compañías importantes (Tracto Partes y Equipos en 1996, Comercial Essex en 1998, y Mextrac en el año 2000), obligó a la compañía a recurrir al financiamiento externo para cubrir estas adquisiciones por lo que el nivel de

apalancamiento llegó a pasar los 150% en diciembre de 1998 para cerrar en 111.59% al final del primer semestre del año 2000.

El nivel más alto de la deuda se tuvo en diciembre de 2000, inmediatamente después de la fusión de las empresas operadoras distribuidoras de maquinaria y equipo que se habían adquirido (Madisa, Tracto partes y Mextrac), llegando hasta los 117 millones de dólares lo que provocó que el grado de endeudamiento fuera de 281.92%, es decir, la deuda total en ese momento valía casi tres veces el importe del capital contable de la empresa.

La compañía realizó transacciones de factoraje financiero con recurso en 2004 y 2005 con Caterpillar Factoraje Financiero, S.A. de C.V. (Caterpillar). El costo de la transacción fue aproximadamente de 1.2% y 3.63% del total de las facturas cedidas y en las mismas transacciones, Madisa garantizó a Caterpillar el pago del 30% y 100% de dichas facturas en 2005 y 2004, respectivamente.

Con estos recursos se pagó parte de las deudas financieras contratadas, por esta razón el nivel de apalancamiento se redujo drásticamente en estos años al tener menos cuentas por cobrar y menos deudas, no obstante esta transacción se contabilizó como un pasivo financiero aunque cuando las cuentas fueron efectivamente cobradas por Caterpillar, este pasivo se canceló por lo que no representó una salida real de efectivo.

Cabe señalar que Madisa siempre mantuvo su inversión en activos fijos con los recursos provenientes del capital de sus accionistas, mientras que los incrementos en el activo circulante eran financiados con deuda a corto y largo plazo, por consiguiente el porcentaje en el que los activos totales estaban financiados con pasivos era menor a 70%, esta política era muy importante para Madisa en cada una de sus decisiones financieras.

También es importante mencionar que se contaba con líneas revolventes disponibles para financiamiento de las compras de inventarios y con líneas de mediano plazo (3 años) para financiamiento de inversiones o renta pura de la flota de renta.

El alto grado de apalancamiento que la compañía maneja puede aparentar que se encuentra en un grave problema financiero al punto de caer en bancarrota, sin embargo este grado de endeudamiento es consecuencia de su actividad y del volumen de ventas y de inventarios que maneja, ya que sería imposible solventarlos con capital propio, otra muestra de que sus finanzas eran sanas son los índices de liquidez.

Financieramente hablando, la táctica que le daba resultados a Madisa era mantenerse con un endeudamiento controlado, con alta liquidez, con líneas de créditos disponibles y una posición larga en moneda extranjera.

Gráfica 43. Razones de actividad de Maquinaria Diesel (Madisa)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

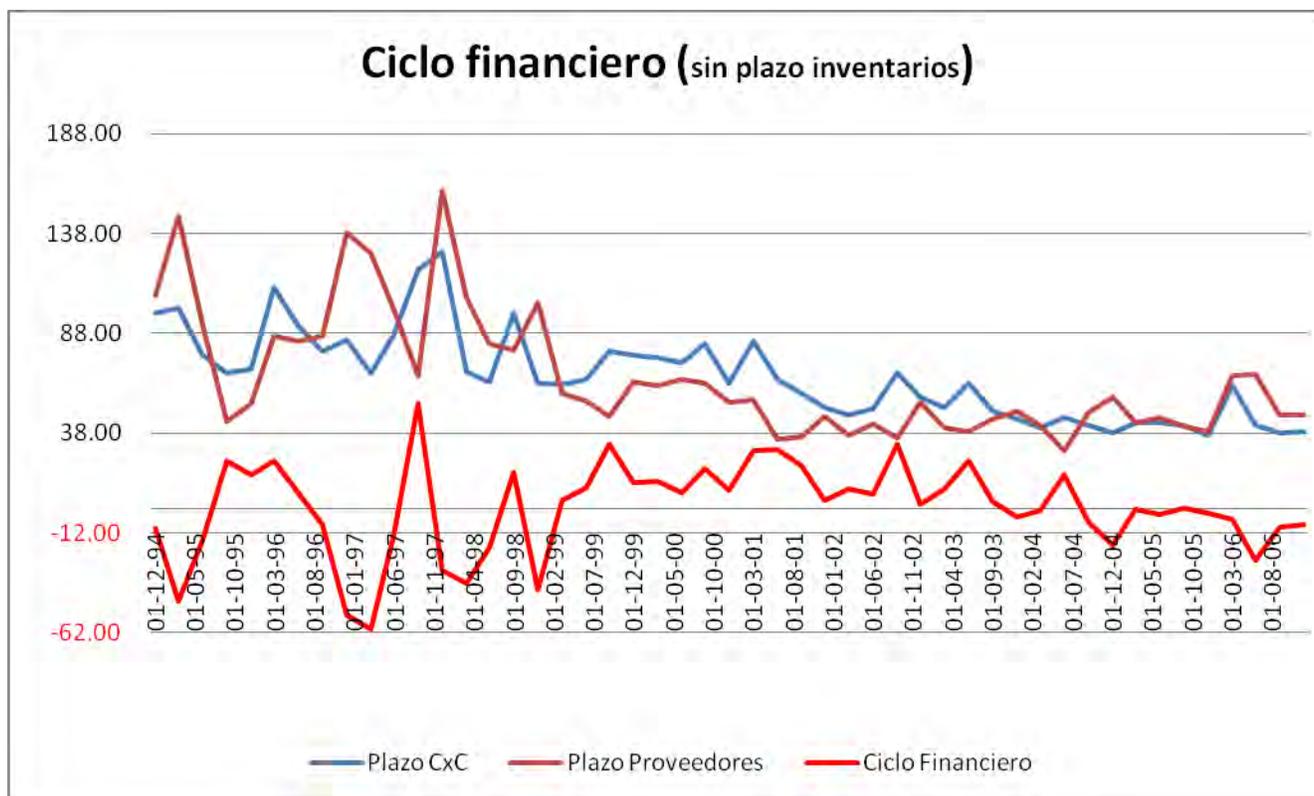
La mayor parte de los productos que vende Madisa son importados directamente por ella después de haber sido comprados al fabricante, de entre los productos que comercializa están la maquinaria nueva, maquinaria usada, renta de maquinaria y venta de refacciones y servicio de mantenimiento para las maquinarias que maneja.

El precio de venta de una maquina de estas es muy alto, por lo que el mantener un inventario de ellas representa una fuerte inversión y por consiguiente, estaríamos hablando de un activo total bastante importante. La relación entre las ventas y el inventario resulta ser directamente proporcional, por eso cuando las ventas aumentaban el activo también lo hacia, razón por la cual Madisa siempre tuvo una rotación del activo total de entre 1 y 1.50

Al cierre del año 2000 las ventas consolidadas ascendieron de manera notable, incremento que se explica principalmente por las ventas adicionales en las sucursales de la zona sur que no se tenían en años pasados pero que con la adquisición de Mextrac, S.A. de C.V. se empezaron a consolidar desde el mes de julio de 2000.

Después de este año, el incremento en las ventas o en el inventario eran financiados en su mayoría por deuda, por lo que la rotación del capital, al permanecer este sin variaciones, se incrementó a niveles de 4.5 veces como vemos en la gráfica 43.

Gráfica 44. Ciclo financiero, sin tomar en cuenta el plazo de inventarios, de Maquinaria Diesel (Madisa)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

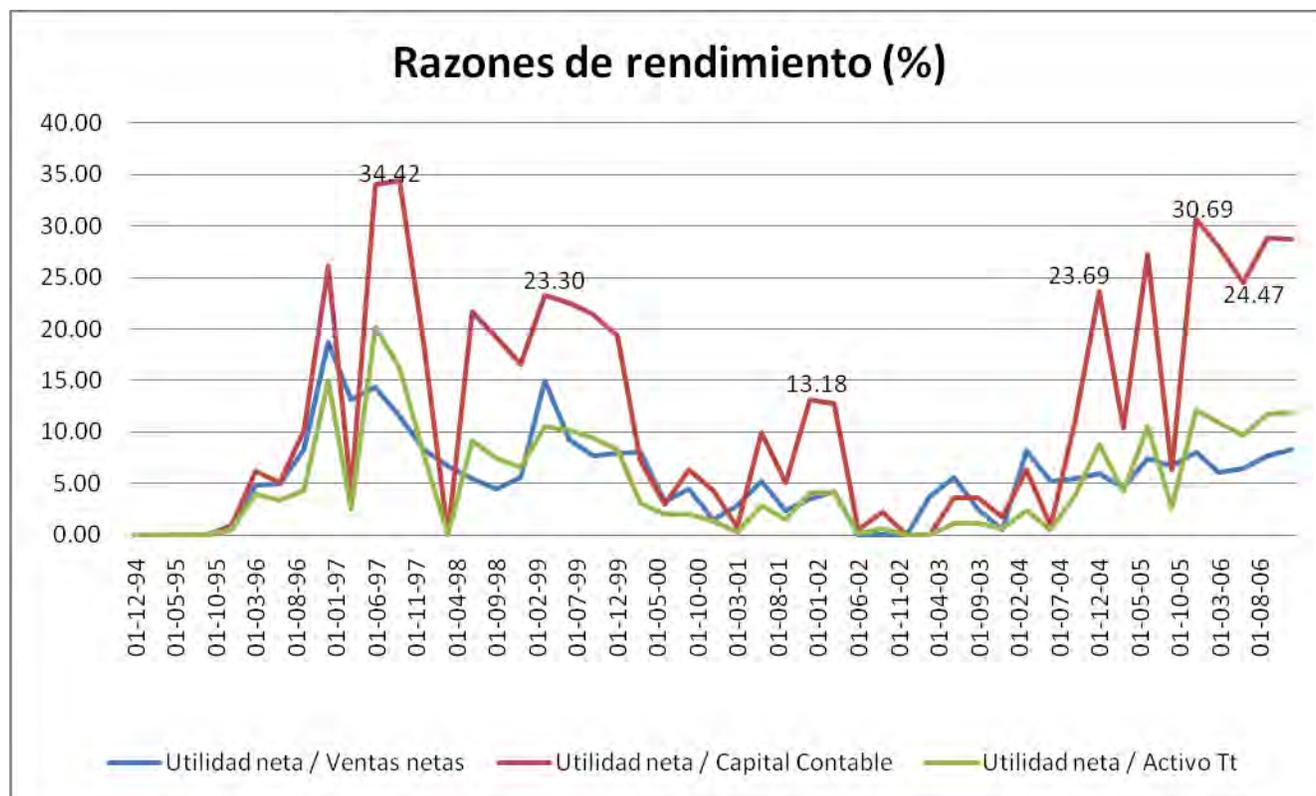
Madisa tenía como estrategia manejar un inventario alto que le permitiera cumplir con las expectativas de disponibilidad y entrega a los clientes cuando estos lo requerían. No hay que olvidar que la compañía es distribuidora y por obvias razones el costo de ventas en cada periodo era más o menos igual al importe del incremento en los inventarios.

Como consecuencia de esto, al tratar de determinar la rotación de los inventarios podemos obtener una cifra parecida a la unidad y al calcular con ella el plazo en días, nos resultaría una valor muy elevado que correspondería al plazo en que según se estarían moviendo los inventarios del almacén lo que implicaría también, un incremento sustancial y poco objetivo del ciclo financiero.

Una vez explicado esto, es más entendible que en esta ocasión se haya mostrado una gráfica del ciclo financiero, únicamente con los plazos de las cuentas por cobrar y de las cuentas por pagar, para poder apreciar la diferencia entre el financiamiento en días otorgado a clientes y el financiamiento en días obtenido por las empresas extranjeras a las cuales Madisa les comercializaba sus productos en México.

Con esto podemos darnos cuenta que la empresa le otorgaba a los clientes un plazo de 20 días en promedio mayor al plazo recibido por sus proveedores.

Gráfica 45. Razones de rendimiento de Maquinaria Diesel (Madisa)



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economática.

En esta gráfica podemos apreciar claramente lo que fue Madisa durante el tiempo que estuvo listada en Bolsa, con un comienzo discreto seguido por un periodo de excelentes resultados que influyeron en la decisión de la compañía de adquirir nuevos negocios y posicionarse poco a poco como la mejor empresa distribuidora de maquinaria y equipo pesado en territorio nacional, no sin antes atravesar por un bache de cuantiosas pérdidas ocasionadas en gran medida por la inversión hecha en las empresa adquiridas, situación que perduró hasta la primera mitad del año 2004.

A partir de esta fecha, la empresa logró consolidarse como la empresa líder en su ramo y comenzó a obtener grandes ventas, un mayor margen de utilidad impulsado por la filosofía adoptada del 6 sigma, orientado a resultados, medición del desempeño y seguimiento oportuno de las operaciones, con lo cual se incrementó también el rendimiento sobre el capital aportado por los accionistas. Lamentablemente los accionistas fundadores no quisieron compartir el crédito con los inversionistas minoritarios por lo que decidieron deslistar la compañía de Bolsa.

Como comentario final puedo decir que Madisa es muy dependiente en gran medida de la economía de México, y por lo tanto se encuentra expuesta a riesgos por variaciones en el tipo de cambio, tasas de interés, inflación, gasto gubernamental, y otros aspectos políticos, económicos o sociales que puedan reducir el ingreso neto de manera importante.

Si la economía mexicana experimenta una recesión o si la inflación y las tasas de interés mexicanas se incrementan significativamente, el ingreso neto de la compañía puede decrecer de manera importante en la medida en que la actividad de producción y servicios se reduzca, lo que puede resultar en una reducción de las ventas de maquinaria y equipo.

Por citar un ejemplo, la reevaluación del peso en los últimos años ha tenido un efecto negativo sobre la rentabilidad de la empresa, ya que los precios de sus productos se fijan en dólares y por otro lado, los gastos de operación en su mayoría crecen con la inflación del país. Visto hacia delante el incremento en el tipo de cambio, si se sostiene, tendrá un efecto positivo en su flujo de operación.

3.2.7.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.

Madisa cotizó en la BMV desde el 16 de noviembre de 1994 hasta el 19 de abril de 2007, colocando sus series accionarias representativas de la parte variable, serie B y serie L.

Estas acciones tuvieron históricamente una baja bursatilidad ya que fueron colocadas originalmente en la sección del MMEX que funcionaba bajo un esquema de subastas. Y aunque después se integrara esta sección al mercado principal de la Bolsa y la empresa realizará recompras de sus propias acciones, no logró incrementar su bursatilidad.

Esta baja bursatilidad se la atribuyo al hecho de que las acciones de la serie L eran de voto limitado y fueron emitidas en mayor proporción que las acciones de la serie B que si eran ordinarias y otorgaban iguales derechos a sus tenedores, derecho de voto por ejemplo.

La compañía utilizó los recursos obtenidos de su colocación para absorber parte de sus planes de expansión, también supo aprovechar el prestigio de pertenecer al grupo privilegiado de empresas que cotizan sus valores en Bolsa, para obtener excelentes financiamientos bancarios y de proveedores extranjeros.

Madisa incrementó casi 19 veces el valor de sus activos al pasar de \$177.852 millones a \$3,504.813 millones. Por su parte, el patrimonio inicial era de \$47.514 millones y al final fue de \$1,464.369 millones lo que representa un incremento de 29.82 veces. Con respecto a las ventas, estas crecieron casi 20 veces al pasar de \$241.628 millones anuales a poco más de \$5,033 millones.

Según el dueño, David Garza Lagüera, Madisa se deslistó de la BMV en virtud de la baja bursatilidad de las acciones y el bajo número de acciones en poder del público inversionista.

Aunque la verdadera causa pudiera ser que la empresa mostraba cierto posicionamiento y un futuro prometedor reflejado en los resultados de los últimos años, por lo que decidió ir recomprando acciones a través de GMAQ para finalmente hacerse con todas aquellas que no pudo adquirir mediante una oferta pública de compra, todo esto con el fin de no hacer partícipe a los inversionistas minoritarios de las utilidades de una empresa que comenzaba a hacer rentable y con miras de convertirse en la empresa líder en México de la venta y renta de maquinaria y equipo, tanto nuevo como usado, como lo es hoy en día.

3.2.8 Latinoamericana Duty Free, S.A. de C.V.

3.2.8.1 Descripción de la empresa⁸

Latinoamericana Duty Free, S.A. de C.V., (Duty) se constituyó el 03 de octubre de 1996 y Aero Boutiques de México, S.A. de C.V., (ABM) su única empresa subsidiaria, lo hizo desde el 08 de septiembre de 1977.

ABM se constituyó como resultado de la asociación entre la familia Ariztegui, quien mantenía el 51% del capital y de Hachette, S.A., una de las empresas más importantes de Francia. ABM desde su constitución ha contado con la autorización para la operación de tiendas libres de impuesto, bajo licencias otorgadas en diferentes fechas.

En la segunda mitad de 1996, Advent International Corporation, sociedad administradora de fondos de inversión de capital de riesgo y Procorp, S.A. de C.V. sociedad de inversión de riesgo (SINCA), acordaron con los accionistas de ABM la adquisición de la totalidad de las acciones representativas de su capital social.

Para efectos de la adquisición de las acciones de ABM, con fecha 03 de octubre de 1996 se constituyó Latinoamericana Duty Free, S.A. de C.V., siendo sus accionistas Procorp y dos de los fondos de inversión administrados por Advent International Corporation.

Entre diciembre de 1996 y principios de marzo de 1997 se llevó a cabo la adquisición de la totalidad de las acciones representativas del capital social de ABM por parte de Duty. Posteriormente, en diciembre de 1997 la empresa se vuelve pública al emitir sus acciones en el mercado intermedio de la BMV.

Duty a través de ABM tiene por actividad principal la comercialización de productos de alta calidad para el consumo personal de viajeros internacionales, bajo el concepto de precios libres de impuestos, en tiendas conocidas como Duty Free. Esto es, atiende a viajeros internacionales a quienes vende productos de todo el mundo, bajo la condición de no ingresar tal mercancía al país del puerto de salida donde se ubica la tienda.

Duty comercializa cerca de 14,000 artículos de consumo personal de las más prestigiadas marcas, los cuales se dividen en cinco líneas que integran sus ventas totales (perfumes, bebidas, regalos, alimentos, tabacos y puros).

La compañía es líder en la operación de tiendas Duty Free en los aeropuertos nacionales de México con un 70% de participación en dicho mercado. La única empresa que compite con ella es Weitnauer de México, S.A. de C.V., subsidiaria de una operadora internacional de origen suizo, la cual inició operaciones en el año de 1995.

En la actualidad se han sumando en calidad de accionistas a Duty, otros dos de los fondos de inversión administrados por Advent International Corporation, así como Grupo Arizán, S.A. de C.V., sociedad propiedad de la familia Ariztegui.

⁸ Información con base en el último reporte anual emitido por la emisora en Bolsa

3.2.8.2 La oferta pública de valores

Duty quedó listada en Bolsa a partir del 19 de diciembre de 1997, cuando a través de Casa de Bolsa BBV-Probursa realizó una oferta pública mixta de hasta 32'476,000 acciones serie única, de la clase I, ordinarias, nominativas y sin expresión de valor nominal, que representaban el 30% del capital social pagado. El precio inicial fue de \$6.20 por acción.

Los recursos obtenidos a través de la oferta serían canalizados entre otros fines corporativos para:

- i. Financiar los programas de ampliación y modernización de tiendas (33%),
- ii. Expansión hacia otras plazas de la República Mexicana y en el extranjero (45.8%),
- iii. Inversión en sistemas y software (6%) y
- iv. Fortalecer la estructura financiera a través de la capitalización de pasivos (15.2%).

Antes de la oferta pública inicial, el capital social de la empresa estaba integrado como sigue:

Capital social	Acciones	Importe
Clase I, parte fija	50,000	\$ 392,934.78
Clase II, parte variable	4'550,000	35'757,065.22
Total	4'600,000	\$36'150,000.00

Con el fin de aumentar el número de acciones para la oferta pública inicial, en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 08 de diciembre de 1997, se adoptaron los acuerdos siguientes:

- Conversión de acciones de la clase II, representativas de la parte variable del capital social, en acciones de la clase I, representativas de la parte mínima fija sin derecho a retiro, y el consecuente aumento del capital social en su parte mínima fija.
- Aumento del capital social en su parte mínima fija, en la cantidad equivalente al valor de suscripción de hasta 16'238,000 acciones ordinarias, nominativas, sin expresión de valor nominal serie única, clase I.

Para esto, se realizó un split a razón de 20 nuevas acciones por cada una de tenencia, con lo cual al momento de realizar la colocación se tenían 108'238,000 acciones (9'200,000 por split más 16'238,000 por aumento de capital), todas de la clase I, de las cuales habrían de colocarse hasta 32'476,000.

Una vez hecha la colocación, el capital social mínimo fijo sin derecho a retiro ascendía a la cantidad de \$42'529,910.00 y no se tenía una parte variable del capital. Esta situación seguiría sin cambios hasta la fecha en que Duty pasó a manos de Geresa de México, la cual decidió dividir el capital en una parte fija y una variable (50,000 acciones para la parte fija y 108'188,000 acciones a la parte variable del mismo).

Por lo que respecta a la estructura accionaria antes y después de la oferta inicial de acciones, quedaría como se presenta a continuación:

Accionista	Acciones-antes	% Part.	Acciones-después	% Part.
Advent L.A.P.E. Fund L.P.	36'292,201	33.53%	25'406,620	23.47%
Advent L.A.P.E. Fund/GECC L.P.	36'151,492	33.40	25'304,508	23.38
Advent PGGM Global L.P.	8'734,807	8.07	6'110,372	5.65
Advent Partners L.P.	5'411,900	5.00	3'778,100	3.50
Procorp, S.A. de C.V.	10'823,800	10.00	7'576,200	7.00
Grupo Arizán, S.A. de C.V.	10'823,800	10.00	7'576,200	7.00
Gran público inversionista	0	0.00	16'238,000	30.00
Total	108'238,000	100.00%	108'238,000	100.00%

Todos los fondos de inversión de capital de riesgo Advent, están bajo la administración y control de Advent International Corporation por lo que esta empresa era dueña del 80% del capital social de Duty en el momento de la oferta pública inicial.

En abril del 2001, Geresa de México, S.A. de C.V. realizó una oferta pública de compra de acciones de hasta 108'237,999 acciones comunes, nominativas, sin expresión de valor nominal, serie única, clase I representativas del 99.99% del capital social de Duty.

La oferta de compra de Geresa estaría vigente del 26 de abril al 10 de mayo de 2001 con la cual pretendía adquirir cuando menos 75'766,599 y hasta un máximo de 108'237,999 acciones a un precio de \$8.19 cada una.

Después de dicha oferta, la tenencia accionaria en poder del público inversionista minoritario era tan solo de 303,066 acciones que representaban el 0.28% del capital social de Duty.

Posteriormente fueron adquiridas 163,000 acciones durante el mes de enero de 2003, mediante el fideicomiso creado por Geresa para terminar de adquirir la totalidad de las acciones de Duty que todavía se encontraban en circulación en la BMV. Por lo que a esta fecha, la tenencia accionaria estaba conformada de la siguiente manera:

Accionista	Acciones	% Part.
Geresa de México S.A. de C.V.	108'097,934	99.8706%
Gran público inversionista	140,066	0.1294
Total	108'238,000	100.00%

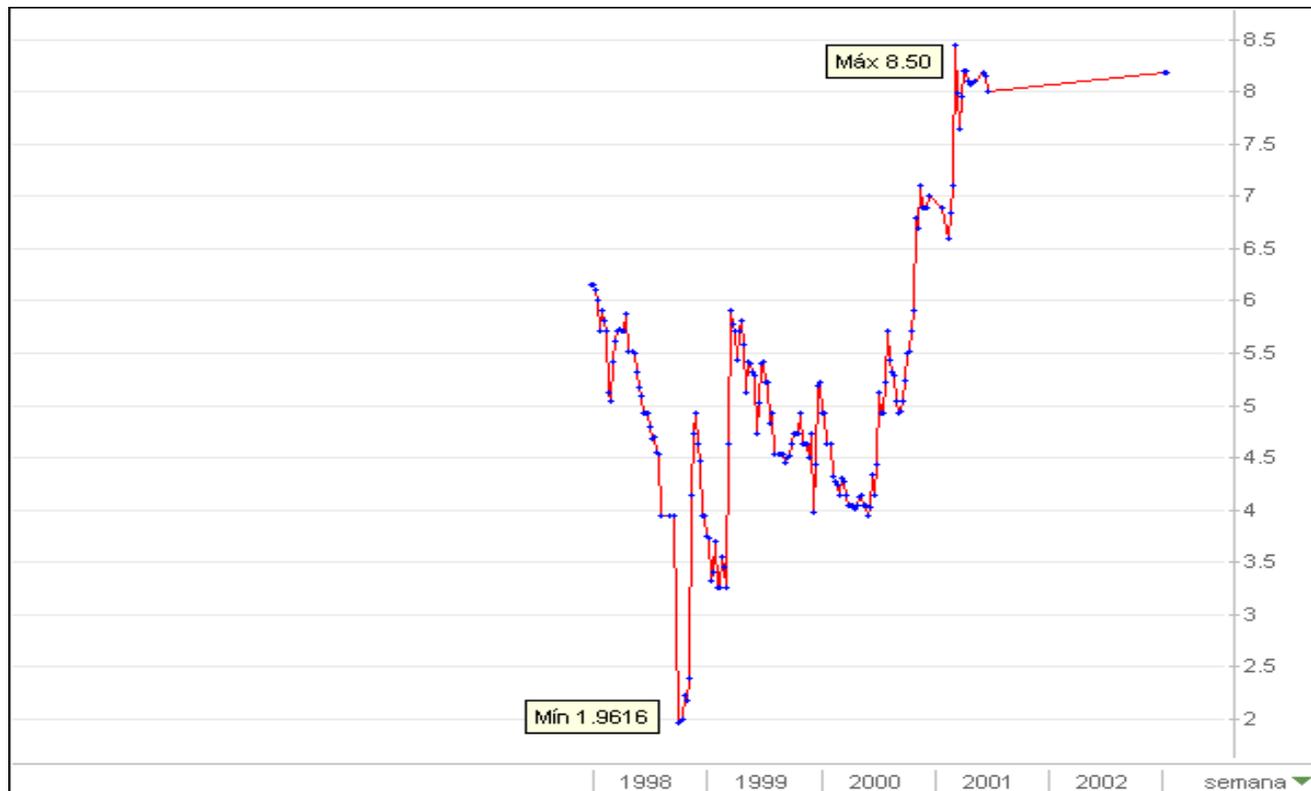
La totalidad de las acciones de las cuales Geresa es titular, se encuentran pignoradas a favor de diversos accionistas.

3.2.8.3 Desempeño de la acción en Bolsa

Si tomamos en cuenta todo el periodo que la acción se mantuvo cotizando, diríamos que el desempeño de la acción de Duty en el mercado de valores fue bueno puesto que en cinco años el precio se apreció 32.10%, teniendo en cuenta que el precio inicial de colocación fue de \$6.20 y el precio de la oferta pública de compra que Geresa hizo fue de \$8.19

En forma gráfica podemos mostrar el desempeño de la acción de Duty de la forma siguiente:

Gráfica 46. Comportamiento del precio de la acción Duty en la BMV (precios de cierre).



Fuente: Economatica.

La cotización mínima observada fue la que se presentó el día 02 de octubre de 1998 marcando un precio de \$1.9616, a partir de este momento la cotización se incrementó \$3.00 en solo dos meses. Este comportamiento se iba a repetir año con año, con bajas en la cotización en los primeros meses y alzas en el último trimestre como resultado de las utilidades reportadas en cada ejercicio y la estabilidad económica que proyectaba Duty.

Estas alzas y bajas en periodos cortos, también brindaban la posibilidad a los inversionistas dedicados a la especulación con valores, de hacer negocio y obtener una utilidad de capital.

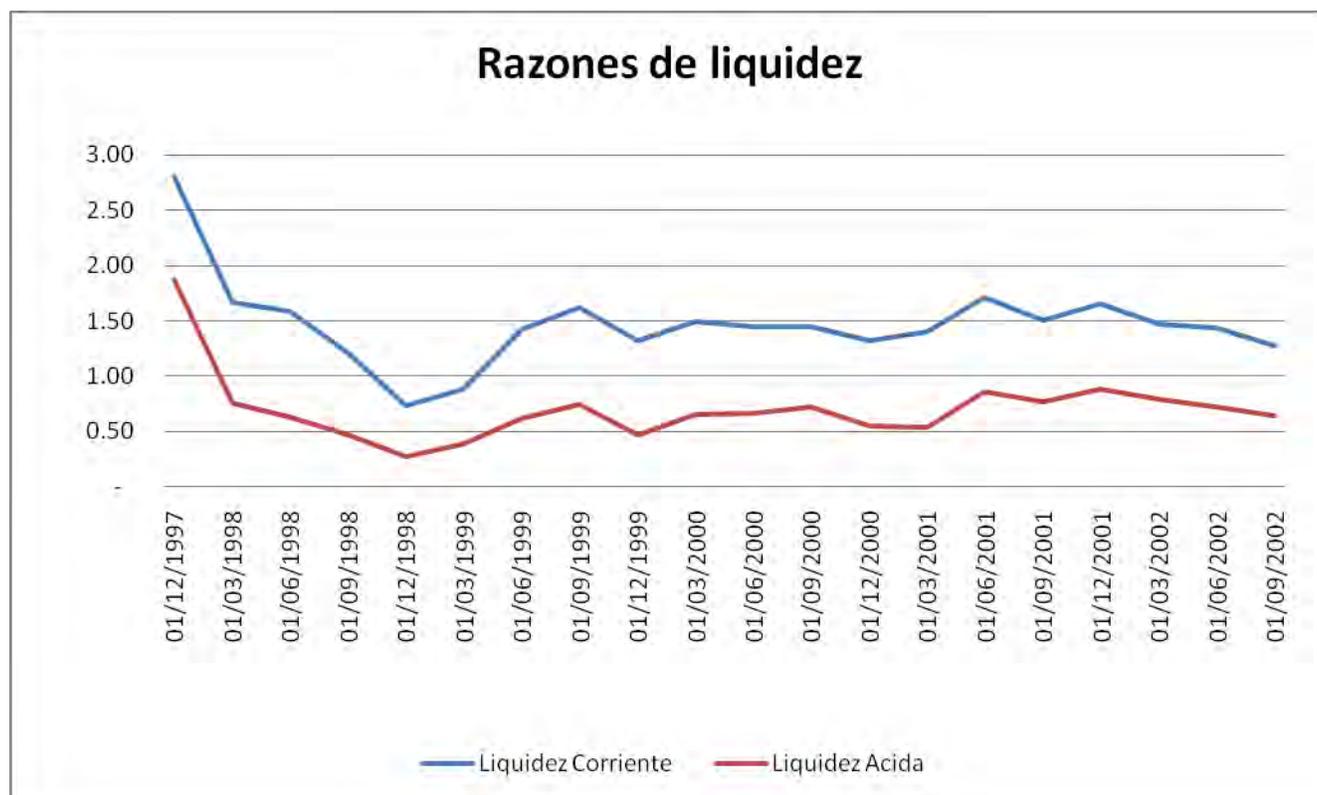
En el año de 2000 se ofreció un dividendo de \$0.10 por acción como respuesta a los buenos resultados obtenidos en el año, ayudando a que el precio de cotización llegara al nivel más alto observado en toda su estancia en Bolsa, siendo este de \$8.50 por acción.

3.2.8.4 Análisis financiero

La compañía estuvo listada en Bolsa por espacio de cinco años en la que mostró una eficiencia en el uso de su capital de trabajo a pesar del fuerte nivel de apalancamiento que estratégicamente mantenía, para lograr consolidarse como la empresa líder en ventas libre de impuestos dándoles rendimientos a los accionistas por encima del 10%.

La evaluación financiera de la empresa se presenta a continuación y en el mismo orden acostumbrado en las emisoras anteriores, por lo tanto en primera instancia se exponen las razones de liquidez.

Gráfica 47. Razones de liquidez de Latinoamericana Duty Free



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

En la gráfica 47 podemos apreciar claramente la consistencia y la eficiencia de la administración del efectivo, a excepción del bajón visto en el tercer y último trimestre del año de 1998. Esta consistencia se logró mantener gracias a dos cosas:

1.- Que la inversión en los inventarios representaba más del 50% del activo circulante, motivo por el cual la discrepancia entre las razones de liquidez, corriente y ácida, siempre fue de por lo menos uno, sin que esto perjudicara la solvencia de la compañía a pesar de mantener una liquidez ácida menor a la unidad.

2.- Que la mayoría de los ingresos eran de contado y los plazos de las cuentas por cobrar, que veremos más adelante, era menor de 10 días. Por esta razón la empresa nunca tuvo problemas de liquidez que la obligaran a dejar de pagar a sus proveedores.

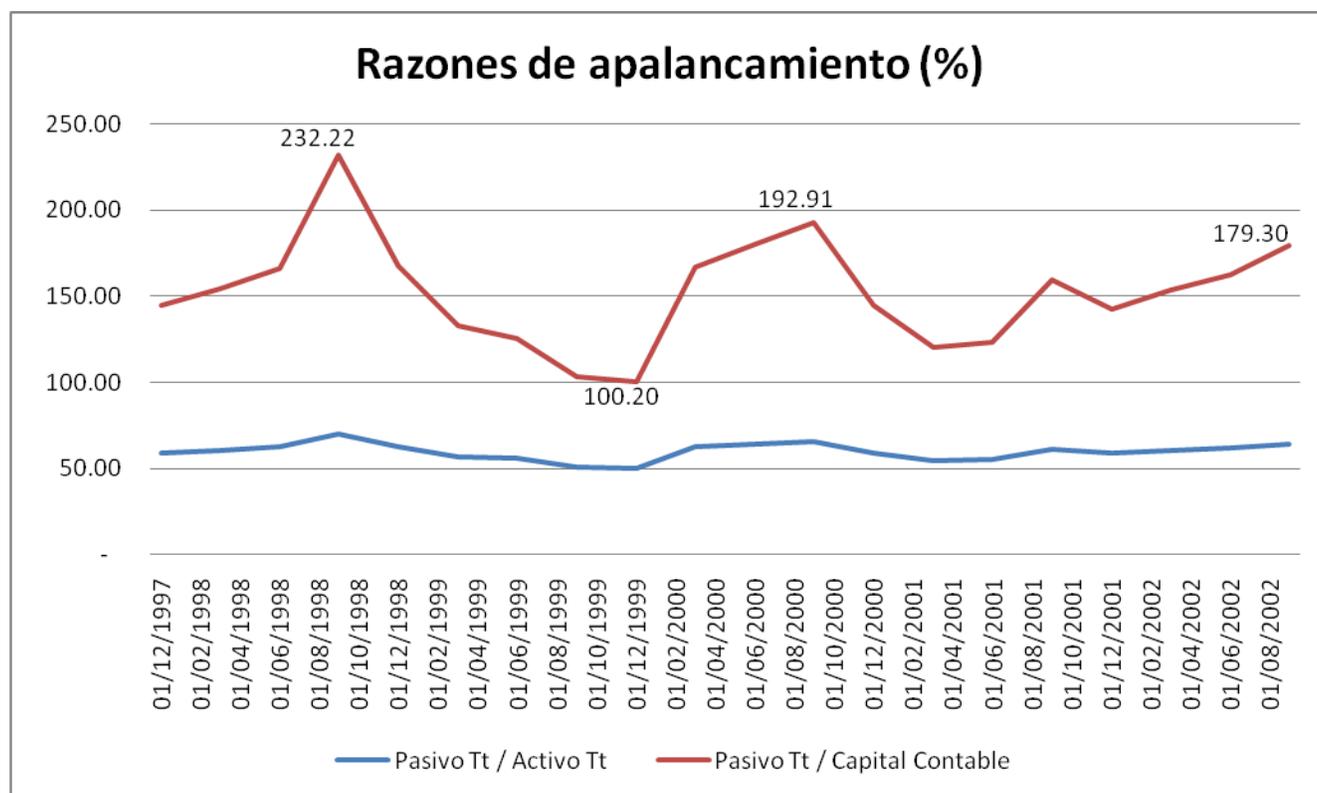
Durante el tercer trimestre de 1998 se realizó una afanosa inversión en los inventarios llegando a representar estos casi el 28% del activo total, este incremento fue financiado mediante un crédito bancario a corto plazo arrojando un índice de liquidez de 1.21

Esta estrategia de llenar el almacén siguió presentándose durante los dos trimestres siguientes originando que ambas razones de liquidez cayeran por debajo de la unidad.

Algunos créditos fueron pagados conforme se iban vendiendo los productos financiados y otros fueron reestructurados a un plazo mayor de un año, por eso se puede ver en la gráfica 47, que las razones de liquidez se recuperaron satisfactoriamente después del primer semestre del año de 1999 manteniéndose en ese nivel hasta el 2002.

En cuanto a los índices de endeudamiento, estos registraron el siguiente comportamiento:

Gráfica 48. Razones de apalancamiento de Latinoamericana Duty Free



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Antes de ingresar a Bolsa, la empresa tenía varios proyectos en mente por lo que era necesario buscar recursos que le permitieran llevarlos a cabo.

Proyectos como la adquisición de Deor, S.A. de C.V. una empresa dedicada al mismo mercado que Duty pero posicionada también en los hoteles y la apertura de nuevas tiendas ABM libre de impuestos y otras en régimen fiscal normal en distintos aeropuertos.

El financiamiento de estos proyectos se llevó a cabo mediante recursos generados por DUTY a través de ABM, líneas de crédito en dólares con bancos americanos y con los recursos provenientes de la oferta pública en la BMV.

Sin embargo, el incremento constante en los inventarios a finales de año buscando aprovechar las posibilidades de deducción fiscal y un costo de aprovisionamiento menor que en los primeros meses del año, provocaban la imperiosa necesidad de tener que financiar los mismos con créditos bancarios a corto y largo plazo, la mayoría en moneda extranjera, por lo que la empresa siempre mantenía niveles de apalancamiento superiores a 150%.

Por ejemplo, durante el tercer trimestre de 1998 la compañía decide diversificar su negocio abriendo tiendas de régimen fiscal normal con pago de impuestos así como una sala VIP y un snack bar en aeropuertos y hoteles, además de la adquisición de las acciones de Deor, con esta estrategia de expansión tuvo que incrementar todavía más el inventario de sus productos haciendo uso de créditos bancarios por más de \$200 millones elevando el apalancamiento hasta 232.22%

Los créditos a largo plazo fueron pagados al final del año con recursos generados de las ventas mientras que los de corto plazo fueron reestructurados en 1999 a un plazo mayor de un año, con esto el nivel de endeudamiento bajó de manera asombrosa durante este periodo.

Como resultado de estas decisiones financieras, el importe de la deuda total luego de 1999 era ya de 100.20% con respecto al capital contable de la compañía.

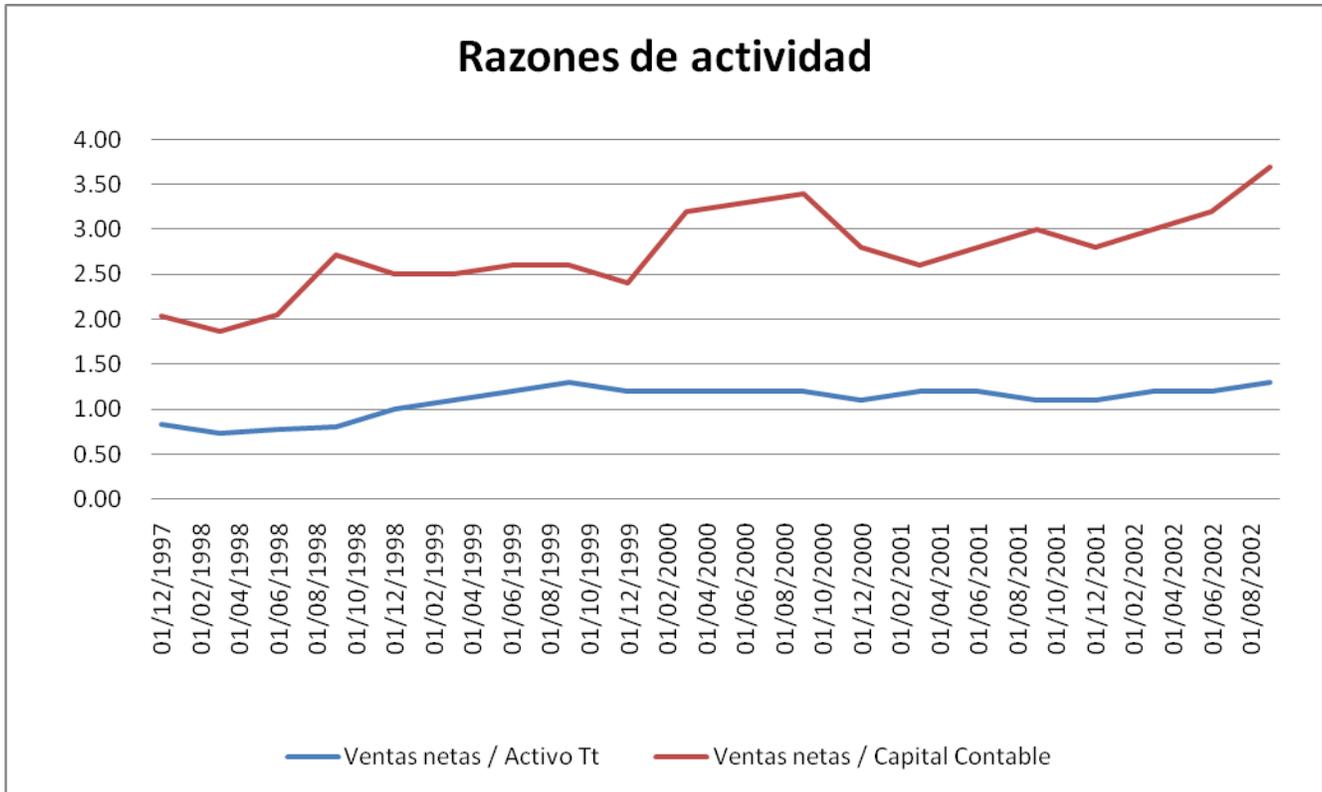
A pesar de mantener niveles de apalancamiento demasiado altos, dando inclusive la idea a los inversionistas de poseer una mala situación financiera, su estrategia de negocios no fue cambiada y no tenían por que hacerlo si esta les daba tan buenos resultados.

Su estrategia consistía en llenar sus almacenes con altos volúmenes de productos al final de cada año, puesto que las ventas más importantes se daban en los primeros meses del ejercicio, financiando este incremento en inventarios con deudas a corto plazo las cuales pagaban o reestructuraban con deudas bancarias a largo plazo y cuando finalmente realizaban las ventas, con los recursos generados pagaban los créditos a largo plazo manteniendo una buena imagen ante los acreedores bancarios e incrementos en sus líneas de crédito.

Efecto de esta estrategia son tener apalancamientos superiores a 150% en el primer semestre de cada año y casi cercanos a 100% en la segunda parte como observamos en la gráfica 48 de la cual se desprende este análisis.

El problema de mantener una política de endeudamiento alto, es que no se produzcan las ventas suficientes como para generar recursos para el pago de estas deudas, afortunadamente para los acreedores y los accionistas de Duty, el comportamiento de sus ventas no representó en ningún momento un riesgo para su solvencia económica como lo vamos a ver en la gráfica 49 que a continuación observamos.

Gráfica 49. Razones de actividad de Latinoamericana Duty Free



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Si se financia la mayor parte de las operaciones y el capital de trabajo de la empresa con deuda, y si a aparte de esto, se hace buen uso de estos recursos logrando incrementar constantemente los ingresos, lógicamente la rotación del capital contable y el rendimiento neto sobre el mismo tenderán a acrecentarse de igual forma.

Durante el año de 1997 la industria turística mostró un incremento del 11% con respecto al año anterior, tasa de crecimiento similar al incremento en las ventas de Duty durante este periodo, producto de la eliminación de mercancías con pequeños márgenes de utilidad y las mejoras obtenidas en las negociaciones de compra con proveedores, alcanzando ventas anuales de \$279.4 millones que representaban 2.03 veces el patrimonio de Duty.

Para cerrar el año, Latinoamericana Duty Free tomó la decisión de colocar el 30% del capital social en Bolsa, obteniendo fondos por \$100.6 millones cuyo destino era el financiar sus programas de crecimiento mediante la ampliación, modernización y expansión de tiendas así como la adquisición de otras empresas.

Como consecuencia de un mejor posicionamiento en el mercado, las ventas consolidadas de Duty durante 1998 aumentaron 52.6% respecto 1997 para ascender a \$505.7 millones incrementando la rotación del capital hasta 2.71 veces.

Durante 1999, el turismo extranjero disminuyó pero las ventas hechas a los clientes mexicanos aumentaron considerablemente como consecuencia de la apreciación del peso frente al dólar en este año, los precios en dólares de las tiendas libres de impuestos

suponían un abaratamiento relativo con respecto a un año antes. Este incremento anual en las ventas fue del 20% equivalente a un importe total de \$681 millones aunque lo mejor estaría por venir en el año de 2000.

En el año de 2000, Duty se había convertido en la tienda más grande con artículos libres de impuesto en el país incursionando en la venta a bordo de los aviones de Aeroméxico y por medio de internet reflejándose en el incremento en ventas del 23% para este año, cifra igual a casi 3.5 veces el importe del capital de la sociedad a esta fecha.

Durante el año de 2001 Duty siguió con su expansión de tiendas, incrementando las ventas a bordo en otras compañías aéreas, tiendas libres de impuestos en puertos y apertura de tiendas con impuestos en aeropuertos. Las ventas crecieron todavía 7.8% con relación al 2000 alcanzando la cifra de \$882.3 millones.

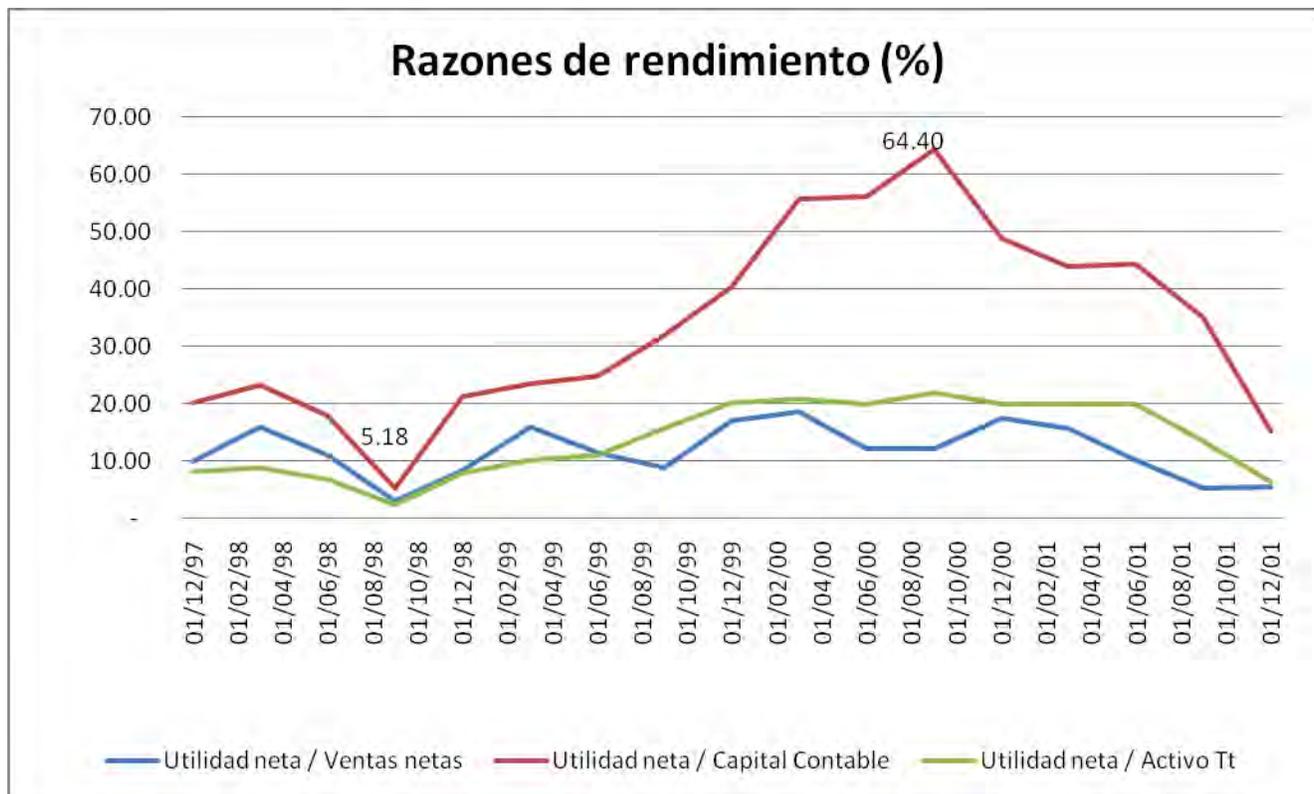
En este año, Duty fue adquirida por Geresa de México quien realizó todos los trámites necesarios para deslistarla de Bolsa luego de que en enero de 2003 lograra hacerse con casi el 100% de sus acciones. El último reporte financiero emitido por Duty fue el del tercer trimestre de 2002 en el que presentaba un incremento en ventas del 3.09% y una rotación del capital total de 3.70 veces y 1.30 del importe del activo.

Por lo que concierne al ciclo financiero de Duty parecería que erróneamente este era de más de 100 días. Si la mayor parte de los ingresos eran de contado y los financiamientos obtenidos por los proveedores eran en promedio de 60 días, esta de más decir que este ciclo es consecuencia de la fuerte inversión que se mantenía en inventarios por lo que resulta irrelevante ponerlo en una gráfica.

Las razones de rendimiento pueden ser un complemento de las razones de actividad y pueden inducir las segundas en el resultado de las primeras, sin embargo existen otros factores como los gastos operativos y el costo integral de financiamiento que pueden influir en que esta aseveración a veces no se cumpla.

Para despejar estas dudas se presenta el análisis de las razones de rendimiento, llamadas también de rentabilidad, para posteriormente evaluar la incursión de la empresa a la Bolsa Mexicana de Valores.

Gráfica 50. Razones de rendimiento de Latinoamericana Duty Free



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Economatica.

Como ya lo he dicho antes, si se financia la mayor parte de las operaciones y el capital de trabajo de la empresa con deuda, y si a aparte de esto, se hace buen uso de estos recursos logrando incrementar constantemente los ingresos, lógicamente que el rendimiento neto sobre el capital aportado por los accionistas tenderá a acrecentarse de igual forma.

La utilidad bruta en 1998 representó el 53% sobre las ventas, obteniendo con ello una utilidad neta en el año de \$46.6 millones que frente a los \$32.9 millones obtenidos en el año de 1997, representa un crecimiento del 41.7%, ofreciendo a los accionistas un rendimiento cercano al 22% en el primer año como emisora dentro de Bolsa.

Ya para el año de 1999 el margen bruto sobre las ventas pasó a ser de 54.7% contribuyendo a lograr una utilidad neta de \$115 millones, es decir, un margen del 17% sobre las ventas del año y 143% más que las obtenidas el año anterior antes mencionadas. El rendimiento sobre el capital fue de 40.3%, casi el doble que el año anterior.

Durante el año de 2000, el incremento en las ventas se vio acompañado de una mejora en los márgenes de la utilidad bruta obtenida equivalente al 56.2% sobre las ventas, no obstante la utilidad neta se vio afectada por la entrada en vigor del boletín D-4 que como ya habíamos mencionada páginas atrás, requiere que se reconozcan los impuestos diferidos por discrepancias entre el valor contable y fiscal de algunas partidas, por lo que después de descontar esto, la utilidad resultante fue de solo \$142.3 millones cifra superior en 13% a la obtenida en el año anterior. Con esto el rendimiento para los accionistas pasó a 48.70%

Las ventas lograron incrementarse 7.8% para el 2001, sin embargo como resultado de la consolidación financiera con la empresa Geresa, los gastos alcanzaron la cantidad de \$68.8 millones causando por intereses pagados y otros gastos, por lo que la utilidad neta en este último año fue de tan solo \$49.8 millones encareciendo la rentabilidad del capital a niveles del 15% como se visualiza en la gráfica de rendimiento (gráfica 50).

3.2.8.5 Resultado del ingreso de la empresa en Bolsa y las posibles causas del desliste.

Latinoamericana Duty Free tomó la decisión de colocar el 30% del capital social en Bolsa el 19 de diciembre de 1997, obteniendo fondos cuyo destino era el financiar sus programas de ampliación, modernización y expansión de tiendas, así como la adquisición de otras empresas.

El 10 de marzo de 1998, Duty adquirió las acciones de Deor, SA de CV posicionándose en el mercado de los principales aeropuertos y hoteles de México. Dos años después, Duty se había convertido en la tienda más grande en la venta de artículos libres de impuesto del país, incursionando también en la venta a bordo de los aviones y por medio de internet.

En estos 5 años tanto sus activos como su capital y ventas anuales no crecieron demasiado, sus activos que eran de \$217.436 millones se incrementaron solo 2.18 veces al llegar a \$691.209 millones, mientras que su capital contable creció 4 veces al pasar de los \$49.228 millones a los \$247.481 millones, finalmente las ventas anuales que eran de \$243.747 millones en un principio crecieron a \$882.243 millones.

Quizás al momento de su enliste, DUTY estaba a un paso de convertirse en grande empresa al sobrepasar los \$250 millones anuales, aún así de acuerdo a los resultados alcanzados, la decisión de ingresar a Bolsa fue más que buena.

Sin embargo, muy a pesar de los buenos resultados, la acción solo pudo apreciarse \$2.00 obteniendo una cotización máxima de \$8.50 facilitando las intenciones de compra a Geresa de México, S.A. de C.V., empresa líder en el mercado español en servicios de hotelería, alimentación y distribución comercial a viajeros en los mercados de autopistas, autovías, estaciones de ferrocarril, aeropuertos y centros comerciales.

Geresa pretendía incursionar en el mercado mexicano motivo por el cual el 26 de abril de 2001 realizó una oferta pública de adquisición de acciones de Duty en la BMV, logrando quedarse con casi la totalidad de la tenencia accionaria y tomando el control de la emisora el mismo año, para posteriormente deslistarla de Bolsa por así convenir a sus intereses.

Geresa continuó desarrollando las actividades y negocio de la Duty promoviendo su crecimiento y expansión. Para el año de 2003, luego de adquirir la totalidad de las acciones, se solicitó la cancelación de la inscripción de las acciones representativas del capital social de la emisora, en la sección de valores del RNV de la CNBV, con objeto de que las acciones dejaran de cotizar en la BMV siendo esto el día 22 de abril de 2003.

CAPITULO IV.

BURSATILIZACION DE LAS PYMES ANTE LA NUEVA LEY DEL MERCADO DE VALORES.

“Invertir en conocimientos produce siempre los mejores intereses.”

Benjamín Franklin

4.1 Contribución de la nueva Ley del Mercado de Valores para la incorporación de las pymes al mercado de valores.

El 30 de diciembre de 2005 fue publicada en el Diario Oficial de la Federación la nueva Ley del Mercado de Valores (LMV), misma que abroga aquella publicada en el año de 1975, y que entró en vigor 180 días después de su publicación en el DOF, es decir, el 28 de junio de 2006.

Según se planteó, la nueva ley tiene como fin primordial desarrollar inversiones que complementen y permitan detonar el crecimiento del mercado de valores tradicional, como el capital de riesgo, a fin de permitir a empresas medianas principalmente, integrarse en la BMV y aprovechar las ventajas que está les brinda¹.

De igual forma, el Art. 1 de la LMV señala que tiene por objeto desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; proteger los intereses del público inversionista; minimizar el riesgo sistémico, fomentar una sana competencia y regular el quehacer de los actores, particulares y autoridades a los que les sean aplicables los preceptos de esta ley.

Lo antes mencionado se presenta en la ley a través de 16 títulos con un total de 423 artículos y 25 disposiciones transitorias que por su mismo tamaño, a pesar de que todos los temas son importantes no son tan trascendentales para el desarrollo de la presente investigación por lo que si se quiere conocer más acerca de ellos, es necesario consultar la LMV.

En este sentido, solo se tratarán los temas relacionados a la contribución que esta nueva LMV hace para la incorporación de las pymes al mercado de valores.

Si bien es cierto que esta ley, tendiente a mejorar las condiciones de transparencia, equidad y eficiencia en el mercado de valores, no garantiza el desarrollo del mismo en el corto plazo ni tampoco hace más efectivo al sistema judicial, sí crea un ambiente favorable al incentivar conductas deseables e inhibir las indeseables.

La LMV es entonces una ley promotora, tanto del desarrollo del capital privado y el capital de riesgo en nuestro país, como para incentivar que nuevas emisoras coticen sus acciones en la BMV, a través de dos nuevas modalidades de sociedades anónimas de adopción voluntaria.

La experiencia internacional en economías emergentes como Brasil, Chile y China entre otras, demuestra que el capital de riesgo representa un semillero importante para formar y madurar empresas que encuentran en el mercado de valores un mecanismo de salida de estas inversiones incrementando con ello el número de emisoras en la Bolsa.

“Quienes invierten en capital de riesgo buscan siempre recuperar sus recursos al término de un horizonte de inversión y los mercados bursátiles ofrecen una excelente opción para hacerlo, por lo que en muchas ocasiones quienes invierten en capital de riesgo procuran llevar sus inversiones a las bolsas de valores por razones estratégicas, lo cual fomenta el desarrollo de los mercados bursátiles mediante la entrada de nuevas emisoras de valores”. (Robles Peiro, 2008, p. 6).

¹ Véase exposición de motivos de la LMV publicada en el DOF el 30 de diciembre de 2005.

El capital de riesgo es el financiamiento mediante capital privado a empresas en desarrollo o en fase inicial con alto potencial de crecimiento, con el objetivo de hacer crecer a dicha empresa en un tiempo determinado que generalmente va de los tres a los diez años.

Terminado este plazo, los inversionistas de los fondos de capital de riesgo o privado esperan obtener una plusvalía de su inversión, por esta razón, muchas veces los mismos inversionistas de estos fondos participan activamente en la administración y manejo de las operaciones de las empresas promovidas.

Se llama capital de riesgo si la inversión se hace al inicio de las operaciones de la empresa promovida, pero si la inversión se realiza cuando la empresa ya está en marcha entonces se le llama capital privado.

El ciclo del capital de riesgo concluye con la recuperación de la inversión hecha en las empresas promovidas más un interés o ganancia del capital invertido. Los mecanismos utilizados para la salida de este capital son mediante la venta de sus acciones a un tercero, la venta de sus acciones a los socios fundadores u originales de dichas empresas ó mediante la colocación de la compañía en una bolsa de valores.

El propósito de esta nueva ley es que de las tres alternativas se elija la tercera, la colocación de las empresas en la BMV, sin embargo era necesario antes que nada, incentivar en México el capital de riesgo por lo que se integró una modalidad de sociedad anónima que permite la obtención de capital de riesgo.

De este modo, dos de las tres figuras societarias presentadas por la LMV, buscan otorgar facilidades a empresas pequeñas, medianas y grandes, en un primer esfuerzo de financiamiento a través de la incursión en la BMV.

Se trata de la sociedad anónima promotora de inversión, creada para promover el capital de privado en empresas en crecimiento y el capital de riesgo en empresas de nueva creación con altas expectativas de desarrollo como puede ser una pyme, y de la sociedad anónima promotora de inversión bursátil como mecanismo o vehículo de salida de estas inversiones.

La idea es que las pymes, en especial la mediana empresa, adopten la modalidad de una SAPI para ser receptora de capital de riesgo y que en un plazo de tres o cinco años más, se encuentre en una etapa de madurez y desee ingresar a la BMV de manera gradual convirtiéndose en SAPIB para continuar con su conversión a grande empresa.

Con esto se espera que se aumente el número de emisoras de valores en la BMV que hasta ahora ha sido catalogada como pequeña y elitista, ya que las empresas que en ella participan son pocas y generalmente son las más grandes del país.

4.2 Sociedades jurídicas que promueven el acceso de las pymes al mercado de valores.

Las sociedades jurídicas creadas por la nueva LMV son la sociedad anónima promotora de inversión (SAPI), la sociedad anónima promotora de inversión bursátil (SAPIB) y la sociedad anónima bursátil (SAB), las cuales se comentaran en seguida.

4.2.1 Sociedad anónima promotora de inversión (SAPI)²

De acuerdo con el art. 12 de la LMV las sociedades anónimas podrán constituirse como SAPI o adoptar dicha modalidad ateniéndose a las disposiciones establecidas en esta ley y en lo no previsto por ella, a la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM).

No obstante, las sociedades que pretendan adoptar dicha modalidad deberán contar con el acuerdo previo de su Asamblea General Extraordinaria de Accionistas.

El objetivo de esta sociedad es promover la inversión del capital de riesgo como parte complementaria del mercado de valores público en nuestro país en empresas en desarrollo o de nueva creación con altas expectativas de crecimiento.

Es por eso que se ha dotado a la SAPI de ciertas excepciones con respecto a la LGSM, permitiéndoles mayor flexibilidad ante cambios estatutarios, evitar conflictos entre socios, respaldar el derecho de minorías y acuerdos de los accionistas para la venta de acciones a terceros. Estas facilidades se encuentran definidas en los artículos 13 y 16 de la citada LMV.

Dentro de estas facilidades destacan: la implementación de mecanismos para resolver desacuerdos entre accionistas; la ampliación, limitación o negación del derecho de suscripción preferente; la restricción sobre la transmisión de propiedad de acciones; exclusión, separación o retiro de socios; y la posibilidad de emitir acciones sin derecho de voto o de voto restringido.

Asimismo en la SAPI se limita la responsabilidad en los daños y perjuicios ocasionados por sus consejeros y directivos, derivados de los actos que ejecuten o por las decisiones que adopten, esta excepción es por demás importante ya que muchas de las veces los inversionistas del capital de riesgo se integran a la administración de las empresas promovidas para acrecentar el valor de su inversión.

Además existen las facilidades para que los accionistas puedan convenir entre ellos:

- Obligación de no desarrollar giros comerciales que compitan con la sociedad en un plazo máximo de tres años,
- Derechos y obligaciones sobre opciones de compra o venta de sus acciones,
- Enajenar o vender sus derechos de preferencia,
- Acuerdos para el ejercicio del derecho de voto en las Asambleas de Accionistas,

² Para mayor información consultar el capítulo I y sus secciones I y II, de la LMV, artículos 12 al 18

- Acuerdos para la enajenación de sus acciones en oferta pública.

La administración de las SAPI estará encomendada a un Consejo de Administración, las cuales podrán adoptar para su administración y vigilancia, el régimen relativo a la integración, organización y funcionamiento de las SAB, en cuyo caso el requisito de independencia de los consejeros no será obligatorio.

En caso contrario, los consejeros y el director general quedarán sujetos al régimen de organización, funciones y responsabilidades previsto en la LGSM.

Las SAPI que adopten el régimen de las SAB no estarán obligadas a tener la figura del comisario, en su sustitución deberán de contar con un auditor externo independiente y un comité integrado por consejeros que ejerzan las funciones de auditoría.

Otra de las ventajas que tiene la SAPI con respecto a una sociedad anónima de la LGSM es el derecho que confiere a sus accionistas de acuerdo a su participación accionaria para:

- Designar y revocar en asamblea general de accionistas a un miembro del Consejo de Administración o comisario (SAPI 10% Vs SA 25%),
- Convocar a asambleas o aplazar la votación de asuntos (SAPI 10% Vs SA 33%),
- Ejercer la acción de responsabilidad civil contra los administradores en beneficio de la sociedad (SAPI 15% Vs SA 33%),
- Oponerse judicialmente a las resoluciones de las Asambleas Generales (SAPI 20% Vs SA 33%)

Como podemos ver, el derecho de las minorías se encuentra mejor cubierto bajo este nuevo esquema por lo que se espera que esto contribuya a incentivar el capital de riesgo en la pyme, mediante la emisión de valores en forma privada o mercado de valores privado.

La finalidad de una SAPI es captar capital de riesgo que le permita crecer y madurar con el fin de poder ingresar a Bolsa para continuar con su desarrollo de pyme a grande empresa, pero podría darse el caso de que la empresa no pudiera madurar en este tiempo o que la empresa decidiera optar por los otros mecanismos de salida de estas inversiones, ya que la LMV no le obliga a ingresar a la BMV una vez constituida como SAPI.

Por esta razón, era necesario crear otro mecanismo de salida de este capital de riesgo que no fuera la emisión de acciones en Bolsa.

Esta problemática quedó resuelta con el artículo 17 de la LMV, el cual permite que las SAPI puedan adquirir las acciones representativas de su capital social con cargo a su capital contable o al propio capital social, esto previo acuerdo del Consejo de Administración³.

Es de hacer notar que las SAPI están exceptuadas del requisito de publicar sus estados financieros establecido en el artículo 177 de la LGSM.

Pero ¿Cómo atrae la SAPI el capital de riesgo o el capital privado?

³ El artículo 134 de la LGSM prohíbe a las sociedades anónimas adquirir sus propias acciones, salvo por adjudicación judicial, en pago de créditos de la sociedad.

Pues bien, según el art. 8 de la LMV cualquier empresa puede ofrecer sus valores de manera privada en territorio nacional, sin la obligación de inscribirlos en el RNV y sin la intervención de casas de bolsa, siempre y cuando cumpla con alguno de los requisitos siguientes:

- I. Se realice exclusivamente a inversionistas institucionales o calificados.
- II. Se ofrezcan valores representativos del capital social o sus equivalentes, a menos de cien personas.
- III. Se realice al amparo de planes o programas aplicables en forma general a empleados o grupos de empleados de la sociedad que emita los valores o empresas que esta controle.
- IV. Se efectúe a accionistas o socios de personas morales que realicen su objeto social exclusiva o preponderantemente con estos.

Sin embargo, uno de los mayores obstáculos que enfrenta esta emisión privada fuera de Bolsa es que a las ganancias de capital se les debe aplicar una retención del 20% según lo establece la LISR. De esta manera, resulta necesario que la SHCP elimine este pago fiscal en operaciones OTC para fomentar la inversión de capital de riesgo en estas empresas.

Cabe señalar que las ganancias de capital en la BMV si están exentas.

Hasta diciembre de 2009, las SAPI que habían emitido títulos de deuda en la BMV eran:

- **Hito SAPI de CV**

La actividad principal que desarrolla es proporcionar a las sofoles, sofomes y bancos, y todas aquellas empresas originadoras de créditos hipotecarios que así lo requieran, servicios de sistemas tecnológicos, asesoría, administración, comercialización y demás servicios relacionados para fortalecer y agilizar la originación, evaluación de riesgos y administración de créditos hipotecarios e impulsar el desarrollo de sus operaciones de bursatilización de dicha cartera.

Comenzó su listado en la BMV el 20 de diciembre de 2007, fecha en la que la CNBV le autorizó un programa con vigencia de tres años para emitir certificados bursátiles fiduciarios denominados “Bonhitos” por un monto total de \$200,000 millones actuando como fiduciario el Banco J.P. Morgan, S.A. Los recursos obtenidos en cada colocación, serán utilizados para fondear créditos hipotecarios de reciente otorgamiento.

El mecanismo de los Bonhitos es el siguiente: cada una de las originadoras de créditos hipotecarios, aportará a un fideicomiso centro de capital (FCC) los créditos hipotecarios que haya fondeado con recursos propios, quien después de calificar el riesgo de estos créditos, emitirá certificados fiduciarios preferentes para ser entregados a los fideicomisos emisores. Finalmente, el fiduciario emisor llevará a cabo las emisiones de los Bonhitos para su colocación entre el gran público inversionista al amparo de los certificados fiduciarios preferentes recibidos por el FCC.

La primera colocación de estos certificados fue el 20 de diciembre de 2007 por un importe de \$9'610,780.00 respaldados por 7 créditos hipotecarios originados por Hipotecaria Vértice, S.A. de C.V. SOFOL.

Durante el siguiente año, realizó 14 colocaciones de Bonhitos que importaron \$59'944,140.00 respaldados por 20 créditos hipotecarios; 16 fueron cedidos por Hipotecaria Vértice, S.A. de C.V. SOFOM ENR (antes SOFOL), 3 por Hipotecaria Crédito y Casa, S.A. de C.V. SOFOL, y 1 por Condesa Financiera, S.A. de C.V. SOFOM ENR.

El 24 de febrero de 2009, la CNBV le autorizó un nuevo programa para la emisión de certificados bursátiles fiduciarios por un monto total de \$10,000 millones actuando como fiduciario emisor The Bank of New York Mellon, SA.

Con base en este nuevo programa, se hicieron 21 colocaciones de Bonhitos por un importe acumulado en el año de \$7'062'932,923.00 respaldados por 34,973 créditos hipotecarios; 71 fueron cedidos por Hipotecaria Vértice, S.A. de C.V. SOFOM ENR, otros 1,085 por Condesa Financiera, S.A. de C.V. SOFOM ENR, la empresa GMAC Financiera, S.A. de C.V., SOFOM ENR cedió 1,569 mientras que dos dependencias públicas importantes, como lo son el INFONAVIT y el FOVISSSTE, aportaron 16,209 y 16,039 respectivamente.

Sociedad Hipotecaria Federal asumió el papel de garante en estas emisiones de Bonhitos en caso de que hubiera incumplimiento por parte de los emisores.

- **Docuformas SAPI de CV**

Empresa dedicada a la comercialización de equipos para oficina de la marca Xerox, así como al financiamiento y arrendamiento puro de equipos de comunicación de voz y datos de otras marcas. Ingresó a la BMV el 20 de enero de 2006 emitiendo en sus dos primeros años certificados bursátiles a corto plazo avalados por NAFIN, por un monto total de \$200 millones cuyo destino fue para capital de trabajo.

Posteriormente, el 23 de octubre de 2008 modificó su régimen societario al adoptar la figura de la SAPI bajo la cual volvió a emitir certificados bursátiles a corto plazo avalados en un 50% por NAFIN, ahora por un monto de \$75 millones destinados para capital de trabajo y sustitución de pasivos.

- **Wamex Capital SAPI de CV.**

Constituida el 30 de octubre de 2008 como SAPI, tiene como objeto principal la administración de fondos de capital privado creados mediante fideicomisos que apoya con recursos de largo plazo a pymes mexicanas del sector de manufactura y de servicios principalmente, para concretar planes de consolidación, expansión e institucionalización de las mismas.

El propósito de esta empresa es vender las acciones de las empresas promovidas, adquiridas por medio de un fideicomiso, a un precio que genere para sus inversionistas una ganancia atractiva durante un periodo de inversión determinado.

Se listó en la BMV el 05 de noviembre de 2009 realizando el mismo día una colocación de certificados de capital de desarrollo (CKDes)⁴ de largo plazo por un monto de \$750 millones, fungiendo como fiduciario The Bank of New York Mellon, SA.

Una parte de los recursos obtenidos de esta colocación fueron utilizados para cubrir los gastos de emisión y colocación del instrumento que ascendieron a \$29.850 millones aproximadamente, mientras que el resto fue destinado a financiar a pequeñas y medianas empresas, fundamentalmente en los sectores de manufacturas y de servicios.

- **Unifin financiera SAPI de CV, SOFOM, ENR**

Unifin realiza operaciones de arrendamiento puro de vehículos nuevos u otros bienes muebles durante un término forzoso. Ingresó a la BMV el 12 de marzo de 2002 emitiendo en ese año papel comercial por un monto de \$20 millones.

Durante el año 2003 volvió a emitir deuda, esta vez mediante certificados bursátiles a corto plazo por un monto de \$50 millones. En 2004 emitió certificados bursátiles, \$50 millones a corto plazo y \$50 millones a largo plazo. Durante el año de 2005, realizó dos colocaciones de certificados bursátiles a corto plazo, uno por \$100 millones y el segundo por \$150 millones, en abril y octubre respectivamente.

Con todo este financiamiento obtenido en la BMV su cartera de crédito se incrementó de forma importante, permitiéndole en el año 2006 realizar una bursatilización de sus cuentas por cobrar por un monto de \$300 millones.

Posteriormente, en el año 2007 hizo ocho colocaciones de certificados bursátiles a corto plazo por un monto total de \$1,100 millones.

De igual manera, en el año de 2008 emitió veinte veces certificados bursátiles a corto plazo por un monto acumulado de \$2,191 millones.

De enero a septiembre de 2009, el importe total de las veinte colocaciones de certificados bursátiles a corto plazo ascendió a \$2,457 millones.

El 01 de octubre de 2009 adopto el régimen de la SAPI y bajo este obtuvo la autorización de para emitir hasta \$1,000 millones los cuales ha de utilizar para capital de trabajo y/o sustitución de pasivos de acuerdo con el aviso de oferta pública que emitió el 09 de octubre de 2009.

Por otra parte, la SAPI puede convertirse en una sociedad anónima promotora de inversión bursátil (SAPIB), cuando se ha decidido realizar una oferta pública de acciones en Bolsa o dar una mayor seguridad a los inversionistas por medio del registro de sus acciones en el RNV. Las SAPI no estarán sujetas a la supervisión de la CNBV salvo que inscriban valores en el RNV.

⁴ Se trata de títulos con las características de transparencia en la toma de decisiones, control y seguimiento, protección de minorías y funcionamiento de comités de inversión, propias de una empresa de cotización pública. Los emisores de CKDes están sujetos a prácticas y disciplinas de gobierno corporativo, por tanto los inversionistas adquieren derechos específicos para participar en los órganos de operación, administración y decisión en los fideicomisos correspondientes.

Podemos decir que la SAPI es una modalidad societaria que contribuye a fomentar las inversiones de capital de riesgo en nuestro país y es una gran noticia saber que varias empresas han cambiado ya su régimen a esta nueva modalidad o mejor aún, se han constituido como tal, lo que hace pensar que los propósitos de la LMV comienzan a cumplirse.

4.2.2 Sociedad anónima promotora de inversión bursátil (SAPIB)⁵

La nueva LMV contempla una segunda alternativa de acceso al mercado de valores mediante la figura de la SAPIB, que permite a la SAPI adoptar progresivamente el régimen aplicable a una SAB en un plazo que no podrá exceder de tres años a partir de la inscripción de sus acciones en el RNV. Se puede decir que la SAPIB es una figura de transición.

El programa de transición debe cumplir los requisitos establecidos en el reglamento interior de la BMV por lo que se deberán realizar las modificaciones estatutarias necesarias para adecuar la integración del capital social, así como definir las causas de la cancelación de la inscripción en el RNV.

Otros requisitos que una SAPI debe cumplir para poder registrar sus valores en el RNV son:

- Que dentro del Consejo de Administración exista por lo menos un consejero que tenga el carácter de independiente,
- Un comité que auxilie al Consejo de Administración en temas relacionados con prácticas societarias, cuyo presidente sea un consejero independiente,
- El secretario del Consejo de Administración autentifique la tenencia accionaria de cada uno de los accionistas.

Una vez que se ha modificado su denominación social de SAPI a SAPIB y se ha obtenido la inscripción en el RNV de las acciones representativas de su capital social o títulos de crédito que las representen, se podrá colocar en la BMV con o sin oferta pública dichos valores.

El prospecto de colocación o folleto informativo que utilicen para tal efecto deberá contener:

- Las diferencias en el régimen de organización, funcionamiento, revelación de información, requisitos de listado y mantenimiento, en relación con las SAB.
- Los términos y condiciones del programa de adopción a la modalidad de SAB aprobado por la BMV,
- La mención de que los valores únicamente podrán adquirirse por inversionistas institucionales y calificados, así como por personas que manifiesten por escrito conocer las características de estas sociedades, así como las diferencias con las sociedades anónimas y las SAB además de los riesgos que representan las inversiones en ese tipo de valores. El formato se encuentra en el anexo C.

⁵ Para mayor información consultar la sección III del capítulo I de la LMV, artículos 19 al 21

La BMV está obligada a verificar los grados de avance y cumplimiento de los programas de adopción de las SAPIB, informando a la CNBV los incumplimientos encontrados dentro de los cinco días hábiles siguientes a que tengan conocimiento de los mismos.

Es causa de cancelación de la inscripción en el RNV el incumplimiento grave a estos programas, quedando la SAPIB obligada a realizar una oferta pública de adquisición, dentro de los 180 días siguientes a la fecha en que sea requerida por la CNBV o cuando concluya el plazo de los tres años del programa, lo que ocurra primero.

Mientras no se realice la oferta pública de adquisición, la CNBV podrá suspender la inscripción de los valores en el RNV para evitar que se produzcan condiciones desordenadas en el mercado.

La LMV también faculta a la CNBV para reducir los requisitos de inscripción y mantenimiento en el RNV, de las acciones representativas del capital social de las SAPIB o títulos de crédito que las representen, así como en materia de revelación de información, en relación con los requeridos para las SAB.

De allí que existan ciertas diferencias entre una SAPIB y una SAB en cuanto a los requisitos de inscripción de los valores en el RNV y en la BMV entre los que destacan los siguientes⁶:

- Contar con un historial de operación de por lo menos dos años,
- Contar con un capital contable equivalente a 15 millones de UDI's,
- Solo deberán presentar estados financieros no auditados y comparativos,
- Que la suma de los dos últimos ejercicios sociales arroje utilidades operativas,
- Colocar cuando menos el 12% del capital social pagado entre el público inversionista,
- Obtener un mínimo de 20 accionistas o tenedores una vez realizada la colocación,
- Excepción de informar el grado de adhesión al código de mejores practicas corporativas a cambio de cumplir con el programa de adopción del régimen de la SAB.

Vemos que existen varias diferencias entre el régimen de una SAPIB y una SAB, razón por la cual se podría decir que esta modalidad si brinda ciertos beneficios para que una pyme transformada en SAPIB pueda acceder a la BMV. Sin embargo, si se permitiera que una persona pudiera adquirir más del 40% del total de la oferta inicial, quizás ayudaría a darle mayor liquidez y agilidad al mercado para las SAPIB.

En cuanto a los requisitos de mantenimiento parece que son fáciles de cumplir ya que la mayoría de estos son producto del movimiento propio del mercado.

Otra de las cosas de las que se quejaban las empresas eran los costos incurridos para ingresar y mantener inscritos sus valores en Bolsa motivo por el cual, la CNBV autorizó un 75% de descuento en la inscripción de valores en el RNV mientras que la BMV ha

⁶ Los requisitos generales de listado y mantenimiento de los valores en Bolsa se encuentran establecidos en los artículos 25 y 26 de las disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores, mientras que el detalle de los mismos están previstos en el artículo 4.008.01 del reglamento interior de la BMV.

emprendido un plan desde el año 2006, del que hablaremos más adelante, en el que se cancelan los costos de inscripción y mantenimiento por los primeros años.

En primer instancia, se espera que esta modalidad sea adoptada por una pyme que se haya constituido primero como una SAPI para ser receptora de capital de riesgo y que en un plazo de tres o cinco años más, se encuentre en una etapa de madurez y desee ingresar a la BMV de manera gradual para continuar con su conversión a grande empresa.

Sin embargo, la SAPIB puede ser adoptada por cualquier empresa que cumpla con los requisitos de listado de la BMV aunque no haya recibido financiamiento vía capital de riesgo.

De todos modos, parece ser que la SAPIB facilitará el acceso de nuevas empresas a la BMV al romper el mito de que la Bolsa es solo para empresas grandes y aquel que dice que ingresar a la Bolsa es demasiado caro, resuelto en parte con la simplificación en los requisitos y una reducción de los costos de listado y mantenimiento de los valores tanto en el RNV como en la BMV.

Actualmente dentro de la BMV existen dos empresas registradas como SAPIB:

- **Red de Carreteras de Occidente, SAPIB de CV**

La compañía fue constituida el 13 de agosto de 2007 como una sociedad de responsabilidad limitada, cuyo objeto fue la de operar, conservar, explotar y mantener la concesión de cuatro autopistas de cuota, otorgadas por el Gobierno Federal a través de la Secretaria de Comunicaciones y Transportes al consorcio formado para tal efecto.

Estas autopistas conectan la ciudad de México con el norte y oeste del país, localizadas en los estados de Jalisco, Michoacán, Guanajuato y Aguascalientes.

El 24 de septiembre de 2009 la compañía decidió transformarse en SAPIB y presentar la solicitud de registro en la BMV, sin oferta pública, de las 33'589'149,503 acciones representativas de su capital social divididas en dos series (serie A 19'589'149,503 y serie B 14'000'000,000) recibiendo la opinión favorable de esta institución el 05 de octubre del mismo año.

A esta fecha, la tenencia accionaria era la siguiente:

Accionista	Acciones		Acciones
	Serie A fijo	Serie A variable	Serie B variable
GS Global Infrastructure Partners I, LP	1	1,559	-----
GS Infrastructure Advisors 2006, LLC	1	1,559	-----
Matador Infra BV	39,998	12'471'276,485	-----
Constructoras ICA, SA de CV	50	15'589,099	-----
Controladora de Operaciones de Infraestructura, SA de CV	9,950	3'102'230,801	-----
Acciones en tesorería	-----	4'000'000,000	14'000,000,000
Total	50,000	19'589'099,503	14'000,000,000

A la fecha de su listado en Bolsa, el capital social autorizado de Red de Carreteras de Occidente, SAPIB de CV ascendía a \$30'589'159,503.00, por lo tanto no se le puede considerar como una pyme.

Esto nos demuestra que el régimen societario de una SAPIB no es solamente para las pymes ni para las SAPI que quieran inscribir sus valores en el RNV, sino también para aquellas grandes empresas que requieran ingresar paulatinamente al mercado de valores adoptando los criterios de gobierno corporativo de manera gradual, utilizando como guía el programa propuesto por la BMV que comentaremos más adelante.

- **ARRACHERA HOUSE, SAPIB de CV**

La compañía fue constituida el 06 de julio de 2001 como una empresa dedicada a la preparación de alimentos para venta al público en general, sus tiendas se localizan en los centros comerciales del DF y en otras 13 ciudades importantes de la República Mexicana.

El concepto de Grupo House es el servicio rápido el cual maneja menús con precios accesibles y tiempo de entrega menor que en un restaurante tradicional, pero conservando la calidad en los alimentos.

Las marcas que Grupo House tiene en operación a diciembre de 2008 son:

- Arrachera House
- Sixties
- Taquería House

El 23 de febrero de 2009 Arrachera House adoptó la modalidad SAPI de CV y posteriormente el 24 de junio del mismo año sus accionistas celebraron una asamblea en la que se acordó la modificación a SAPIB, con el propósito de ingresar a la BMV y encontrar en esta, el mecanismo para la salida del capital privado que había invertido en esta compañía.

Arrachera House se listó en Bolsa el 02 de septiembre de 2009, inscribiendo las 49'768,072 acciones representativas de su capital social integrado de la siguiente manera:

SERIE	NÚMERO DE ACCIONES		CAPITAL SOCIAL	
	FIJA	VARIABLE	FIJO	VARIABLE
A	50,000	28'585,892	50,000.00	28'585,892.00
B	<u>0</u>	<u>21'132,180</u>	<u>0.00</u>	<u>21'132,180.00</u>
TOTAL	50,000	49'718,072	50,000.00	49'718,072.00

El propósito del listado fue la colocación de un instrumento estructurado de capital garantizado, a través del cual se obtuvieran los recursos necesarios para la disminución del capital de Arrachera House en un importe de \$52'679,021.00.

La disminución del capital de la emisora se hará mediante reducción del capital de la sociedad a favor de ciertos accionistas, principalmente de los inversionistas del fondo de capital privado, la cual será acordada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas.

Como consecuencia de la aprobación de dicha reducción, se procederá a liquidar total o parcialmente a los accionistas que a continuación se detallan:

Accionista	Capital variable serie B	Acciones serie B liquidadas	% liquidadas
Beatriz Amezcua García	627,541	313,770	50.00
Juan Manuel Flores Mora	313,771	156,885	50.00
Octavio Diez De Sollano Díaz	267,420	267,420	100.00
Jaime Diez De Sollano Díaz	625,258	625,258	100.00
Roberto Diez De Sollano Díaz	400,903	400,903	100.00
Servicios Zembra, S.A. De C.V.	485,093	485,093	100.00
Armida Galindo Ripoll	776,589	776,589	100.00
Miguel Blásquez Copel	290,978	290,978	100.00
César Villaseñor Saldaña	592,892	592,892	100.00
Invex Infraestructura, S.A.P.I. de C.V.	4,559,508	4,559,508	100.00
Total	8'939,953	8'469,296	

Es importante mencionar que la empresa Invex Infraestructura, SAPI de CV se trata de un fondo de capital privado constituido bajo el nuevo esquema contemplado en la nueva LMV y que después de mantener su inversión en esta emisora por algún tiempo, busca en la BMV un mecanismo para dar salida a su inversión con un margen de utilidad.

Sin embargo, cabe aclarar que al cierre del año 2009 la BMV todavía no emitía su opinión favorable para la emisión de estas acciones, debido a algunos errores presentados en el folleto informativo de la emisora.

4.2.3 Sociedad anónima bursátil (SAB)

La SAB es el equivalente a la sociedad bursátil que ya cotizaba en el mercado de valores antes de la reforma a la LMV, la cual tenía un plazo que concluyó el 24 de diciembre de 2006 para adecuarse a los requerimientos de esta nueva legislación enfocada a impulsar las mejoras prácticas de gobierno corporativo en estas emisoras.

En la estructura de las SAB, desaparece la figura del comisario y las funciones de vigilancia se distribuyen entre el Consejo de Administración, los comités de auditoría y prácticas societarias y el auditor externo independiente.

Además se introdujeron cambios en materia de procesos societarios, ajustando ciertos derechos de minorías con respecto a la tenencia accionaria, disminuyendo el porcentaje de

15% a 5% para ejercer acción civil en contra de consejeros y directivos; con el 10% se puede nombrar a un consejero y convocar a asambleas; mientras que con un 20% se puede oponer judicialmente a resoluciones de la asamblea.

Se redefinen también las funciones del Consejo de Administración, el cual estará integrado por un máximo de 21 consejeros de los cuales el 25% deberá ser independiente, que se encargará entre otras cosas de la definición de las estrategias generales para la conducción y vigilancia de la sociedad, dejando que el director general sea el responsable de la gestión diaria del negocio.

Se establecen los deberes de diligencia y lealtad que todos los miembros del Consejo de Administración y el director general deben observar en beneficio de la sociedad, así como las sanciones por esta falta de cumplimiento que podría ser hasta prisión por 12 años.

Estos y otros temas novedosos son tratados en la nueva LMV por lo que si se quiere conocer más sobre ellos, será necesario remitirse a esta ley en el entendido que resultan demasiado extensos para ser comentados aquí.

Recapitulando sobre la entrada en vigor de la nueva LMV podemos comentar que es un paso importante para dotar al mercado de valores de una mayor transparencia, protección de los derechos de las minorías, redefinición de prácticas societarias y la aplicación del gobierno corporativo en las emisoras, todas encaminadas a ofrecer mayor protección al inversionista.

Del mismo modo, se crean nuevos tipos societarios que facilitan el acceso del capital privado y de riesgo en empresas (SAPI) y al capital público (SAPIB) bajo la premisa de que el capital de riesgo sea el mecanismo que complementa y permita detonar el crecimiento del mercado de valores tradicional.

La modalidad de SAPI no tiene límite de tiempo, mientras que el modelo de SAPIB es una opción temporal que debe durar como máximo un periodo de tres años, tiempo en el cual las empresas que hubieran adoptado dicha figura deberán incorporarse al régimen de la SAB.

Entre estas dos últimas, las diferencias fundamentales consisten en que:

La SAB requiere en su Consejo de Administración tener 25% de consejeros independientes, y deben ser, al menos, tres miembros, mientras que la SAPIB solo requiere uno.

La SAB requiere tener un comité de prácticas societarias y un comité de auditoría, ambos con tres consejeros independientes, mientras que en la SAPIB solo se requiere el comité de auditoría con un consejero independiente.

4.3 Proceso de institucionalización y acceso de las pymes a la Bolsa Mexicana de Valores

Guillermo Prieto Treviño, ex presidente de la BMV estima que el camino más adecuado para que una empresa transite por el mercado de valores es iniciándose como emisora de deuda a corto plazo, para luego transitar a deuda de mediano y largo plazo, después del cual la emisión de acciones podría ser un paso natural en este proceso. Sin embargo, si la empresa

está preparada desde un principio para emitir títulos accionarios representativos de su capital social, lo puede hacer sin pasar por el proceso antes señalado⁷.

Este proceso se podría aplicar directamente sobre una pyme con potencial de crecimiento aunque también podría ser un proceso seguido por una SAPI en su afán de convertirse en una SAPIB para luego transitar al régimen general bursátil de la SAB.

Por esta razón, la BMV ha diseñado un calendario de eventos cuya finalidad es facilitar a las empresas su incorporación al mercado de valores y su registro como SAPIB.

Este calendario propone tres etapas para dar cumplimiento gradual a la transición de SAPIB a SAB, en materia de gobierno corporativo y divulgación de información agrupándolos en cuatro rubros que son: Asamblea de Accionistas, Consejo de Administración, comités encargados de las funciones de prácticas societarias y comités encargados de la auditoría.

Se estima que cada etapa quede cubierta en 10 meses, sin embargo el grado de avance de incorporación dependerá de cada empresa, por lo que las tres etapas podrán cubrirse en el momento en que cada una lo considere mas apropiado sin exceder de tres años.

Como lo establece el art. 21 de la LMV, la Bolsa está obligada a verificar en forma periódica los grados de avance y cumplimiento del programa de transición durante las tres etapas del proceso a fin de que los inversionistas puedan conocer este avance logrado por la SAPIB.

Una vez obtenido el registro en el RNV, las empresas podrán contar con la asesoría de profesionales que les ayude a cumplir con las etapas señaladas en este calendario.

El calendario de eventos es útil también para las empresas que adopten directamente el régimen societario de la SAB ya que contiene todos los requisitos que deben cubrir antes de su inscripción en Bolsa⁸.

4.4 Apoyos de la BMV para la incorporación de las pymes al mercado de valores

De manera paralela a los esfuerzos realizados por el Gobierno Federal tras la aprobación de la nueva LMV, la BMV consideró que era conveniente la implementación de un plan que reforzara las actividades y programas tendientes a promover el acceso de nuevas emisoras en la Bolsa, especialmente empresas de tamaño medio.

Este plan fue llamado “*plan de servicios y facilidades a nuevas emisoras nacionales 2006 (deuda y capitales)*” en el cual se establecía entre otras cosas:

- La cancelación de las cuotas de inscripción y mantenimiento en Bolsa para nuevas emisoras por los primeros años,
- La creación de un área dirigida a la promoción y servicio a emisores potenciales que guíe a estas empresas en el proceso de acceso al mercado de valores,

⁷ Fuente: http://www.imef.org.mx/ponencia2007/cap04/c04_11.html#conclusion

⁸ Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, Calendario de eventos para facilitar la incorporación de las empresas al mercado de valores, México 2008, <http://ols.uas.mx/cegc/Doctos/Calendario%20de%20eventos%20para%20SAPIB.pdf>

- Apoyos institucionales en materia de gobierno corporativo e institucionalización de las empresas,
- Diseño de una guía para la adopción práctica de gobierno corporativo y un calendario de eventos para dar cumplimiento a esta transición en forma gradual,
- Apoyo a las empresas en actividades de difusión y publicidad, además de otorgar el acceso gratuito a la información bursátil en tiempo real, durante un año,
- Apoyos económicos para cubrir un porcentaje del costo de asesores y abogados que guíen a las empresas que ingresen mediante la figura de la SAPIB, durante los tres años que dure este proceso.

El objetivo de este programa era incentivar que medianas empresas puedan, en forma gradual y ordenada, ingresar al mercado de valores como emisoras otorgando facilidades como: asesoría durante el proceso, facilidades administrativas, promoción de eventos para la colocación y agilidad en el proceso de inscripción.

El siguiente cuadro muestra las cancelaciones de cuotas y los productos que ofrece el programa en función del tipo de instrumento a emitir y del tamaño de la empresa emisora, otorgando mayores beneficios a pymes que tengan un capital contable menor a \$1,500 millones.

Cuadro 18. Plan de servicios y facilidades a nuevas emisoras nacionales 2006 (deuda y capitales)

	IPO's Acciones		Deuda de Med y Largo Plazo		Deuda de Corto Plazo	
	C.C. + 1,500 mps.	C.C. - 1,500 mps.	C.C. + 1,500 mps.	C.C. - 1,500 mps.	C.C. + 1,500 mps.	C.C. - 1,500 mps.
Cancelación de cuota de inscripción	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Cancelación de cuota de mantenimiento (primer año)		✓		(50%)		
Consultoría en Gobierno Corporativo	✓	✓				
Promoción de eventos para la colocación	✓	✓	✓	✓	✓	✓
*Agilidad en el proceso de inscripción	✓	✓				
Vector de precios para valuación de tesorería por un año (Valmer)	✓	✓				
Claves de Emisnet y publishing de BMV por un año	✓	✓				

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, www.bmveducacion.com.mx/.../PLAN_APOYO_EMISORAS_2006.pdf

Las empresas que se incorporen como SAPIB al mercado de valores y presenten la solicitud de inscripción de sus acciones, podrán contar con la asesoría de profesionales que les ayudarán a cubrir los requisitos de gobierno corporativo contemplados en el calendario de eventos antes visto, en el plazo de tres años que marca la LMV.

Además, la BMV realizó una simplificación en tiempo y forma de los requisitos de listado de las emisoras, implementando la recepción de la documentación requerida para tales efectos de manera electrónica eliminando así la entrega de información de manera impresa.

Con esto también quedó suprimido el envío de la documentación de inscripción a diferentes instituciones, agilizando los tiempos de respuesta y reduciendo la carga de trabajo para el emisor, además este último puede consultar el estatus de su solicitud en cualquier momento.

Sin lugar a dudas, la BMV ha hecho varios esfuerzos implementado mecanismos que faciliten el acceso de nuevas emisoras a su mercado, con el fin de que nuevas empresas, en especial de tamaño medio, puedan ingresar a emitir valores para su financiamiento ya sea en el mercado accionario o en el mercado de deuda.

Con estos apoyos, tanto económicos como administrativos, los únicos costos que deberán cubrir las empresas que decidan ingresar al mercado bursátil mexicano a financiarse, serán aquellos por concepto de intermediación, dictámenes legales y fiscales los cuales varían en función al tipo de empresa y el valor a listar.

CONCLUSIONES

“La carrera no siempre la ganan los más veloces sino aquellos que siguen corriendo, ya que el secreto del éxito está en el entusiasmo y perseverancia que se tenga.”

T.A.C.P.

Las pymes se han convertido en un engrane importante del motor de la economía mexicana, a pesar de que la mayoría de ellas son familiares y que en conjunto representen solo el 9.2% de las 2'923,048 empresas que conformaban el universo empresarial en México en el año de 2004, este sector contribuye con el 40% del PIB nacional manteniendo el 32% del personal ocupado total.

Lamentablemente muchas de estas empresas nacen y mueren a los pocos años de haber sido creadas, solamente el 10% de las empresas que cumplen 10 años en el mercado logran crecer, madurar y tener éxito y el 90% restante muere antes de cumplir los 5 años.

Una de las causas de que esto suceda es sin lugar a dudas la escasez de financiamiento. La banca comercial se vio paralizada por los efectos de la crisis económica de 1994-1995 y desde entonces han limitado y casi eliminado los créditos a las pymes.

En la actualidad la banca comercial está enfocada principalmente a otorgar créditos al consumo y no a la producción, de modo que los proveedores se han convertido en la principal fuente de financiamiento para este tipo de empresas.

Aunado a esto, la mayoría de las pymes no utilizan el crédito bancario debido principalmente al aumento en las tasas de interés que les cobran y al establecimiento de mayores restricciones en las condiciones de acceso al crédito e incremento en los montos exigidos como colateral.

En conclusión, el crédito bancario para las empresas además de caro es de corto plazo y no permite destinarlo a una inversión de largo plazo. Por esta razón, surge la necesidad de buscar otras fuentes de financiamiento, tanto de corto y como de largo plazo, que además sean viables para el sector de las pymes.

Estas empresas necesitan forzosamente de financiamiento para crecer, tanto de capital como de deuda, y es precisamente en el mercado de valores donde se puede conseguir ambas.

Es por eso que en esta tesis se ha planteado la hipótesis de que ante el insuficiente apoyo gubernamental y el escaso financiamiento hacia la pequeña y mediana empresa, el mercado de valores es una alternativa viable para satisfacer sus necesidades de financiamiento a corto y largo plazo, mediante la emisión de títulos de deuda y/o capital, siempre que cumplan las condiciones para hacerlo.

Los resultados obtenidos dentro de la BMV por las pymes seleccionadas como muestra, respaldan esta aseveración, sin embargo es necesario hacer hincapié de que esto sucedió en el pasado y que hoy en día, resulta todavía más viable para estas empresas financiarse mediante la emisión de valores tanto en el mercado de valores privado como dentro de la BMV, por las facilidades que estas instancias brindan aunadas a los beneficios establecidos en la nueva LMV. Por esta razón se concluye que la hipótesis planteada es cierta.

El mercado de valores ofrece distintas opciones de financiamiento a las empresas. Es posible emitir desde títulos de deuda, con plazos de vencimiento flexibles y características que se ajusten a las necesidades específicas del emisor, hasta colocar una parte del capital social representado por acciones.

La ventaja del financiamiento a través del capital frente a la deuda radica en que no existe un calendario rígido de pagos, sino que solo depende del progreso de la empresa.

El mercado de valores y los recursos de capital de riesgo como fuente de financiamiento para las empresas, cada vez ha cobrado mayor relevancia en el mundo.

No obstante, la distribución de estas inversiones no ha sido uniforme, mientras que el 80% de los recursos se concentran entre Norteamérica y Europa Occidental, el 20% restante se distribuye en los demás países. Latinoamérica concentra tan solo el 1% de los recursos mencionados y entre estos, México tiene el 18%, que representa la mitad de Argentina y una tercera parte de Brasil.

Nuestro mercado de valores se encuentra rezagado con respecto a otros países latinoamericanos y los recursos que se han invertido no corresponden al tamaño de la economía nacional ni de su nivel de desarrollo.

De igual forma, el capital de riesgo no se ha desarrollado en México debido a que los inversionistas no contaban con la seguridad jurídica necesaria para ejercer derechos de minorías en ciertas cuestiones societarias y a la rigidez que la LGSM impone a las sociedades anónimas que dificultan la salida de estas inversiones, ya sea de capital privado o de riesgo, después de su maduración.

La única bolsa de valores en nuestro país ha sido catalogada como pequeña y elitista debido a que el número de emisoras en toda su historia ha sido reducido y generalmente las empresas que han participado en este mercado han sido las más grandes del país, dando la imagen de que la BMV es una fuente de financiamiento exclusiva para este sector.

En un primer esfuerzo por resolver este problema, el Gobierno Mexicano había desarrollado algunos mecanismos que permitieran a las empresas de menor tamaño poder tener acceso al financiamiento bursátil.

Uno de estos mecanismos fue la creación de las sociedades de inversión de capitales o SINCAS, con el firme propósito de que sirvieran como vehículos de captación de recursos provenientes del público inversionista de la BMV, los cuales fueran destinados mediante la firma de un contrato autorizado por la CNBV, al financiamiento de las empresas promovidas que no estaban listadas en la BMV pero que se esperaba que con estos recursos pudieran desarrollarse y madurar, para posteriormente poder convertirse en emisoras en la BMV.

Sin embargo hasta la fecha este mecanismo no ha prosperado o no se han conseguido los resultados esperados, debido a que las empresas promovidas a pesar de no ser públicas se encuentran bajo la supervisión de la CNBV lo que trae acarreado diversos costos operativos para estas, ya que deben cumplir con las obligaciones que le dicte esta institución.

El segundo esfuerzo fue la creación de un mercado intermedio dentro de la BMV para la inscripción, oferta pública y negociación de las acciones emitidas por empresas de tamaño medio, con un capital contable mayor a los 20 millones de unidades de inversión y que por sus mismas características, era muy difícil que pudieran incursionar en el mercado principal de la BMV.

No obstante este mecanismo tampoco prospero debido a varias razones, como los altos costos que tenían que cubrir las empresas para listar y mantener sus valores en esta sección de la BMV, debido a que no existían descuentos en estos rubros para las emisoras de menor tamaño.

Otra razón fue que en el MMEX se incluían también a las emisoras que cotizaban en el mercado principal pero que habían sido reclasificadas por que se encontraban en incumplimiento de algún requisito de mantenimiento, creando la imagen de que esta sección fuese como una especie de cárcel o castigo para emisoras de segunda categoría y no como un mercado en el que se encontraban excelentes empresas, que aunque eran de menor tamaño, tenían amplias expectativas de crecimiento. Esto dio como resultado que el MMEX fuera menos líquido y más riesgoso ante los ojos de los inversionistas.

Sin embargo, no podemos considerar la creación del MMEX como un fracaso total ya que durante los seis años que estuvo en operación se colocaron más de veinte empresas de las cuales cinco lograron mantenerse y convertirse en grande empresa, como Corporación Interamericana de Entretenimiento, SAB de CV (CIE); Médica Sur, SAB de CV y Nutrisa, SAB de CV por nombrar algunas.

Además, los resultados obtenidos por las siete emisoras seleccionadas del MMEX fueron por demás relevantes y satisfactorios. Todas ellas lograron excelentes resultados incrementando más de tres veces el importe de sus activos, de su capital contable y de sus ventas, como a continuación se menciona.

FERRIONI comenzó su participación en Bolsa el 26 de mayo de 1994 logrando una cotización máxima de \$6.32 cuando su precio inicial había sido de \$2.95, fue adquirido y deslistada de Bolsa el 11 de abril de 2000 por Inmobiliaria Pointefine, S.A. de C.V. mediante una oferta de adquisición de acciones a un precio de \$5.00 por acción.

Durante este periodo incrementó casi seis veces el valor de sus activos al pasar de \$10.982 millones a \$74.984 millones. Por otra parte, el capital contable inicial fue de \$8.839 millones y el final de \$65.420 millones teniendo un incremento de 6.4 veces. Con respecto a las ventas, estas crecieron casi al triple al pasar de \$32.850 millones anuales a poco más de \$83 millones.

COFAR ingresó a la BMV el 05 de mayo de 1994 logrando una cotización máxima de \$8.88 cuando su precio inicial había sido de \$0.99, pese a esto su acción tenía nula bursatilidad registrando un precio mínimo de \$0.64 razón por la que decidió deslistarse de Bolsa el 08 de octubre de 2003 a través de una oferta de adquisición de acciones a un precio de \$3.58 por acción.

Durante su permanencia en Bolsa incrementó casi cuatro veces el valor de sus activos al pasar de \$66.357 millones a \$321.828 millones. Su patrimonio inicial era de \$54.621 millones y al final fue de \$173.187 millones lo que representa un incremento de 2.17 veces. Con respecto a las ventas, estas crecieron más de 5 veces respecto a la cifra inicial que era de \$199.081 millones anuales a \$1,205.224 millones.

Si tomamos en cuenta el importe de las ventas, se puede concluir que COFAR pasó de ser una empresa mediana a una grande empresa en casi diez años.

PYP inició su participación en Bolsa el 10 de junio de 1994 y actualmente sigue cotizando aunque su acción siga siendo de poca a nula bursatilidad, la cotización máxima registrada es de \$24.05 casi el doble del precio inicial que fue de \$12.33, sin embargo hubo un tiempo en el que se ofreció hasta en \$0.48 por acción.

Durante el periodo analizado aumentó más de diez veces el valor de sus activos al pasar de \$41.193 millones a \$456.218 millones. El capital contable inicial fue de \$18.529 millones y al cierre del año 2009 era de \$158.947 millones equivalente a 8.5 veces el primero. Sus ventas crecieron más de tres veces al pasar de \$77.389 millones anuales a \$328.417 millones.

Si tomamos en cuenta las ventas, el número de empleados y el sector al que pertenece, concluimos que PYP pasó de ser una pequeña empresa con ventas anuales inferiores a los \$100 millones a una grande empresa en los últimos 15 años (1994-2009).

NUTRISA comenzó su participación en Bolsa el 12 de julio de 1994 y hasta la fecha sigue cotizando en ella, logrando una cotización máxima de \$25.00 que es excelente si consideramos que su precio inicial fue de \$1.45 aunque también obtuvo una cotización mínima de \$0.66 registrada en el primer trimestre de 1995.

En este lapso ha incrementado casi 16 veces sus activos ya que al momento de su enliste eran de \$16.979 millones y al cierre del año 2009 eran de \$287.729 millones. Por otra parte, su capital contable también se ha visto incrementado casi 16 veces siendo inicialmente de \$13.084 millones y actualmente de \$216.821 millones. Las ventas han crecido 15.89 veces al pasar de \$36.601 millones anuales a \$618.340 millones al cierre del año de 2009.

NUTRISA logró convertirse en una grande empresa y merece mención a parte ya que fue constituida en sus inicios como una microempresa por el ingeniero Jorge Ibarra.

DIXON se enlistó en la BMV el 14 de septiembre de 1994 registrando una cotización máxima de \$11.00 y una mínima de \$1.00 que no está tan mal si consideramos que su precio inicial fue de \$1.35, finalmente el 19 de abril de 2007 decidió recomprar sus acciones a \$9.64 para posteriormente deslistarse de Bolsa.

Durante este tiempo el valor de sus activos se incrementó 13.48 veces al pasar de un importe inicial de \$36.763 millones a un final de \$532.503 millones. Su patrimonio pasó de los \$28.272 millones a \$317.590 millones. Las ventas crecieron 17.25 veces al pasar de \$36.824 millones anuales a \$672.125 millones.

Con respecto a sus ventas, DIXON también fue una pequeña empresa que logró transformarse en grande empresa en poco menos de 13 años y la razón de su desliste fue que su casa matriz Fabbrica Italiana Lapis ed Affini (FILA) iba a convertirse en una empresa pública en la Bolsa de Milán y requería tener deslistada de la BMV a su subsidiaria mexicana Grupo Fila-Dixon, SA de CV.

MADISA comenzó su participación en Bolsa el 16 de noviembre de 1994 logrando una cotización máxima de \$25.89 que fue el precio al que recompró sus acciones, tanto de la serie B como de la serie L, el 19 de abril de 2007 fecha en la que se deslistó de la BMV. El precio inicial de la acción de la serie B había sido de \$1.29 y de la serie L fue de \$1.57.

Durante este periodo incrementó casi 19 veces el valor de sus activos al pasar de \$177.852 millones a \$3,504.813 millones. Por su parte, el patrimonio inicial era de \$47.514 millones y al final fue de \$1,464.369 millones lo que representa un incremento de 29.82 veces. Con respecto a las ventas, estas crecieron casi 20 veces al pasar de \$241.628 millones anuales a poco más de \$5,033 millones.

La última emisora seleccionada fue DUTY que ingresó al MMEX el 19 de diciembre de 1997 y solo estuvo en Bolsa por espacio de 5 años, a pesar de los buenos resultados de la empresa, su acción solo pudo apreciarse \$2.00 obteniendo una cotización máxima de \$8.50 facilitando su adquisición por parte de Geresá de México, S.A. de C.V. a un precio de \$8.19 por cada acción, deslistándola de Bolsa una vez de haberse quedado con el control de DUTY el 22 de abril del año de 2003.

En estos 5 años tanto sus activos como su capital y ventas anuales no crecieron demasiado, sus activos que eran de \$217.436 millones se incrementaron solo 2.18 veces al llegar a \$691.209 millones, mientras que su capital contable creció 4 veces al pasar de los \$49.228 millones a los \$247.481 millones, finalmente las ventas anuales que eran de \$243.747 millones en un principio crecieron a \$882.243 millones.

Tomando en cuenta solo el importe de las ventas, al parecer DUTY estaba a un paso de convertirse en grande empresa al sobrepasar los \$250 millones anuales.

Todos estos resultados nos demuestran que anteriormente también era viable para una pyme poder financiarse a través del mercado de valores, y aunque fueron pocas la mayoría de ellas logró excelentes resultados que les permitieron crecer y desarrollarse hasta convertirse en una empresa de mayor tamaño.

Lamentablemente en los últimos diez años se han deslistado de la BMV más de 40 emisoras quedando actualmente menos de 140 empresas, la mayoría de ellas de gran tamaño, es por eso que se le sigue considerando como elitista.

Ante tal situación, el Gobierno Mexicano publicó una nueva Ley del Mercado de Valores vigente desde el 28 de junio de 2006, con el fin de desarrollar otros tipos de inversiones que complementen y permitan detonar el crecimiento del mercado de valores tradicional, como el capital de riesgo o privado, a fin de permitir a las empresas integrarse en el mercado de valores y aprovechar las ventajas que este brinda.

Hay que recordar que el ciclo del capital de riesgo o privado concluye con la recuperación de la inversión hecha en las empresas promovidas más un interés o ganancia del capital invertido. Los mecanismos utilizados para la salida de este capital son mediante la venta de sus acciones a un tercero, la venta de sus acciones a los socios fundadores u originales de dichas empresas o mediante la colocación de las acciones de las empresas promovidas en una bolsa de valores.

El propósito de esta nueva ley es que de las tres alternativas se elija la tercera, la colocación de las acciones de las empresas promovidas en la BMV, sin embargo era necesario antes que nada incentivar en México el capital de riesgo o privado.

Por esta razón se incluyó en esta ley una figura societaria de libre adopción, cuya modalidad permite atraer el capital privado en empresas en crecimiento y el capital de riesgo en empresas de nueva creación con altas expectativas de desarrollo como puede ser una pyme, a esta modalidad se le llamó sociedad anónima promotora de inversión o SAPI.

La SAPI puede ofrecer sus valores de manera privada en territorio nacional, sin la obligación de inscribirlos en el RNV ni de publicar sus estados financieros y sin la intervención de casas de bolsa, siempre y cuando se realice exclusivamente a inversionistas institucionales o calificados, o se haga a menos de cien personas.

Además la SAPI no está sujeta a la supervisión de la CNBV debido a que no existe un interés público que proteger.

Estas condiciones hacen posible que una pyme pueda constituirse o adoptar la modalidad de una SAPI para captar capital en el mercado de valores privado, obteniendo los recursos suficientes que le permitan crecer y madurar lo suficiente como para convertirse, si es que se quiere, en emisora en la BMV.

Esta conversión a empresa bursátil puede ser de manera gradual si se adopta la modalidad de SAPIB cuyas características junto con los apoyos económicos y demás asesorías técnicas implementadas por la BMV para estas sociedades desde el 2006, hacen viable para una pyme, en especial para la mediana empresa, poder ingresar al mercado de valores público para obtener financiamiento a corto y largo plazo, mediante la emisión de títulos de deuda y/o capital, siempre que cumplan las condiciones para hacerlo.

Todo parece indicar que con la introducción de la nueva Ley del Mercado de Valores finalmente el Gobierno Mexicano ha dado un paso importante para el crecimiento de nuestro mercado de valores, ofreciendo diversos beneficios enfocados a empresas de menor tamaño para que puedan emitir acciones de manera privada e implementando mecanismos que hacen todavía más viable la integración de estas empresas en la Bolsa Mexicana de Valores.

Sin embargo, tendremos que esperar algún tiempo para poder evaluar los resultados obtenidos con ambas modalidades societarias, evaluar si la SAPI ha cumplido con el objetivo de atraer el capital de riesgo a nuestro país erigiéndose como un semillero de nuevas emisoras de valores y que la SAPIB haya fungido realmente como mecanismo de salida de estas inversiones o como un régimen transitorio adoptado por cualquier empresa que quiera ingresar a la BMV de manera gradual, haya o no recibido financiamiento previo vía capital de riesgo.

Como sugerencia, habrá que pedirle tanto a la CNBV como a la BMV y a las casas de bolsa la implementación de más y mejores programas encaminados a difundir y promover entre las empresas y universidades, cuna de futuros empresarios, las ventajas del financiamiento vía mercado de valores y de los beneficios que ofrece la LMV para la incorporación de las empresas de menor tamaño al mercado de valores público.

Gran parte del éxito de esta ley dependerá de la difusión que se le de, de lo contrario se convertirá en un intento más por parte del Gobierno para acrecentar el número de emisoras en la BMV como ya ocurrió con las SINCAS y con el MMEX.

BIBLIOGRAFÍA

Arévalo Bustamante María de los Ángeles (2001). Parámetros de inversión en acciones de valor bursátil. México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C. 1ª edición, pág. 109.

Bolsa Mexicana de Valores (2008). Cotizar en Bolsa. México: Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. página 10.

Bolsa Mexicana de Valores (2008). Guía para facilitar la incorporación de las empresas al mercado de valores. México: Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. Páginas 1-3.

B. Rhoads John (1997). Mercado de valores para empresas medianas y pequeñas. México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C. 1ª edición, páginas 1-4.

Celis Hernández Miguel Ángel y Hernández de la portilla Alejandro (1993). Sistemas actuales de financiamiento: decisiones de crédito y uso de financiamientos. México: Ediciones Contables y Administrativas, página 78.

Chiavenato Idalberto (1993). Iniciación a la administración financiera. México: McGraw-Hill, páginas 36-42.

Díaz Mata Alfredo (1994). Invierta en bolsa: guía para inversiones seguras y productivas. México: Grupo editorial Iberoamérica, S.A. de C.V. 2ª edición, páginas 167-170, 191-194, 201.

Díaz Palacios Graciela (1999). Mercado de Valores para la mediana empresa mexicana. México: UNAM-FCA, Tesis de licenciatura, páginas 12-18.

El MMEX: evolución del Mercado para la Mediana Empresa Mexicana (1999). México: publicado por la Bolsa Mexicana de Valores.

González P. Mario (2007). Emisión de acciones en la BMV. México: Ejecutivos de finanzas, Vol. 53, núm. 5507, página 41.

Hernández Perales Norma A. (2007). La pequeña y mediana empresa de México, en el contexto económico actual. México: Revista Investigación multidisciplinaria, Vol. 6 edición verano 2007, páginas 1-2.

Herrera Santos Gustavo (2001). El mercado accionario mexicano para la mediana empresa. México: UNAM-FCA, Tesis de licenciatura, páginas 13.

Instituto Mexicano de Contadores Públicos A.C. (1998). Principios de contabilidad generalmente aceptados: boletín A-2 Entidad, México: IMCP, Página 11.

Los 100 años de la Bolsa de Valores en México (1994). México: publicado por la Bolsa Mexicana de Valores.

Méndez Morales José Silvestre (1999). El sistema financiero mexicano: situación actual. México: Revista contaduría y administración No. 193, página 85.

Méndez Morales José Silvestre (2007). La economía en la empresa. México: McGraw-Hill, 3ª edición, páginas, 9, 46.

Patiño M. Federico (2006). México rumbo a la competitividad. México: Revista dirección estratégica, núm. 19 año 5, página 6.

Ponce Bustos Carlos (2008). Conferencia “La Bolsa es para los jóvenes”. México: UNAM-FCA, octubre 2008.

Robles Peiro Rocío Haydee (2008). Derecho bursátil contemporáneo: temas selectos. México: Editorial Porrúa, 1ª edición, página 6.

Rodríguez Tajonar Gisela (1998). El Mercado para la Mediana Empresa Mexicana como fuente de financiamiento. México: UNAM-FCA, Tesis de licenciatura, páginas 67-68.

Rueda Arturo (2002). Para entender la Bolsa: financiamiento e inversión en los mercados de valores. México: Editorial Thomson Learning, 1ª edición, páginas 41-43.

Leyes, reglamentos y circulares consultadas

- Ley General de Sociedades Mercantiles
- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito
- Ley del Mercado de Valores
- Ley de Instituciones de Crédito
- Ley de Sociedades de Inversión
- Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores
- Código de Mejores Prácticas Corporativas
- El Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana
- Circular 11-22 de la CNBV publicada en el DOF el 08 de marzo de 1993
- Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores

Sitios de internet

Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, “Boletín informativo –valores- número 27 del mes de abril 2010.”

<http://www.amib.com.mx/valores/boletines/Valores27.pdf>

Consultada: 03 de mayo de 2010

Banco de México, “Resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio.”

<http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/estadisticas/intermediacion-financiera/financiamiento-informacion-fi.html>

Consultada: 12 de febrero de 2010

Bolsa Mexicana de Valores, “Calendario de eventos para facilitar la incorporación de las empresas al mercado de valores.”

<http://ols.uas.mx/cegc/Doctos/Calendario%20de%20eventos%20para%20SAPIB.pdf>

Consultada: 03 de mayo de 2010

Bolsa Mexicana de Valores, “Casas de bolsa en México.”

www.bmv.com.mx / Inicio / Acerca de la BMV / Casas de bolsa en México

Consultada: 15 de marzo de 2010

Bolsa Mexicana de Valores, “Cotizar en bolsa.”

http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/_vtp/BMV/BMV_83b_inscripcion_y_prospectos/_rid/223/_mto/3/COTIZA.pdf?repfop=view&reptp=BMV_83b_inscripcion_y_prospectos&repfiddoc=215&repinline=true

Consultada: 23 de marzo de 2009

Bolsa Mexicana de Valores, “Guía para facilitar la incorporación de las empresas al mercado de valores.”

<http://ols.uas.mx/cegc/Doctos/Guia-de-Incorporacion-al-Mercado-de-Valores.pdf>

Consultada: 15 de marzo de 2010

Bolsa Mexicana de Valores, “Muestra del índice de precios y cotizaciones Febrero-agosto 2010.”

www.bmv.com.mx / Inicio / Prensa / Boletines de prensa / muestra del índice de precios y cotizaciones febrero-agosto 2010

Consultada: 06 de enero de 2010

Bolsa Mexicana de Valores, “Plan de servicios y facilidades a nuevas emisoras nacionales 2006 (deuda y capitales).”

www.bmveducacion.com.mx/.../PLAN_APOYO_EMISORAS_2006.pdf

Consultada: 16 de abril de 2010

Comisión Nacional Bancaria y de Valores, “Boletín estadístico Banca múltiple diciembre 2009.”

<http://sidif.cnbv.gob.mx/Documentacion/Boletines/BM%20Diciembre%202009.pdf>

Consultada: 12 de febrero de 2010

Comisión Nacional Bancaria y de Valores, “Boletín estadístico Sociedades de inversión diciembre 2009.”

<http://sidif.cnbv.gob.mx/Documentacion/SI/Carpetas/Carpeta%2001-2010.xlsm>

Consultada: 05 de marzo de 2010

Guillermo Prieto Treviño, “La importancia de la mediana empresa y el programa de servicios y facilidades de acceso que otorga la BMV.”

http://www.e-eventos.com/imef/ponencia07/cap04/c04_11.html#conclusion

Consultada: 16 de febrero de 2010

INEGI, “Micro, pequeñas, medianas y grandes empresas: visión censal.”

http://www.inegi.org.mx/est/contenidos/espanol/proyectos/censos/ce2004/pdfs/CT_PyMES.pdf

Consultada: 16 de enero de 2009

Nacional Financiera, S.N.C. “La pyme y los empresarios.”

<http://www.nafin.com/portalfn/content/herramientas-de-negocio/fundamentos-de-negocio/administracion.html>

Consultada: 12 de enero de 2009

Secretaría de Economía, “Documento informativo sobre las pequeñas y medianas empresas en México.”

http://www.cipi.gob.mx/html/..%5CPol_Apoyo_Pymes_Mex.PDF

Consultada: 10 de junio de 2008

Secretaría de Hacienda y Crédito Público, “Estructura del sistema financiero mexicano.”

<http://www.apartados.hacienda.gob.mx/casfim/documentos/organigrama/organigrama.pdf>

Consultada: 05 de marzo de 2010

Wikipedia, “Empresa”

<http://es.wikipedia.org/wiki/Empresa>

Consultada: 13 de junio de 2008

ANEXOS

Anexo A. Contenido del escrito de solicitud para autorización de inscripción de valores y ofertas públicas de enajenación.

1. Denominación de la emisora o, en su caso, de la institución fiduciaria emisora, así como del fideicomitente y del fideicomisario en el fideicomiso base de emisión.
2. Nombre del representante legal autorizado para presentar la solicitud.
3. Domicilio para recibir notificaciones y número telefónico en México.
4. Nombre(s) de la(s) persona(s) facultada(s) para recibir notificaciones y realizar los trámites inherentes a la solicitud.
5. Especificación de los actos cuya autorización y aprobación se solicita.
6. Número y características de los valores a inscribir (clase, series, valor nominal, monto, plazo, tasa de interés, amortización, aval o garantía y cualquier otra que permita su plena identificación). Tratándose de ofertas globales, la información anterior se complementará con los datos relativos al lugar de colocación, legislación aplicable, en su caso, listado en bolsas de valores extranjeras y agentes colocadores.

Tratándose de instrumentos avalados o garantizados, información del avalista o garante así como de las garantías, su constitución y forma de ejecución.

7. Tratándose de autorizaciones de programas, las características del mismo, así como plazo máximo y mínimo de las emisiones al amparo del programa.
8. Tratándose de inscripciones con oferta pública, las características de dicha oferta.
 - 8.1 Tipo de oferta (primaria, secundaria, nacional, internacional).
 - 8.2 Número de títulos a colocar.
 - 8.3 Monto total de la oferta.
 - 8.4 Periodo o fecha de la oferta.
 - 8.5 Denominación del intermediario colocador.

Tratándose de acciones o títulos fiduciarios o valores emitidos por fideicomisos sobre acciones:

- 8.6 En su caso, número de títulos y mecánica de sobreasignación.
- 8.7 Porcentaje del capital social pagado después de la oferta, que representarán las acciones materia de la oferta y, en su caso, porcentaje incluyendo opción de sobreasignación.

8.8 Estructura del capital social antes y después de la oferta.

8.9 Rango de precio de colocación y bases para la fijación del mismo.

8.10 Las operaciones especiales que, en su caso, se realizarán en la oferta pública.

Tratándose de títulos de deuda:

8.11 Denominación del representante común de los tenedores.

Tratándose de títulos de deuda con plazo igual o menor a 1 año:

8.12 Información general referente a su actividad y a la ubicación de sus principales oficinas, así como datos relativos a los miembros de su Consejo de Administración y funcionarios dentro de la jerarquía inmediata inferior a la de director general y, en su caso, la denominación de las sociedades con las que integra un mismo grupo empresarial y/o subsidiarias. Lo anterior, no será aplicable a aquellas emisoras que mantengan otros valores inscritos, siempre que se encuentren al corriente en la entrega de información periódica.

9. Firma del representante legal de la emisora, del representante legal de los accionistas vendedores (tratándose de ofertas secundarias) o, en su caso, de la institución fiduciaria emisora y de la sociedad fideicomitente.

10. Firma del representante legal del intermediario colocador aceptando su designación y, en su caso, de la entidad que actuará como representante común de los tenedores.

Anexo B. Listado de documentación e información anexa a la solicitud.

Marcar en el recuadro de la derecha la documentación que se acompaña, en caso de que la información no sea aplicable, deberá indicarse en el mismo recuadro.

I. Documentación e información relativa a la inscripción de valores en el RNV:

1	Poder del representante de la emisora.
2	Constancia del secretario del Consejo de Administración o comité técnico del fideicomiso, relativa al poder del representante de la emisora
3	Escritura constitutiva y modificaciones o compulsas de estatutos sociales de la emisora o, en su caso, del fideicomitente, administrador de los activos o tercero
4	Proyecto de acta de asamblea general de accionistas, acuerdo del consejo de administración o del comité técnico que determine la inscripción
5	Proyecto del título
6	Estados financieros dictaminados, con revisión limitada o proforma de la emisora o, en su caso, del fideicomitente, administrador de los activos o tercero
7	En su caso, estados financieros dictaminados o con revisión limitada de empresas asociadas de la emisora
8	Documento suscrito por el auditor externo respecto de la emisora o, en su caso, del fideicomitente, aval, garante o cualquier tercero responsable de información financiera.
9	Documento suscrito por licenciado en derecho independiente respecto de la emisora o, en su caso, del fideicomitente
10	Opinión legal que, en su caso, verse además sobre la constitución del fideicomiso y de las garantías
11	Proyecto del contrato de colocación
12	Proyecto de aviso de oferta pública
13	En su caso, prospecto de colocación, suplemento informativo o folleto informativo preliminar
14	Información relativa al sistema de captura electrónica para el registro y oferta pública de valores
15	Otros documentos

II. Documentación e información adicional relativa a la inscripción de valores, por tipo de instrumento:

a) Acciones o títulos de crédito que las representen:

1	Constancia del secretario del Consejo de Administración relativa al capital social de la emisora o, en su caso, del fideicomitente
2	Relación de empresas subsidiarias, asociadas y controladora de la emisora o, en su caso, del fideicomitente
3	En su caso, proyecto de contrato de fideicomiso base de la emisión y del acta de emisión
4	En su caso, dictamen a que se refiere el artículo 68, tercer párrafo de la Ley del Mercado de Valores

Tratándose de sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil, se deberá especificar en cada recuadro la información que se presenta de conformidad con las disposiciones.

b) Títulos fiduciarios y demás valores emitidos al amparo de fideicomisos distintos a acciones:

1	Balance del patrimonio afecto en fideicomiso
2	En su caso, certificados de libertad de gravámenes
3	Proyecto de contrato de fideicomiso base de la emisión
4	En su caso, dictamen a que se refiere el artículo 68, tercer párrafo de la Ley del Mercado de Valores
5	Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión

c) Instrumentos de deuda:

1	Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión
2	En su caso, información financiera del aval o garante
3	Documento suscrito por el auditor externo respecto del aval o garante
4	En su caso, constancia relativa a la inscripción en el registro de obligaciones y empréstitos de entidades federativas y municipios
5	En su caso, proyecto del acta de emisión y oficio de autorización de Banco de México

d) Títulos opcionales:

1	Acta de emisión
---	-----------------

El listado de documentación e información para inscripción de valores, deberá incluir nombre y firma del representante legal por parte de la emisora y del intermediario colocador.

III. Documentación e información relativa a ofertas públicas de adquisición:

1	Poder del representante del oferente
2	Constancia relativa al poder del representante del oferente
3	En su caso, acta del órgano del oferente en que se acuerde la oferta
4	Proyecto de folleto informativo preliminar
5	En su caso, copia de contratos, actos o acuerdos previos
6	Proyecto de contrato suscrito con el intermediario en la operación
7	Proyecto de aviso de oferta pública
8	En su caso, opinión de experto independiente
9	Información relativa al sistema de captura electrónica para el registro y oferta pública de valores
10	Otros documentos

El listado de documentación e información relativa a ofertas públicas de adquisición, deberá incluir nombre y firma del representante legal por parte del oferente y, en su caso, de la emisora.

Anexo C. Formato de manifestación del conocimiento de las características de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil y sus diferencias con las sociedades anónimas y las sociedades anónimas bursátiles y los potenciales riesgos que representan inversiones en ese tipo de valores.

Las acciones emitidas por una SAPIB están orientadas a cierta clase de inversionistas que cuentan con un amplio conocimiento del mercado accionario y que se encuentran dispuestos a participar en una empresa que no le resultan aplicables todos los requisitos de una sociedad anónima bursátil (SAB), tales como:

- * En el Consejo de Administración de una SAPIB solo requiere de la participación de un consejero independiente, mientras que la SAB cuenta con un Consejo de Administración en el que los consejeros independientes representen al menos el 25% del total de consejeros.
- * Una SAPIB debe contar con un comité que auxilie al Consejo de Administración en materia de prácticas societarias, mientras que la SAB cuenta, adicionalmente, con otros comités que desarrollan diversas actividades en particular, uno que se enfoca a todo lo relacionado en materia de auditoría.
- * En una SAPIB existe la alternativa de conservar temporalmente la figura del comisario como responsable de la vigilancia de la sociedad al igual que cualquier sociedad anónima no listada en Bolsa. En este supuesto, el Consejo de Administración será el responsable de las operaciones del día a día. En contraste, en la SAB el Consejo de Administración se hace responsable de la definición de las estrategias generales para la conducción del negocio y de la vigilancia de la sociedad mientras que el director general es el responsable de la operación diaria de la empresa; desapareciendo la figura del comisario cuyas funciones se reparten entre los distintos comités que auxilian al consejo; los auditores externos y en sí, el propio Consejo de Administración.
- * Los accionistas de una SAPIB podrán ejercer acción de responsabilidad civil contra administradores si representan el 15% o más del capital social de la sociedad mientras que aquéllos de una SAB podrán ejercerlo con el 5% o más.
- * Para obtener y mantener la inscripción en el Registro Nacional de Valores, una SAPIB está obligada a presentar información financiera dictaminada por los últimos dos ejercicios sociales a diferencia de una SAB que presenta esta información por los últimos tres ejercicios sociales. Asimismo, la SAPIB puede omitir información relacionada con la tenencia de algunos accionistas, así como información de carácter estratégico o aquella relacionada con la situación que guarda su sistema de control interno y sobre sus prácticas de gobierno corporativo. En contraste, la SAB está obligada a proporcionarla.
- * Una SAPIB cuenta con menores requisitos de listado y mantenimiento en la Bolsa Mexicana de Valores respecto del monto de su capital contable, el precio mínimo de colocación, el número mínimo de inversionistas que deben adquirir y mantener sus acciones, por lo que la liquidez y bursatilidad de sus valores podría verse más afectada que una SAB y por lo tanto dificultar su transaccionalidad con el correspondiente impacto negativo en el inversionista.

* En los casos en que las SAPIB incumplan de manera significativa sus programas de transformación progresiva al régimen aplicables a las SAB o no se ajusten a dicho régimen en el plazo máximo de tres años, la CNBV procederá a cancelar su inscripción de acciones en el Registro Nacional de Valores haciendo que dejen de cotizar en la Bolsa.

Lo anterior, solo representa algunos aspectos importantes que usted debe considerar al pensar en invertir en acciones de SAPIB por lo que se recomienda busque asesoría profesional antes de tomar su decisión.

Asimismo, previo a que decida usted invertir se recomienda consultar el prospecto de colocación en la página electrónica de la red mundial (internet) de la comisión nacional bancaria y de valores y de la bolsa de valores correspondiente en las siguientes direcciones (incluir direcciones de las paginas electrónicas en la red mundial internet), en donde encontrara las características y los riesgos particulares de la sociedad en que va a invertir, así como el programa en el que se prevea la adopción progresiva al régimen de las SAB.

Toda vez que conozco las características de las SAPIB y entiendo sus diferencias con las sociedades anónimas no listadas en bolsa y las SAB, así como los potenciales riesgos que representan las inversiones en este tipo de valores, de conformidad con el artículo 20, fracción I, inciso c) de la Ley del Mercado de Valores, el que suscribe (nombre del inversionista) manifiesta su conformidad para invertir en acciones emitidas por (denominación de la SAPIB).

(Nombre del inversionista, firma y fecha)
Formato de libre impresión. Se expide por duplicado

Anexo D. Instructivo para la elaboración de prospectos de colocación y folletos informativos aplicable a las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil.

INFORMACION REQUERIDA EN EL PROSPECTO

A) Portada del prospecto

Aquellos datos que no se conozcan a la fecha de elaboración del prospecto preliminar, como el precio y la fecha de colocación de los valores, deberán quedar indicados, con un espacio en blanco.

La portada del prospecto deberá contener como mínimo la siguiente información:

- Mención de ser oferta pública y tipo de esta (primaria, secundaria, nacional, internacional).
- Denominación de la sociedad anónima promotora de inversión bursátil y, en su caso, nombre de los accionistas vendedores o, de la institución fiduciaria y del fideicomitente.
- Clave de pizarra.
- Número y características de los títulos que se ofrecen (clase, series, tipo, en su caso, valor nominal y demás que permitan su plena identificación).
- Denominación de la moneda de referencia en que se realice la emisión.
- Precio de colocación.
- Monto total de la oferta (en caso de ofertas mixtas, especificar el monto de cada oferta).
- Periodo o fecha de la oferta.
- Fecha de registro en la bolsa correspondiente.
- Fecha de liquidación.
- Recurso neto que obtendrá la sociedad anónima promotora de inversión bursátil con la colocación.
- Denominación del intermediario colocador.
- En su caso, denominación de los intermediarios participantes en el sindicato colocador.
- Depositario.
- Fundamento legal del régimen fiscal aplicable.
- La mención de que los títulos se encuentran inscritos en el RNV y de que son objeto de cotización en bolsa.
- Transcripción del penúltimo párrafo del artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores “La inscripción en el Registro Nacional de Valores no implica certificación sobre la bondad de los valores, solvencia de la emisora o sobre la exactitud o veracidad de la información contenida

en el prospecto, ni convalida los actos que, en su caso, hubieren sido realizados en contravención de las leyes”.

- Número de inscripción en el RNV.
- Lugar y fecha de publicación del prospecto o, en su caso, del aviso.
- Número del oficio y fecha de autorización de la CNBV para publicar el prospecto o, en su caso, el aviso.
- En su caso, la leyenda "Prospecto a disposición con el intermediario colocador" y la página electrónica en la red mundial (Internet) donde puede consultarse.
- En el caso del documento preliminar, la leyenda "Prospecto Preliminar" en tinta roja, así como la siguiente: "La información contenida en este prospecto preliminar se encuentra sujeta a cambios, reformas, adiciones, aclaraciones o sustituciones.

Se deberá incluir en “negritas”, procurando que sea por lo menos 2 puntos más del tamaño de letra al utilizado en el índice, la mención de que los valores únicamente podrán adquirirse por inversionistas institucionales y calificados, así como por personas que manifiesten por escrito y de manera expresa, en los formatos establecidos por la CNBV para tal efecto mediante disposiciones de carácter general, conocer las características de estas sociedades, así como las diferencias con las sociedades anónimas y las sociedades anónimas bursátiles y los potenciales riesgos que representan las inversiones en ese tipo de valores.

La versión actualizada de este prospecto preliminar que incluya los citados cambios, reformas, adiciones aclaraciones o sustituciones que se puedan realizar entre la fecha de este documento y la fecha en que se lleve a cabo la oferta, podrá consultarse en la página electrónica en la red mundial (Internet) de la (nombre de la bolsa correspondiente) y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en las siguientes direcciones, respectivamente:

(Incluir direcciones de las páginas electrónicas en la red mundial (Internet))

Asimismo, cualquier cambio que se realice al presente prospecto preliminar en los términos anteriores, se harán del conocimiento público a través del (nombre del SEDI correspondiente) en su página electrónica en la red mundial (Internet):

(Incluir dirección de la página electrónica en la red mundial (Internet))

Los valores de que se trata en este prospecto preliminar no pueden ser ofrecidos ni vendidos hasta que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores autorice su oferta en los términos de la Ley del Mercado de Valores. El presente documento preliminar no constituye una oferta pública de enajenación de los valores descritos”.

- Número de acciones representativas del capital social de la sociedad anónima promotora de inversión bursátil, antes y después de la oferta. En caso de ofertas mixtas, se deberá especificar el número de valores de la porción primaria y el número de valores de la porción secundaria.
- En su caso, número de valores que se destinarán a sobreasignación y forma en que se deberá ejercer la misma.
- Porcentaje del capital social que representan las acciones de la oferta y, en su caso porcentaje incluyendo opción de sobreasignación, después de la oferta.

- Revelar si en forma simultánea a la oferta pública se está realizando cualquier colocación privada de valores iguales o similares, o bien, si se realiza alguna oferta pública en otro país.

Tratándose de títulos de crédito que representen acciones:

- Número de fideicomiso y datos relativos al contrato de fideicomiso.
- Nombre del fiduciario.
- Fideicomitente.
- Fideicomisarios.
- Bienes, derechos o valores fideicomitados.
- Denominación del representante común de los tenedores de los títulos.
- En su caso, dictamen valuatorio.

El aviso de oferta pública deberá contener la misma información que la portada del prospecto.

B) Índice

En la primera hoja del prospecto se deberá incorporar un índice del contenido del mismo de acuerdo con el siguiente:

1) INFORMACIÓN GENERAL

- a) Glosario de términos y definiciones
- b) Resumen ejecutivo
- c) Factores de riesgo
- d) Otros valores
- e) Documentos de carácter público

2) LA OFERTA

- a) Características de los valores
- b) Destino de los fondos
- c) Plan de distribución
- d) Gastos relacionados con la oferta
- e) Estructura de capital después de la oferta
- f) Nombres de personas con participación relevante en la oferta
- g) Dilución

- h) Accionistas vendedores, en su caso
- i) Información del mercado de valores
- j) Formador de mercado

3) LA EMISORA

- a) Historia y desarrollo de la emisora
- b) Descripción del negocio
 - I) Actividad principal
 - II) Canales de distribución
 - III) Patentes, licencias, marcas y otros contratos
 - IV) Principales clientes
 - V) Legislación aplicable y situación tributaria
 - VI) Recursos humanos
 - VII) Información del mercado
 - VIII) Estructura corporativa
 - IX) Descripción de los principales activos
 - X) Procesos judiciales, administrativos o arbitrales
 - XI) Acciones representativas del capital social
 - XII) Dividendos
- c) Programa de adopción al régimen de sociedad anónima bursátil

4) INFORMACIÓN FINANCIERA

- a) Información financiera seleccionada
- b) Comentarios y análisis de la administración sobre los resultados de operación y situación financiera de la emisora
 - I) Resultados de la operación
 - II) Situación financiera, liquidez y recursos de capital

5) ADMINISTRACIÓN

- a) Auditores externos
- b) Operaciones con personas relacionadas y conflictos de interés
- c) Administradores y accionistas
- d) Estatutos sociales y otros convenios

e) Otras prácticas de gobierno corporativo

6) PERSONAS RESPONSABLES

7) ANEXOS

- a) Estados financieros e informe del comisario.
- b) Opinión legal
- c) Título que ampara la emisión
- d) Anexo C

Se deberá incluir en “negritas” el siguiente párrafo al final del índice dentro del prospecto, procurando que sea por lo menos 2 puntos más del tamaño de letra al utilizado en el índice:

“Ningún intermediario, apoderado para celebrar operaciones con el público, o cualquier otra persona, ha sido autorizada para proporcionar información o hacer cualquier declaración que no esté contenida en este documento. Como consecuencia de lo anterior, cualquier información o declaración que no esté contenida en este documento deberá entenderse como no autorizada por la sociedad anónima promotora de inversión bursátil y (denominación social del intermediario colocador).”