

Diagnóstico y acciones

para elevar la profundidad
del **mercado bursátil**
en México

PROPEM • septiembre de 2014

Diagnóstico y acciones

para elevar la profundidad
del **mercado bursátil**
en México

PROPEM • septiembre de 2014

Este estudio fue posible gracias al generoso apoyo de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID). El contenido y conclusiones son responsabilidad del Instituto Mexicano para la Competitividad y del Programa de Política Económica, implementado por Abt Associates, y no representan los puntos de vista o las opiniones de USAID o del Gobierno de Estados Unidos de América.

Agradecimientos

El presente estudio no hubiera sido posible sin el apoyo de instituciones que nos abrieron las puertas para realizar entrevistas y entender mejor los problemas y soluciones más eficientes para aumentar el acceso del mercado bursátil. En orden alfabético fueron: Alpek, Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, Banamex, Bolsa Mexicana de Valores, Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Controladora Comercial Mexicana, GBM Casa de Bolsa, Grupo financiero BX+, Grupo Sports World, Hoteles City Express, HR Ratings, Infraestructura Energética Nova y Peña Verde

Este estudio fue coordinado por Manuel Molano y Carlos Grandet y contó con el arduo trabajo de investigadores y analistas del IMCO como Luis Mauricio Torres, Catalina Delgado, Alan Figueroa y Óscar González.



Contenido

Acrónimos	4
Capítulo I. ¿Por qué importa el mercado bursátil?	6
i. Crecimiento y dinamismo económico	7
ii. Innovación Tecnológica	8
iii. Generación de Riqueza y Acumulación de Capital	10
iv. Gobierno Corporativo y Financiamiento	10
v. Reducción de Problemas de Información	11
Capítulo II. Diagnóstico del mercado bursátil mexicano	13
1. Panorama de las empresas listadas en la BMV	14
2. Panorama de los inversionistas del sector bursátil	20
Capítulo III. Las empresas: Barreras a la demanda de capital (oferta de títulos)	25
1. Ecosistema empresarial mexicano	26
2. Factores culturales	29
2.1. Poco apetito por crecer	30
2.2. Temor a perder el control en empresas familiares	31
3. Ausencia de gobierno corporativo	32
3.1. Legislación para la conformación de empresas no exige buenas prácticas	34
4. Costos directos e indirectos para las empresas	35
4.1. El financiamiento bursátil es poco competitivo	35
4.1. Dificultad para cumplir con requisitos de listado	37
4.2. Costos de preparación para cotizar en bolsa	38
4.3. Costos indirectos de relevar información	41
5. Falta de mecanismos para financiar empresas	45
5.1. Ausencia de un mercado para empresas de baja y mediana capitalización	45
5.2. Pobre desarrollo de capitales de riesgo	47
Acciones para aumentar la oferta de títulos bursátiles en México	49

Capítulo IV. Los inversionistas: Barreras a la oferta de capital (demanda de títulos)	52
1. Rezagos en materia de inclusión financiera	53
1.1. Factores culturales y educativos	53
1.2. Acceso a instituciones financieras bursátiles	56
1.3. Protección al inversionista	58
1.4. Barreras de entrada a pequeños inversionistas	59
2. Atractivo de la inversión bursátil entre inversionistas mexicanos	61
2.1. Aversión al riesgo entre potenciales inversores	63
2.2. Preferencia por el sector inmobiliario en México	64
2.3. Asesores de inversión competentes	65
3. Características propias del mercado mexicano	69
3.1. Falta de opciones de compra en el mercado	69
3.2. Mercado bursátil concentrado en sectores oligopólicos	72
3.3. Dependencia de inversionistas extranjeros	75
3.4. Ausencia de intermediarios financieros de alto riesgo	76
4. Problemas de información	77
4.1. Empresas sin analistas	77
4.2. Preparación por parte de especialistas	78
Acciones para elevar la demanda de títulos bursátiles	80
Referencias	82

Acrónimos

AFORES	Administradoras de Fondos para el Retiro	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
BMV	Bolsa Mexicana de Valores	OPI	Oferta pública inicial
CA	Consejo de Administración	OTC	Over the Counter
CETES	Certificados de Tesorería	PIB	Producto Interno Bruto
CFA	Chartered Financial Analyst	PyME	Pequeñas y Medianas Empresas
CKD	Certificados de Capital de Desarrollo	SA	Sociedad Anónima
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores	SAB	Sociedad Anónima Bursátil
COFECE	Comisión Federal de Competencia Económica	SAPI	Sociedad Anónima Promotora de Inversión
CONSAR	Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro	SAPIB	Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil
DENUE	Directorio Estadístico Nacional de Unidades Económicas	SEC	Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos
ENIF	Encuesta Nacional de Inclusión Financiera	SHCP	Secretaría de Hacienda y Crédito Público
ETF	Exchange Traded Fund	SIC	Segmento Internacional de Cotización de la BMV
FCA	Financial Conduct Authority	SIPC	Securities Investor Protection Corporation
FIBRAS	Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces	TIC	Tecnologías de la Información y las Comunicaciones
I+D	Investigación y Desarrollo	UDI	Unidades de Inversión
IGAE	Índice Global de Actividad Económica	VAR	Vectores Auto-Regresivos
IMCO	Instituto Mexicano para la Competitividad		
INDEVAL	Institución para el Depósito de Valores		
INEGI	Instituto Nacional de Estadística y Geografía		
IPC	Índice de Precios y Cotizaciones		
LGSM	Ley General de Sociedades Mercantiles		
LGSM	Ley General de Sociedades Mercantiles		
LMV	Ley del Mercado de Valores		
LMV	Ley del Mercado de Valores		
M&A	Mergers and Acquisitions		
MIDAS	Mercado Institucional de Deuda Alternativa Societaria		
NAFIN	Nacional Financiera		

Capítulo I. ¿Por qué importa el mercado bursátil?

La importancia del sector financiero en general –y del mercado bursátil en particular–, radica en su capacidad para conjuntar y canalizar los recursos de los ahorradores de una economía hacia el financiamiento de actividades productivas. Para las empresas, los mercados bursátiles amplían la gama de fuentes de financiamiento a través de la emisión de acciones o de títulos de deuda, mientras que a los ahorradores les proporciona oportunidades de inversión y rendimientos ajustados a un nivel de riesgo.

La evidencia empírica sugiere que los países más desarrollados cuentan con sectores financieros y mercados de valores más profundos y eficientes. Sin embargo, es difícil establecer una relación causal entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Por un lado, la profundización financiera puede mejorar la asignación de recursos de una economía y promover su crecimiento. Por otro lado, la profundización financiera puede ser sólo una respuesta a las necesidades de una mayor actividad económica.

La teoría económica, por su parte, sugiere que el desarrollo financiero puede acelerar el crecimiento económico a través de diferentes canales:

- Menores costos de información: los intermediarios financieros pueden reducir los costos de adquirir y procesar información para evaluar oportunidades de inversión, lo que hace más eficiente la asignación de los recursos de una economía.
- Innovación tecnológica: en la medida en que los recursos fluyen hacia los empresarios con mayores posibilidades de éxito y de lanzar nuevos productos (destrucción creativa).
- Mitigación del riesgo: mecanismos de diversificación de riesgo para inversionistas que tenderían hacia proyectos de menor riesgo y de más corto plazo.
- Ayuda a manejar el riesgo de liquidez.
- Incentivos a mejorar al gobierno corporativo: los intermediarios financieros ayudan a reducir los costos de monitoreo y generan mecanismos para que los inversionistas supervisen de manera más efectiva a la administración de las empresas.
- Economías de escala: al conjuntar recursos de inversionistas dispersos es posible contar con montos de ahorro más grandes y superar los problemas de indivisibilidad de la inversión.

Un sector financiero que no se encuentra sano equivale a que la llave del capital hacia el resto de la economía está averiada, lo cual puede afectar las posibilidades de financiamiento de los agentes económicos.

Sin duda el principio esencial de las bolsas de valores es facilitar que los dueños de capital puedan depositarlo en títulos de empresas, a cambio de un rendimiento, una participación en la empresa o ambos. A través de este intercambio los productores y empresarios obtienen capital para financiar sus actividades.

Este aspecto vuelve al sector bursátil esencial para una economía que busca crecer a través de las fuerzas del mercado. Sin un mecanismo que conecte al capital de pequeños y grandes inversionistas con las ideas y empresas que lo requieren, es difícil lograr una asignación eficiente de recursos. No obstante, la importancia de este sector va más allá de su capacidad de vincular capital e inversión. A continuación ahondamos en cinco aspectos en los que el mercado accionario adquiere gran relevancia para el mundo actual.

i. Crecimiento y dinamismo económico

Entre los principales determinantes del crecimiento, la teoría económica identifica el capital, el talento humano y el progreso tecnológico, y reconoce la importancia de la inversión en investigación y desarrollo (I+D), innovación, educación e infraestructura. Los mercados de capitales se encuentran al centro de estas relaciones, pues permiten vincular las actividades productivas y de investigación con el capital para desarrollarlas. De este modo, los mercados impulsan el crecimiento económico al brindar capital a aquellas empresas con potencial de alto crecimiento. Esta inyección de recursos es la que permite el progreso tecnológico y la expansión de las empresas, para así generar más inversión en capital físico y humano.

La literatura empírica también resalta el rol de los mercados de capital en promover un mayor crecimiento económico, particularmente en los países en vías de desarrollo. En un estudio para los países del sureste asiático, Un estudio de 1999 encontró que un mayor crecimiento del mercado de capital se traduce en mayor dinamismo económico. Para el caso de México, un estudio analizó la relación entre el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y el crecimiento trimestral en el período 1993-2010, y concluyeron que el IPC causa un mayor crecimiento económico. Un análisis realizado por el IMCO con datos a 2014 muestra que es la variación económica la que causa cambios en el IPC, y no viceversa (ver recuadro 1). Esta evidencia aporta al debate y también muestra que el crecimiento del mercado de valores de una economía puede deberse al crecimiento de ésta, así como a mejores expectativas de los inversionistas.

Los mercados de capital también traen dinamismo a la economía pues permiten una interacción entre oferta y demanda de títulos bursátiles, a través de la cual las empresas más rentables –o las más innovadoras– son las de mayor expansión. Un mercado financiero sano promueve el intercambio de activos a través de mercados secundarios, lo que a su vez permite una mayor inyección de capital y la apreciación o depreciación de activos, de acuerdo con el desempeño de las empresas, o las expectativas de sus ingresos futuros. Esto se traduce en una asignación de recursos más eficiente y dinámica, pues dicha asignación refleja las expectativas de los actores económicos.

Recuadro 1. Crecimiento económico y desempeño del mercado bursátil. Un análisis econométrico.

En un estudio econométrico sobre el desempeño del mercado de valores y el crecimiento económico en México, Zavaleta y Urbina (2011) encontraron que el desempeño del sector bursátil es un determinante del crecimiento económico. Utilizando modelos de vectores autoregresivos (VAR) y pruebas de causalidad, mostraron que existe evidencia estadística suficiente para afirmar que el IPC causa en el sentido de Granger a la actividad económica, medida a través del Índice Global de Actividad Económica (IGAE). Este estudio se basó en información estadística para el periodo de enero de 1993 a agosto de 2010.

En un esfuerzo por replicar este ejercicio para un periodo más reciente, en el IMCO recopilamos información adicional a la del estudio de Zavaleta y Urbina (2011), con base en series de tiempo hasta abril de 2014. El procedimiento utilizado consistió en:

1. Verificar que las series fueran estacionarias utilizando la prueba de Dickey-Fuller. La prueba indica que el IGAE es estacionaria, pero no el IPC.
2. Transformar la serie no estacionaria (IPC) en una serie estacionaria utilizando su primera diferencia.
3. Construir modelos VAR y encontrar el número de rezagos que minimizan el criterio de información de Akaike. Se encontró que el número de rezagos óptimo para el modelo hasta 2010 es de 6 (uno menos en comparación con el resultado obtenido por Zavaleta y Urbina). Para el periodo hasta 2014 el número óptimo es 5.
4. Realizar pruebas de causalidad de Granger al modelo de 6 y 5 rezagos.

Los hallazgos con la serie de tiempo ampliada son interesantes comparados con los originales de Zavaleta y Urbina (2011), quienes mencionan que "la dinámica de la economía mexicana no causa en el sentido de Granger a la dinámica del sistema accionario", pero que "la dinámica del mercado accionario sí causa en el sentido de Granger a la dinámica de la economía mexicana". Nuestros resultados de las pruebas de causalidad indican que ésta es más probable del IGAE al IPC que viceversa, en modelos VAR y no VAR.

ii. Innovación Tecnológica

La premisa más importante respecto a la innovación tecnológica y su relación con el mercado bursátil es que éste tiene el potencial de financiar a empresas con ideas innovadoras, para que sean capaces de desarrollar y comercializar sus productos. El resultado es una mayor innovación tecnológica y crecimiento económico.

Desde hace varias décadas la teoría económica ha tratado de explicar esta relación. Schumpeter destacó el papel del sistema financiero para fomentar la innovación tecnológica, en tanto permite identificar y financiar a los empresarios mejor preparados para generar productos innovadores y mecanismos de producción. Por su parte, los modelos de crecimiento se centraron en la invención de nuevos métodos de producción y bienes. Estos planteamientos teóricos apuntan a que, vía un mayor ritmo de innovación tecnológica, el sistema financiero afecta el crecimiento del estado estacionario.

Estudios empíricos también señalan la importancia de un mercado accionario para incrementar la inversión en I+D, un estudio de 2011 encontró que la combinación de un marco legal propicio para inversionistas y un mercado bursátil desarrollado, genera una mayor inversión en I+D. Los hallazgos indican que por cada dólar recibido de capital a través del mercado bursátil, las empresas invertían entre 50 y 60 centavos en I+D de largo plazo. Por el contrario, no había un efecto en la inversión en capital fijo.

El hecho que los mercados bursátiles puedan incentivar la innovación, no quiere decir que siempre lo hagan. Por ejemplo, el marco legal puede ser débil respecto a la protección a inversionistas, haciéndolos más adversos al riesgo y propensos a invertir en empresas poco innovadoras. Así mismo, como en el caso mexicano, puede no haber un volumen importante de acciones de empresas innovadoras en las cuales invertir. Finalmente, se han documentado casos en los que los directivos de una empresa, con el objetivo de maximizar el retorno de los inversionistas, juegan con el valor del título a través de operaciones de recompra en lugar de invertir en I+D. Estos problemas deben ser considerados si queremos que el mercado efectivamente se convierta en financiador de la innovación en México.

Hoy en día, el mercado bursátil no sólo financia la innovación sino que también se ha convertido en una fuente de innovación por sí mismo. Un ejemplo de esto es la creación de derivados financieros, que originalmente fueron concebidos como instrumentos de cobertura en caso de desastres naturales. El sector financiero atrae una buena cantidad de matemáticos y estadísticos para desarrollar nuevos instrumentos que generen menor riesgo y mayor rendimiento. Aunque es cierto que los instrumentos financieros cada vez más sofisticados fueron una de las causas de la crisis de 2008, esto no resta al hecho que muchas de las innovaciones del sector bursátil han dado lugar a inversiones de menor riesgo, y mayor certidumbre al sector productivo.

iii. Generación de Riqueza y Acumulación de Capital

La relación de la acumulación de capital y el mercado bursátil también ha sido tema de consideración en los modelos económicos contemporáneos. Solow sostenía que los factores principales que determinaban el crecimiento económico son la acumulación de capital, la productividad del trabajo, la inversión en el capital humano y el progreso técnico. El mercado bursátil es un potenciador de estos factores pues facilita la inversión y, por ende, la acumulación de capital y el crecimiento económico. Adicionalmente, el desarrollo de mercados secundarios y de instrumentos más complejos ha hecho que el mercado no sólo represente una oportunidad de acumulación de capital para las empresas, sino también para quienes deciden invertir en ellas. La rentabilidad de las inversiones financieras puede superar por mucho al de la economía real (el caso de Warren Buffet, uno de los hombres más ricos del mundo, es paradigmático pues hizo su fortuna invirtiendo en la Bolsa). Hoy en día, el mercado de capital en muchos países vale más que la economía real en su conjunto.

Un ejercicio del potencial de generación de riqueza a partir del mercado es Apple, compañía de productos tecnológicos caracterizada por la innovación constante. La oferta pública inicial de Apple en diciembre de 1980, tuvo un valor de 22 dólares por acción. Actualmente el precio de esta misma acción rebasa los 620 dólares, lo que implica un rendimiento de casi 3,000% durante los últimos 24 años. Estas posibilidades plantean la necesidad de abrir los canales de inversión no sólo a grandes capitales sino también a pequeños inversionistas. Ello demanda de una cultura bursátil más sólida y una política de Estado que busque la participación de más actores en el sector.

iv. Gobierno Corporativo y Financiamiento

El gobierno corporativo es el conjunto de normas y principios que rigen el manejo de una empresa, de acuerdo con los criterios establecidos por los accionistas y las mejores prácticas corporativas. Su adopción resuelve el problema de riesgo moral que surge a raíz de los intereses de la administración y los propietarios de una empresa. El mercado de valores obliga a las empresas a incorporar altos estándares de gobierno corporativo, con el fin de garantizar una mejor gestión y procurar el menor riesgo para los inversionistas.

Muchas empresas mejoran sus prácticas de gobierno corporativo con el fin de mantenerse competitivas en un mundo globalizado y estar en igualdad de circunstancias con sus competidoras.

Este tipo de prácticas comenzaron en Estados Unidos y Europa hace varias décadas, pero sólo hasta 1999 la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) hizo explícitas las mejores prácticas en la materia. Estas prácticas influyen en la generación de un sistema bursátil eficiente y productivo, y generan oportunidades de captar mayor financiamiento a raíz de la confianza que imprimen en los inversionistas. De igual manera, la transparencia

influye positivamente en el crecimiento de las empresas, en la medida en que la revelación de información al público brinda mayor confianza y seguridad al público inversionista.

v. Reducción de Problemas de Información

Las instituciones y los mercados financieros cumplen el rol de mitigar los costos de acceso a la información, hacer cumplir los contratos y el intercambio de activos financieros. El mercado bursátil disminuye parte de estos problemas a través de la publicación de información sobre el desempeño de las empresas y la existencia de organismos supervisores. Cuando los sistemas financieros actúan con el fin de reducir los costos de transacción y de información, cumplen con su función esencial de asignar los recursos en un contexto incierto. (Merton y Bodie, 1995).

Las empresas que acuden a los mercados financieros enfrentan riesgo e incertidumbre, que se reflejan en los activos que emiten y pueden repercutir sobre el repago a inversionistas. Ante problemas de información y costos de transacción, se pueden establecer instituciones y mercados financieros que faciliten el control, intercambio y cobertura de los riesgos. La existencia y buen funcionamiento de estas instituciones es de suma importancia y ha adquirido mayor relevancia después de la burbuja financiera de 2009 en Estados Unidos, cuando la asimetría de información implicó que muchos inversionistas terminaran con activos de mayor riesgo al inicialmente contemplado.

¿Cómo lograr el desarrollo del mercado de valores desde una perspectiva de política pública?

Como ya se mencionó, son varios factores los que hacen del sector bursátil una fuerte palanca del crecimiento económico. En la medida en que el mercado accionario y la economía evolucionan de manera conjunta, es necesario implementar políticas públicas eficientes que potencien este proceso de retroalimentación positiva.

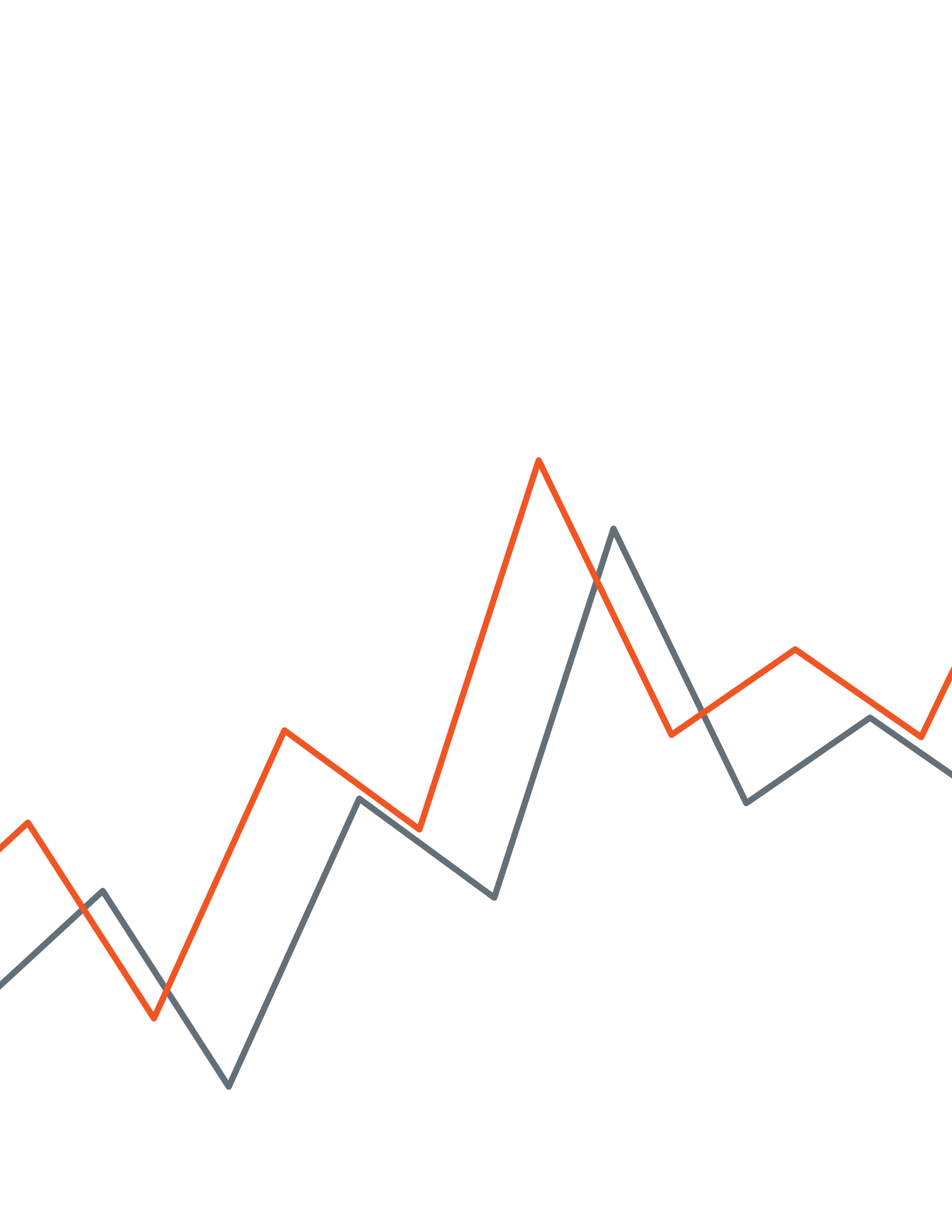
Por un lado, mejorar el sistema de financiamiento bursátil implica ampliar la gama de productos y mecanismos de fondeo para empresas con potencial, así como también para aquellas que no son candidatas para el financiamiento bancario tradicional. Por otra parte, también se requiere de un mercado desarrollado atractivo a los inversionistas. Un sistema financiero funcional abre oportunidades de inversión, provee información de utilidad para asignar capital a proyectos productivos de alta rentabilidad, y mejora las decisiones de ahorro en el corto y el largo plazo.

En 2012 el IMCO desarrolló un estudio sobre el sistema financiero mexicano (banca, seguros e intermediarios bursátiles), en el que se analizó su evolución e impacto en la economía, y se plantearon propuestas de política pública para todos los componentes del sistema. El presente estudio busca profundizar el análisis anterior sobre el mercado de valores y proponer medidas de política pública concretas para este segmento.

El diagnóstico del mercado de capitales presentado en 2012 es similar al de este estudio: tenemos una única bolsa de valores con pocos participantes, que se caracteriza por una baja liquidez de los activos; adicionalmente, las empresas con potencial de participar en bolsa prefieren otras fuentes de financiamiento con el fin de evitar revelar información al mercado, a los reguladores y a las autoridades fiscales. En consecuencia, la participación de intermediarios bursátiles es limitada lo cual, aunado a la poca cultura financiera del país, evita que el sector crezca.

En este sentido, es necesario revisar el tema y replantear algunas sugerencias de política pública con el fin de reposicionar la dinámica del mercado bursátil en una trayectoria que sea de utilidad para inversionistas, empresas y para el desarrollo del país, en general.

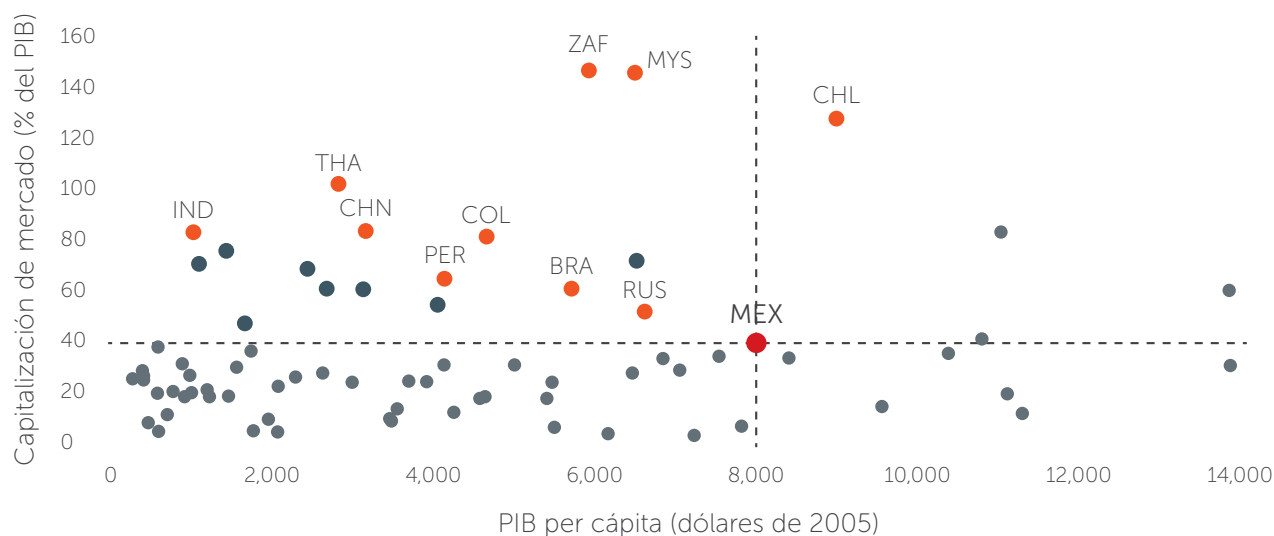
La primera parte de este documento consta de un diagnóstico del mercado bursátil mexicano. Más adelante se analizan los principales obstáculos a la profundización del mercado de valores desde dos perspectivas: la de las empresas que representan la demanda de capital (u oferta de títulos), y la de los inversionistas, del lado de la oferta de capital (o demanda de títulos). Finalmente, se presentan recomendaciones de política pública para impulsar el apetito de empresas, inversionistas institucionales y privados por participar en el mercado de valores.



Capítulo II. Diagnóstico del mercado bursátil mexicano

Un rápido análisis del mercado bursátil mexicano deja entrever que éste es pequeño y poco profundo, incluso para los estándares de países menos desarrollados que el nuestro. El mercado bursátil mexicano no ha experimentado la misma dinámica de desarrollo que los mercados de países de similar grado de desarrollo. La gráfica 1 muestra la capitalización del mercado de valores como porcentaje del PIB y el nivel de desarrollo de algunos países, medido a través del PIB per cápita. En el cuadrante superior izquierdo están los países que tienen un nivel de ingreso por habitante igual o menor al de México y una mayor capitalización de mercado. Países como Malasia, Tailandia, Perú, Brasil, India, Rusia, China, Colombia y Sudáfrica tienen un mercado accionario más profundo que el mexicano a pesar de tener un nivel de desarrollo menor.

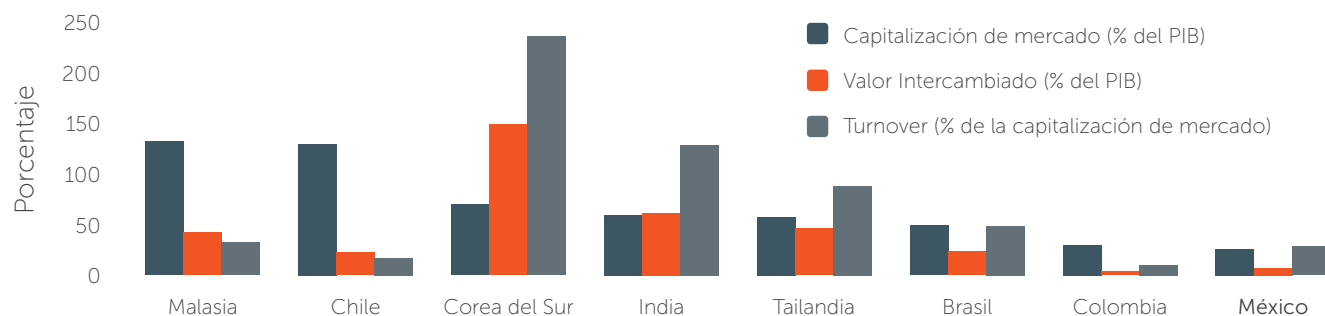
Gráfica 1. Capitalización de mercado como porcentaje del PIB y PIB per cápita, 2011



Fuente: IMCO con datos de Banco Mundial.

La profundización del mercado accionario mexicano es baja incluso cuando ésta se mide a través de otros indicadores diferentes a la capitalización del mercado. Efectivamente, el valor intercambiado en bolsa como proporción del PIB en México es menor al de Malasia, India, Tailandia y Brasil. Similarmente, el valor intercambiado como proporción de la capitalización de mercado (turnover), sigue lejos de los niveles de países como Corea del Sur, India, Tailandia y Brasil (gráfica 2).

Gráfica 2. Indicadores de profundización del mercado de valores. Promedio 2000-2011



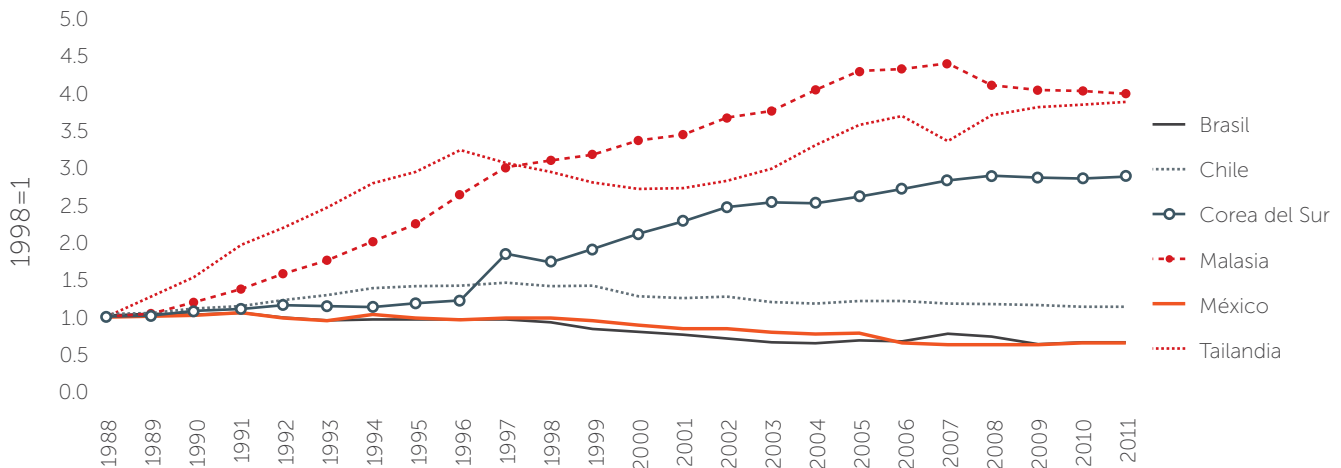
Fuente: IMCO con datos de Banco Mundial.

En consecuencia, no sólo el tamaño del mercado bursátil es pequeño relativo al tamaño de la economía mexicana, sino que también el intercambio de títulos es limitado, lo cual representa un reto significativo para los inversionistas interesados en inyectar capital a la economía mexicana.

1. Panorama de las empresas listadas en la BMV

En las últimas décadas el número total de empresas listadas en la BMV ha disminuido. A comienzos de los 90 se alcanzó el número máximo de empresas listadas y, a partir de este periodo, un número importante de empresas abandonaron el mercado. Este fenómeno también se observa en Brasil y Chile, mientras que en países como Corea del Sur, Malasia y Tailandia se ha incrementado el número de emisoras. El número de empresas que cotizan en la BMV se ha quedado rezagado, en comparación con otros países de Asia y Latinoamérica (gráfica 3).

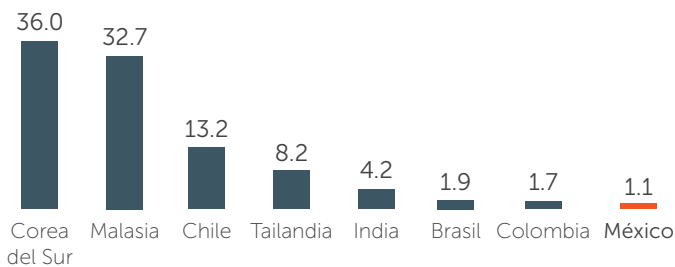
Gráfica 3. Número de empresas cotizando en bolsa de valores. 1998-2011 (Índice 1998=1)



Fuente: Análisis IMCO con datos de Banco Mundial.

Como proporción de la población, el número de emisoras mexicanas es más bajo que el de economías similares. En América Latina, Chile es el país líder en penetración de empresas bursátiles, y Brasil y Colombia tienen niveles superiores al de México. Entre las economías emergentes asiáticas, Corea del Sur, Tailandia y Malasia tienen una penetración más alta de empresas listadas que México, esto a pesar de que los dos últimos cuentan con niveles de desarrollo inferiores.

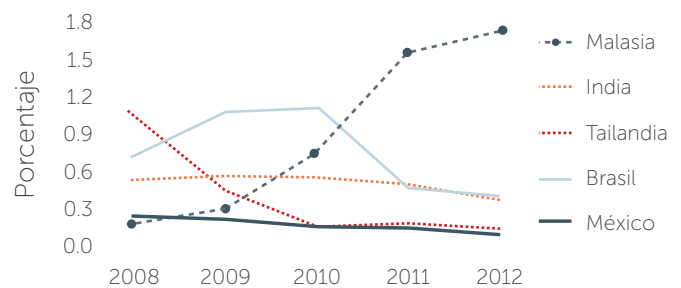
Gráfica 4. Número de empresas listadas por cada millón de habitantes, 2011.



Fuente: Análisis IMCO con datos de Banco Mundial.

El total de ofertas públicas iniciales (OPI), esto es el número de nuevas empresas que entran a cotizar en bolsa, es otro indicador de bajo desempeño en México en comparación con el mismo grupo de países. En promedio, entre 2008 y 2012, las OPI en la BMV representaron menos de 0.1% del PIB, mientras que en Brasil esta cifra llegó a 0.4%, en Chile 0.2% y en Malasia 1.7%.

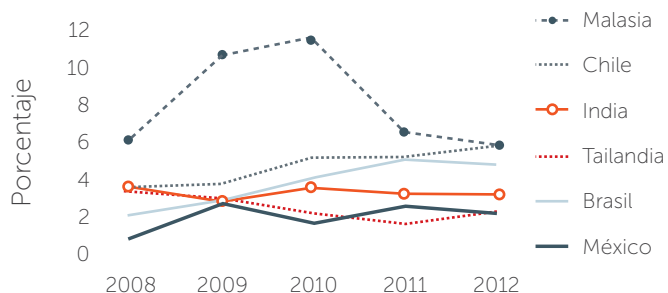
Gráfica 5. Valor de las Ofertas Públicas Iniciales, como porcentaje del PIB, promedio de 3 años



Fuente: IMCO con datos de WEF.

Finalmente, las actividades de fusiones y adquisiciones (mergers and acquisitions, M&A) reflejan parcialmente el dinamismo empresarial y la facilidad para impulsar estrategias de inversión entre empresas que participan en el ecosistema financiero. El valor de las transacciones de M&A como porcentaje del PIB en México también es bajo en comparación con países como Malasia, Chile, India y Brasil.

Gráfica 6. Fusiones y adquisiciones 2008-2012. Valor de transacciones como porcentaje del PIB

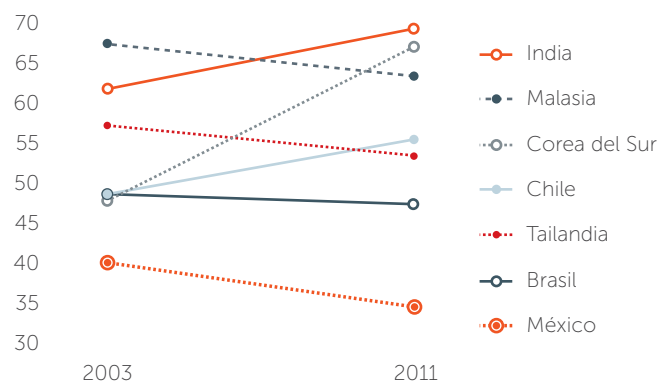


Fuente: IMCO con datos de WEF.

Otras características del mercado bursátil mexicano como la concentración en unas pocas empresas, la desconexión entre la actividad económica y el mercado de valores, la representación de empresas oligopólicas en bolsa y sus mecanismos de operación, también afectan su nivel de desarrollo.

El mercado está significativamente concentrado en un número reducido de empresas. Al comparar el grado de concentración del mercado bursátil mexicano respecto al de otros países de similar nivel de desarrollo, se observa que en México las principales diez compañías tienen un peso excesivo en el mercado. De acuerdo con cifras del Banco Mundial, en 2011 la capitalización del mercado excluyendo a las diez compañías más grandes de México fue 34% del total –esto es, las primeras diez empresas representaron dos terceras partes de la capitalización total de mercado–. En países como Corea del Sur, India y Malasia los mercados accionarios están menos concentrados –su capitalización sin las diez compañías más grandes es superior a 60% del total–, mientras que en Chile, Tailandia y Brasil tienen un grado de concentración medio –con valores que rondan el 50%.

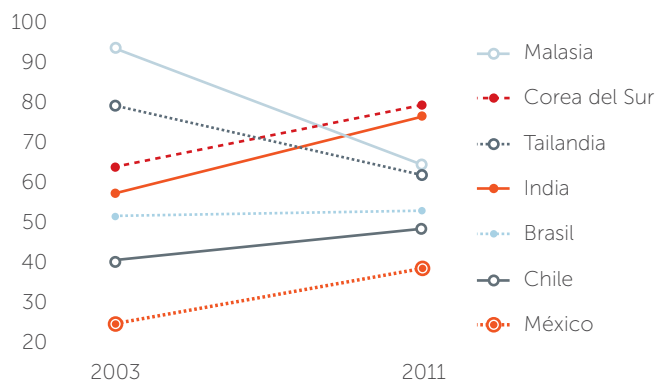
Gráfica 7. Capitalización promedio de mercado excluyendo a las 10 compañías más grandes, Porcentaje de la capitalización total



Fuente: Cálculos propios con base en el Financial Inclusion Index del Banco Mundial.

Más aún, el mercado accionario mexicano también registra una elevada concentración en términos del valor intercambiado: el valor total de las transacciones en bolsa excluyendo a las diez compañías más comerciadas, fue casi 40% en 2011 –lo que equivale a decir que las diez empresas más intercambiadas representaron 60% del valor comercializado–. Comparado con otros países, México presenta los niveles de concentración más altos; la proporción del valor intercambiado sin tener en cuenta a las diez compañías más comerciadas es cercano a 50% en Chile y Brasil, mientras que en Tailandia y Malasia está entre 35% y 40%, y en India y Corea del Sur ronda el 20%.

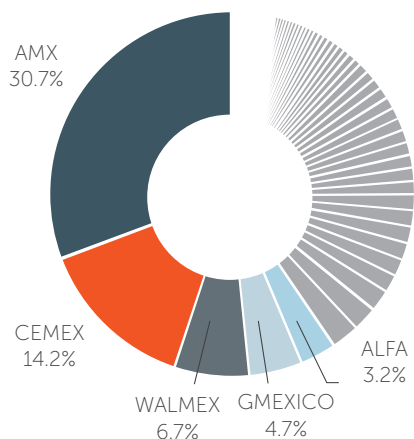
Gráfica 8. Valor intercambiado excluyendo a las 10 compañías más intercambiadas. Porcentaje del total



Fuente: Cálculos propios con base en el Financial Inclusion Index del Banco Mundial.

El problema en México es aún más grave si se tiene en cuenta que, en promedio, entre 2009 y 2014 cinco emisoras de la BMV concentraron el 60% del volumen intercambiado (número de acciones intercambiadas) y que las siguientes cinco empresas en importancia sólo representaron 9% adicional del volumen de transacciones.

Gráfica 9. Volumen intercambiado semanal promedio por empresa. 2009-2014, porcentaje del total



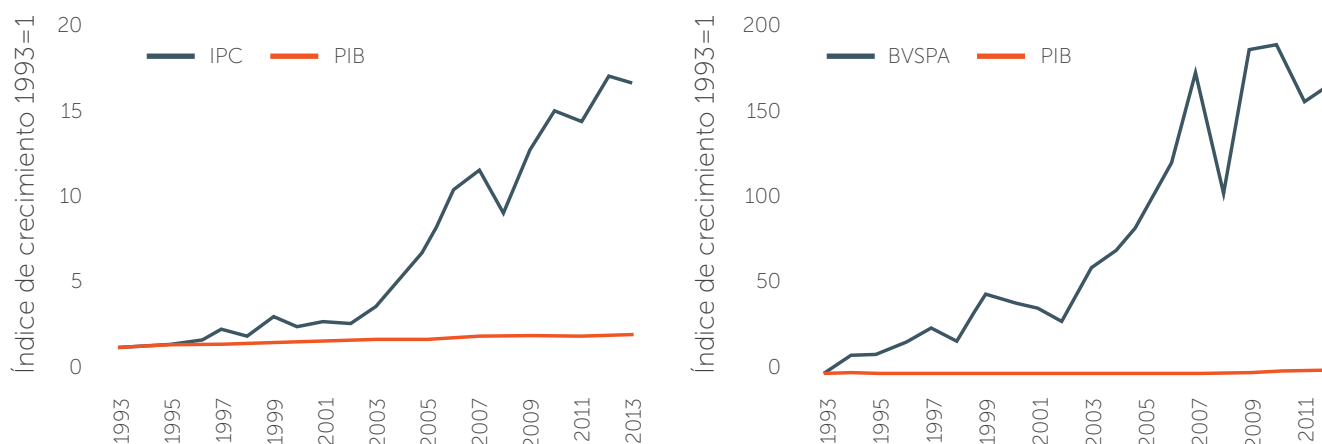
*Enero de 2009 a junio de 2014

Fuente: Cálculos propios con información de Yahoo! Finance.

El problema de la elevada concentración del mercado es que las empresas de menor tamaño van a enfrentar mayores costos de financiamiento, pues los inversionistas tienden a gravitar sobre las compañías dominantes. Una estructura de mercado concentrada en unas pocas empresas de gran tamaño afecta el nivel de desarrollo del mercado pues, por un lado, condena a las emisoras de menor tamaño a tener un bajo grado de bursatilización y, por otro, desmotiva a potenciales candidatas a entrar en un mercado en el que su participación va a ser marginal.

Una opinión recurrente de especialistas del mercado bursátil es que en México el desempeño de la BMV no refleja el de la economía mexicana en su conjunto. Una prueba de esto es que mientras el IPC aumento 16 veces su valor desde 1993, el PIB mexicano sólo aumento 69% (gráfica 10). Esto se debe al hecho que las empresas mexicanas que cotizan en dicho índice son empresas consolidadas con alta rentabilidad en oposición a la realidad mexicana de empresas informales y poco productivas.

Gráfica 10. Desempeño económico y del mercado accionario. Índice de crecimiento del PIB vs. IPC

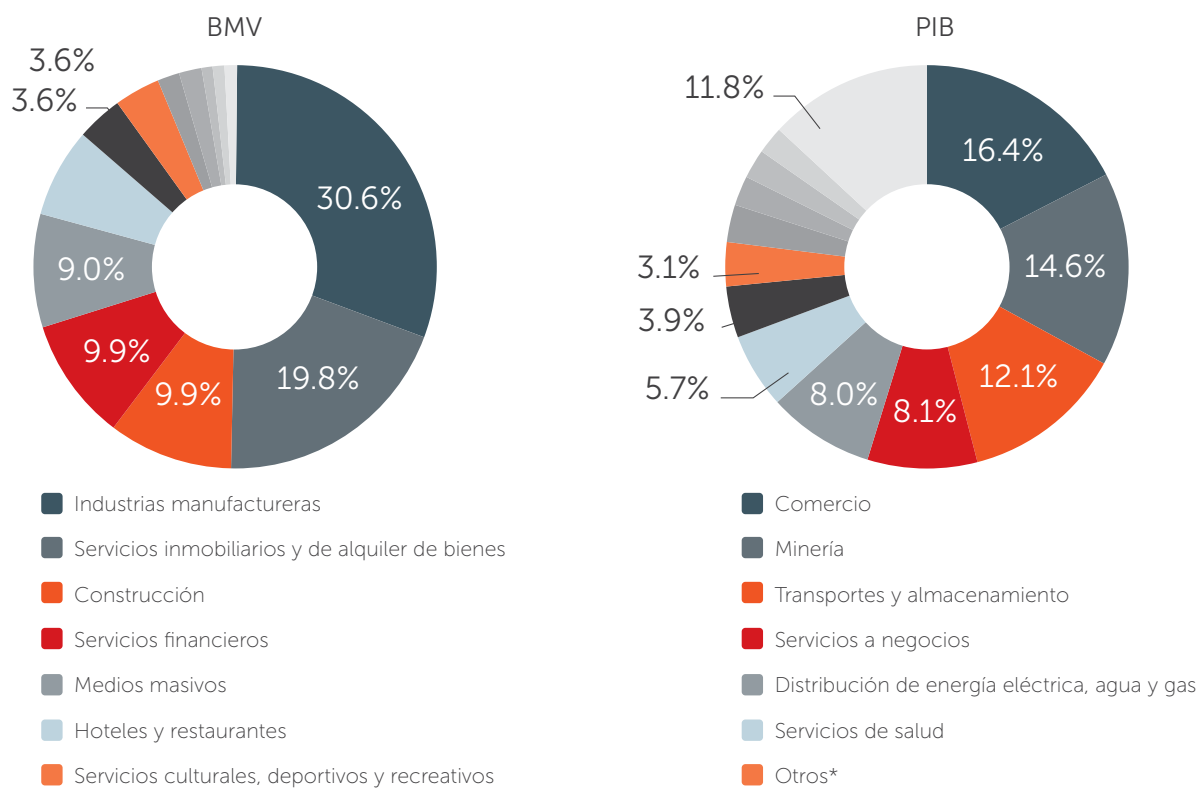


Fuente: Cálculos propios con información de Mathematica Financial Data y Banco Mundial.

Sin embargo, este efecto no es único al caso mexicano; en el caso de Brasil se observa un comportamiento similar. El índice de la BOVESPA aumentó 137 veces en un periodo de 20 años (desde 1993) mientras la economía brasileña sólo lo hizo 85%. Ambas economías están caracterizadas por una alta tasa de informalidad y dependencia de pocos sectores, lo cual puede explicar este comportamiento.

Una hipótesis que puede explicar las diferencias entre el desempeño de la economía y el del mercado accionario es la composición sectorial de ambos indicadores. Como se mencionó anteriormente, existen diferencias significativas las empresas que cotizan en bolsa y aquellas que conforman el resto de la economía. Por ejemplo, las empresas manufactureras, de telecomunicaciones y de servicios financieros representan una proporción más elevada en la capitalización de la BMV, que su contribución al PIB. Por otro lado, las empresas inmobiliarias, de construcción y de transporte están subrepresentadas en bolsa respecto a su participación en la economía, mientras que el sector agrícola –que representa 3% del PIB doméstico– no cuenta con participación alguna en la BMV.

Gráfica 11. Composición sectorial de la BMV y de la economía Mexicana, primer trimestre 2014



*Incluye Agricultura y ganadería, Servicios profesionales, científicos y técnicos, Servicios corporativos, Servicios educativos y Otros servicios

Fuente: Cálculos propios con información de Bloomberg e INEGI.

2. Panorama de los inversionistas del sector bursátil

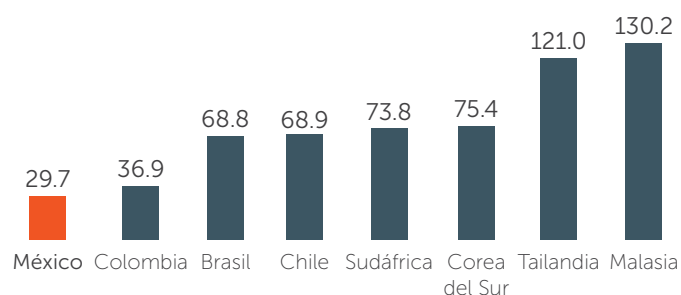
La otra cara del mercado accionario son los inversionistas, quienes adquieren títulos bursátiles en busca de un rendimiento. Éstos pueden ser tanto grandes fondos institucionales –Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES) o fondos mutuos–, como pequeños ahorradores, en búsqueda de alternativas de inversión. Dado que la capacidad de ambos es distinta, sus perfiles y problemas también lo son.

Para entender la situación y los retos de los pequeños inversionistas en el país es necesario analizar la capacidad de ahorro y el contexto de inclusión financiera de la sociedad mexicana en general. Por un lado, el bajo nivel de ingresos laborales de la mayor parte de la población no deja mucho margen para el ahorro; el salario promedio mensual de un trabajador de tiempo completo en el país es cercano a los 6 mil pesos, según el INEGI.

Por otro lado, muchas de las personas que sí tienen capacidad de ahorro recurren a mecanismos informales y no tienden a invertir en los mercados de valores. Este hecho es consistente con la baja penetración financiera que se observa en México, por ejemplo, medida

a través del número de cuentas bancarias comerciales por cada 100 adultos (gráfica 12). Al comparar con países similares de Latinoamérica y Asia, mientras que en México hay menos de 30 cuentas por cada 100 adultos, en Brasil y Chile la proporción es cercana a 69, y en Tailandia y Malasia es superior a 120.

Gráfica 12. Número de cuentas bancarias por cada 100 adultos, 2011



Fuente: IMCO con datos de Banco Mundial.

La baja penetración financiera en México también se refleja la escasa cantidad de cuentas de inversión bursátil, en casas de bolsa. De acuerdo con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), en 2013 había 210 mil cuentas que representaron 0.8% del total de cuentas bancarias y bursátiles en el país.

Tabla 1. Cuentas de instituciones bursátiles en México, 2013

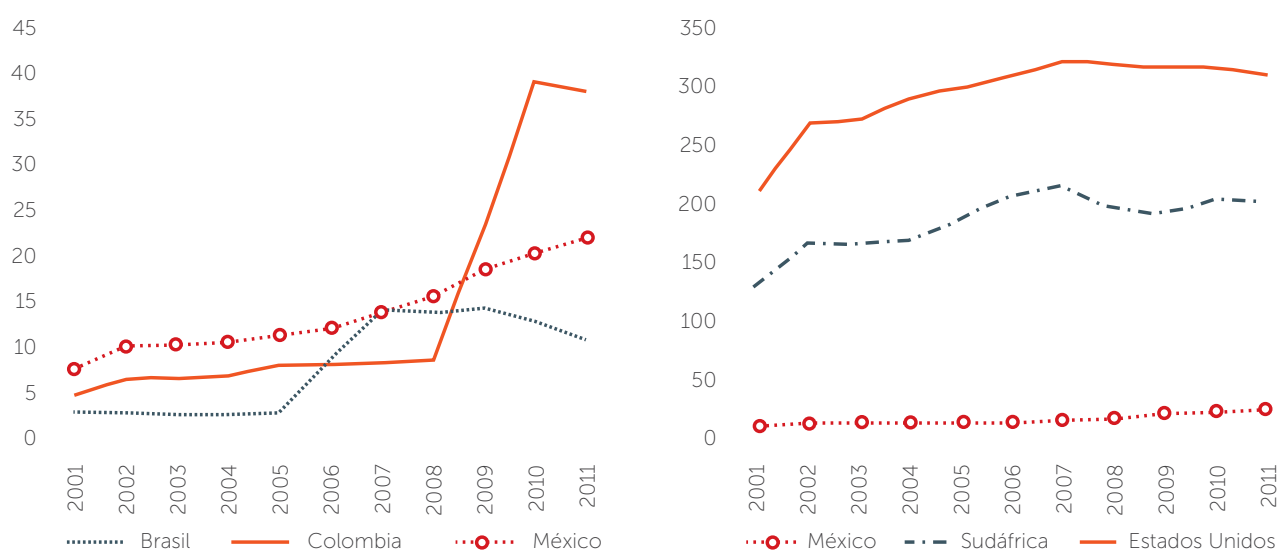
	Hasta 15 mdp	Más de 15 mdp y hasta 50 mdp	Más de 50 mdp y hasta 100 mdp	Más de 100 mdp y hasta 250 mdp	Más de 250 mdp y hasta 500 mdp	Más de 500 mdp
Personas físicas	126,985	5,368	2,414	3,726	4,941	19,816
Personas morales	37,016	1,696	725	1,047	1,024	4,405
Total	164,001	7,064	3,139	4,773	5,965	24,221

Nota: mdp = miles de pesos.

Fuente: IMCO con datos de CNBV.

Una primera aproximación a la dimensión de los fondos institucionales en México es a través de los activos de instituciones financieras no bancarias como porcentaje del PIB. En México esta proporción ha venido en ascenso a lo largo de la última década, hasta llegar a 21% en 2011. Esta cifra es más alta que el 9.9% de Brasil, pero está por debajo del registro de países como Colombia (37.3%), Sudáfrica (195%) y Estados Unidos (303%).

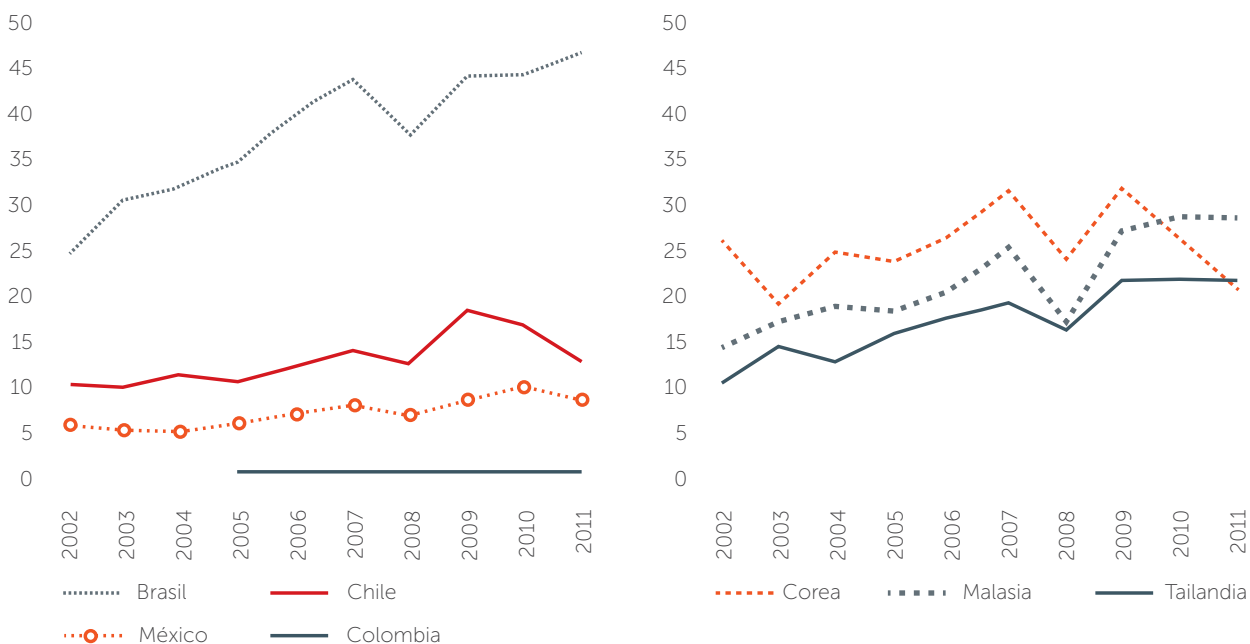
Gráfica 13. Activos de instituciones financieras no bancarias como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Mundial (2013) Global Financial Development Database

Otra manera de evaluar el grado de desarrollo de los inversionistas institucionales es a través de la operación de fondos mutuos. Los fondos mutuos son una alternativa de inversión en la que se reúnen los patrimonios de distintas personas –naturales o jurídicas– para invertirlos en instrumentos financieros. En México los fondos mutuos representaron 8% del PIB en 2011, participación menor que la de países como Chile, Brasil, Corea del Sur, Malasia y Tailandia.

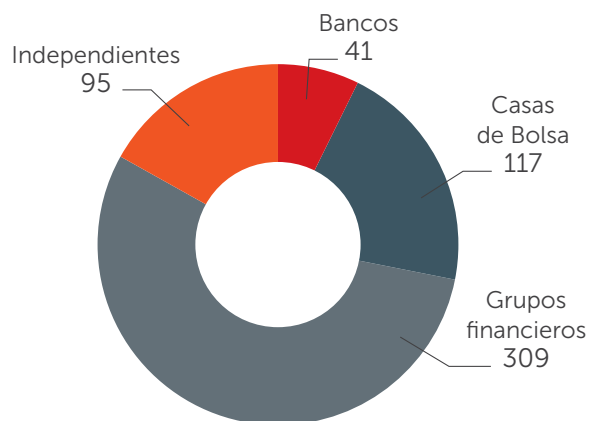
Gráfica 14 – Valor de cartera de fondos mutuos como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Mundial (2013) Global Financial Development Database

Por su parte, los fondos de inversión también ofrecen un panorama sobre el desempeño del mercado de valores desde el punto de vista de los inversionistas. Estos fondos son los principales instrumentos para participar en el mercado de deuda o de capital. Las administradoras de fondos de inversión son diversas. En México, por ejemplo, existen 562 fondos de inversión divididos entre bancos, casas de bolsa, grupos financieros y actores independientes. Estos son administrados por 37 operadoras distintas.

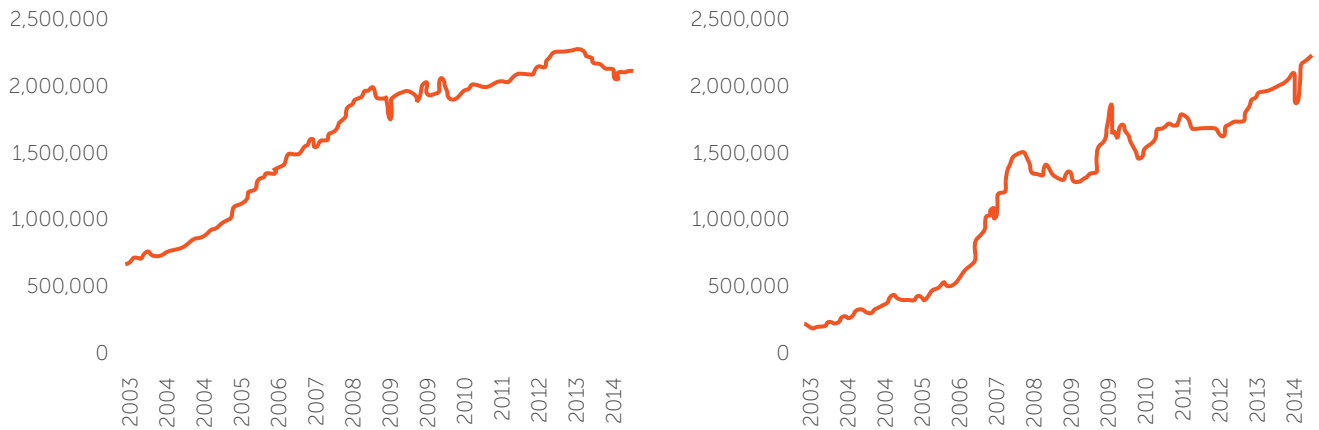
Gráfica 15. Distribución de fondos de inversión por tipo de operadora, julio 2014



Fuente: IMCO con datos de CNBV.

En la última década las cuentas en los fondos de inversión han registrado un incremento continuo, con tasas de crecimiento anual promedio de 10%, principalmente a raíz de la expansión de los fondos de renta variable. Actualmente, existen cerca de 2 millones de cuentas en fondos de inversión, a través de las cuales se administra una cifra cercana a 13% del PIB.

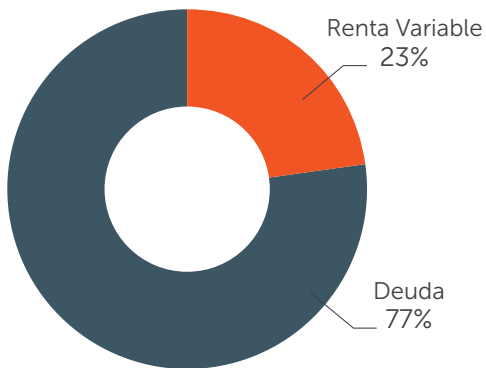
Gráfica 16. Evolución del número de cuentas en Fondos de Inversión.(Gráfica izquierda: cuentas de deuda y renta variable, gráfica derecha: sólo cuentas de renta variable)



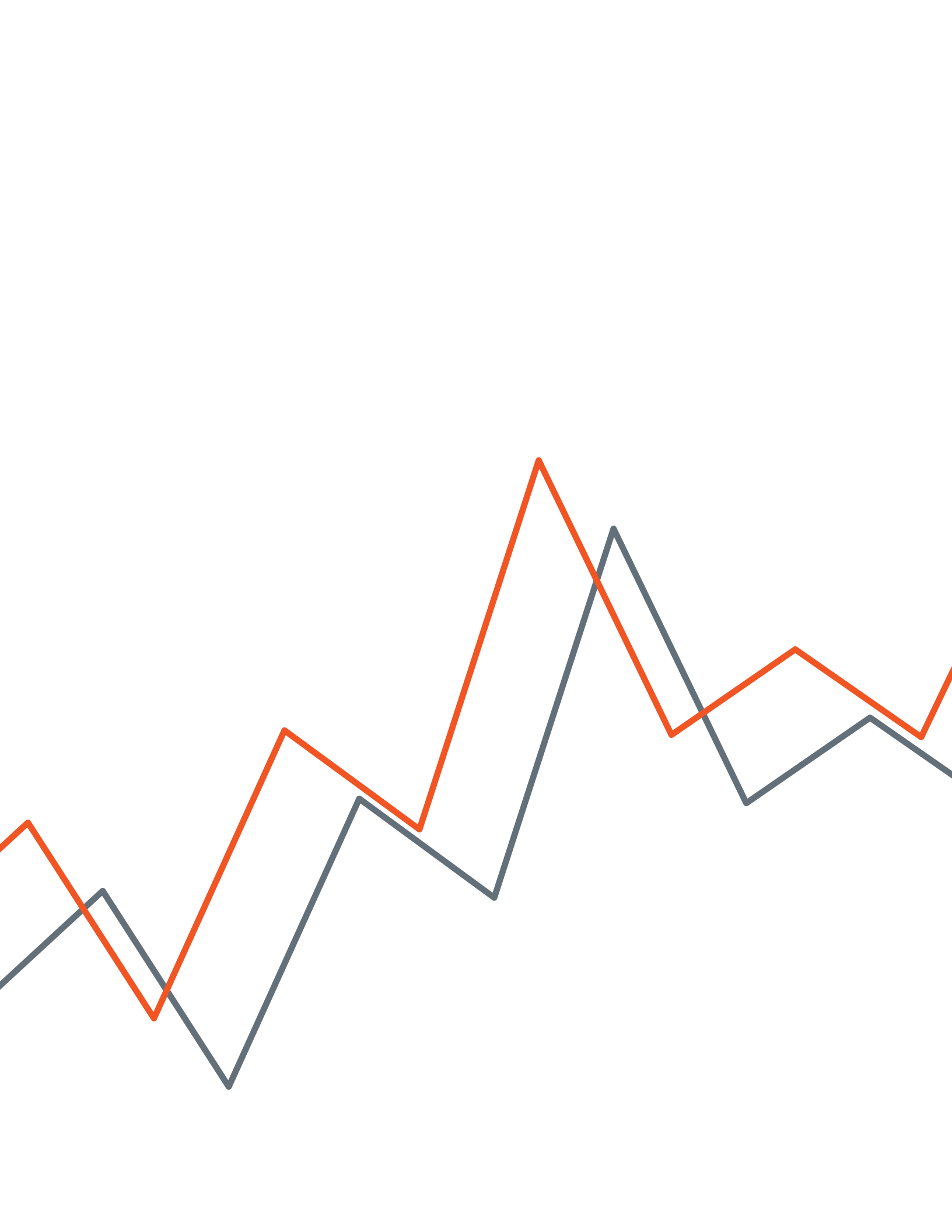
Fuente: IMCO con datos de CNBV.

A pesar del crecimiento de los fondos de renta variable en el país, los inversionistas siguen eligiendo instrumentos de deuda. En julio de 2014, 77% de los activos de los fondos se concentraban en fondos de deuda y 23% en fondos de renta variable. Este tipo de situaciones puede dificultar el crecimiento del mercado bursátil por la preferencia de los inversionistas de instrumentos líquidos y de riesgo bajo, como es el caso de los bonos gubernamentales.

Gráfica 17. Distribución de activos por tipo de fondo, julio de 2014



Fuente: IMCO con datos de CNBV.



Capítulo III. Las empresas: Barreras a la demanda de capital (oferta de títulos)

El mercado bursátil tiene el potencial de financiar a empresas con modelos de negocios innovadores y rentables y, en consecuencia, de catapultar su crecimiento y convertirlas en actores globales. Sin embargo, México aún está atrapado en el paradigma de empresas pequeñas y familiares, mayoritariamente en la informalidad: según datos del INEGI, 95% de las empresas del país tienen menos de 5 trabajadores. Ante este panorama, son pocas las empresas que adquieren el tamaño suficiente, o las prácticas de gobierno corporativo necesarias, para consolidarse y acudir a los mercados de capitales.

Esta situación se refleja en el bajo número de ofertas públicas y de empresas cotizando. México cuenta con menos empresas cotizando en proporción al tamaño de su economía que países como Colombia, Brasil o Chile. Además, existe una escasa participación en los mercados secundarios de las empresas que cotizan actualmente en la Bolsa. Como se explicó en anteriormente en el diagnóstico –y se profundizará en esta sección–, el mercado mexicano está altamente concentrado y cuenta con un bajo intercambio de acciones, factores que limitan su desarrollo. En este capítulo se busca responder la pregunta de por qué no existen más empresas en México que coticen en bolsa.

Como parte de este estudio, realizamos una serie de entrevistas a diferentes actores del mercado accionario mexicano, entre los cuales figuran empresas emisoras de diferentes tamaños y sectores económicos, casas de bolsa, calificadoras y funcionarios de las agencias reguladoras. De acuerdo con la opinión del grueso de los entrevistados, en México las empresas optan por fuentes de financiamiento distintas al mercado bursátil debido a sus expectativas de expansión, baja cultura bursátil y capacidades técnicas y administrativas.

En primera instancia, la gran mayoría de las empresas no acuden a los mercados de capitales pues el bajo nivel de cultura financiera entre la población mexicana no les permite reconocer una buena alternativa de financiamiento en el mercado. Por el contrario, el mercado accionario suele asociarse con factores negativos como el temor a revelar información, aprehensión por perder el control sobre la empresa, o las bajas expectativas de crecimiento.

En segundo lugar, cumplir los requerimientos de listado en bolsa podría desmotivar a algunas potenciales entrantes. La regulación de la BMV en materia del nivel de ingresos de la empresa, sus prácticas de gobierno corporativo, así como el proceso de presentar el caso con bancos de inversión, puede restringir la entrada de algunas empresas.

También es necesario que los instrumentos bursátiles sean competitivos en relación con otras opciones de financiamiento disponibles. Por ejemplo, una empresa puede optar por no fondearse

a través de la bolsa porque cuenta con suficientes flujos de caja para financiar su crecimiento, o porque puede acceder a crédito bancario a bajas tasas.

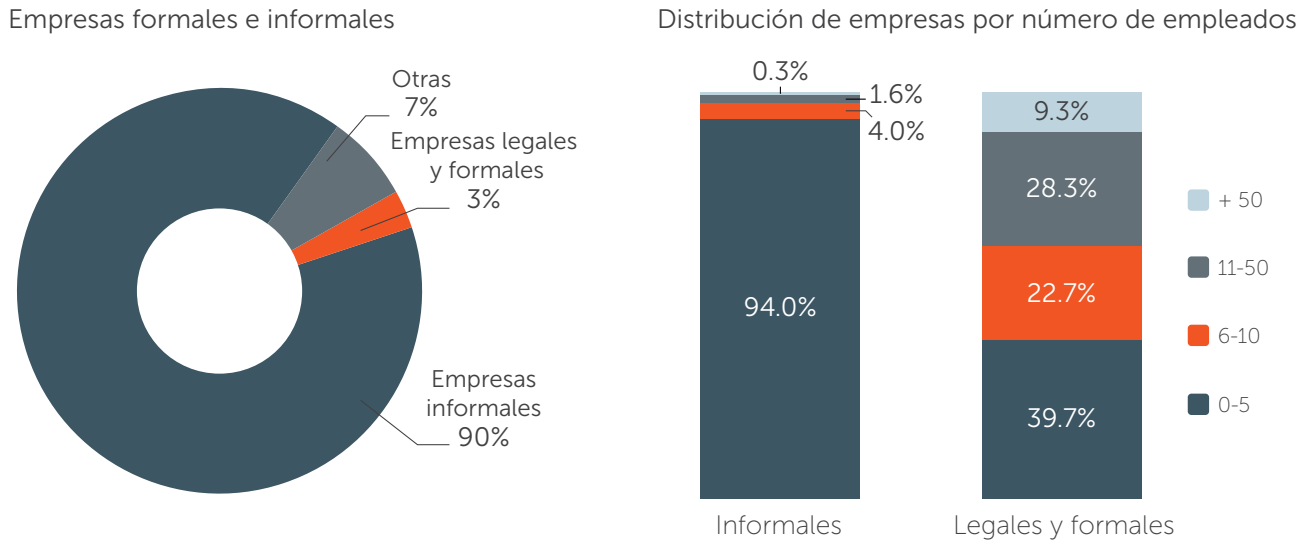
A continuación analizamos las principales barreras que, desde el punto de vista de las empresas, pueden estar limitando el desarrollo del mercado de capitales mexicano.

1. Ecosistema empresarial mexicano

El reducido número de emisoras en México refleja el enorme reto que tiene el país para generar empresas competitivas, formales, capaces de crear empleos bien remunerados y de mantener un crecimiento acelerado. En el país existen dos realidades empresariales: por un lado, están las empresas medianas y grandes que han logrado ocupar un nicho de mercado y gracias a su productividad, han logrado posicionarse a nivel mundial. Por otra parte, están las empresas pequeñas, que mayoritariamente operan en la informalidad y son poco productivas. El problema en México es que abundan las segundas; 95.5% de las empresas tienen menos de 10 empleados. La OCDE señala que México tiene una mayor proporción de negocios con menos de 10 empleados que otras economías latinoamericanas de tamaño semejante (95.5% frente a 80%-90% en Argentina, Brasil y Chile).

Asociado al menor tamaño está el fenómeno de la informalidad. Como se puede apreciar en las gráficas siguientes, la mayor parte de las empresas en México son de carácter informal (90%), y como vimos anteriormente, tienen pocos trabajadores. Por su parte, la minoría de empresas formales y legales (3% del total de empresas en el país), son más diversas en términos de su tamaño aunque sólo 9% cuenta con más de 50 empleados.

Gráfica 18. Informalidad y tamaño de las empresas en México



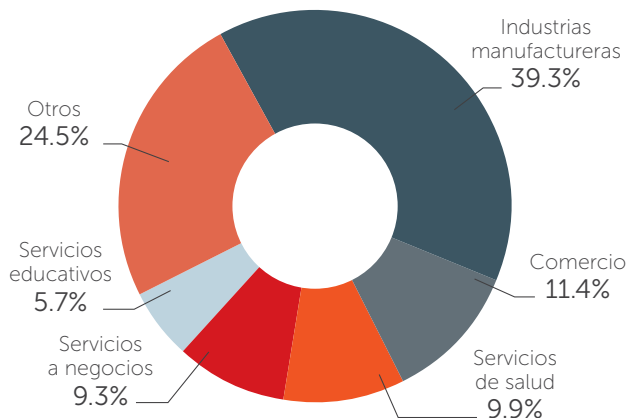
Fuente: IMCO con datos de Levy (2012). Cifras a 2008.

Ante este panorama, son muy pocas las empresas con el tamaño y las características necesarias para cotizar en bolsa. En este sentido, resulta fundamental desde el punto de vista de política pública, diseñar e implementar estrategias para atraer empresas a la formalidad, hacerlas más productivas y generar las capacidades para que eventualmente coloquen títulos bursátiles.

No obstante, existen empresas que actualmente cumplen con el perfil para entrar a la bolsa pero que han decidido no hacerlo. Al analizar la composición de las empresas mexicanas a través del Directorio Estadístico Nacional de Unidades Económicas (DENUE), alrededor de 8,000 empresas (0.2% del total) tienen más de 251 empleados (tabla 2). Posiblemente no todas éstas estén en capacidad de cotizar en bolsa, pero sí contrasta la cifra de 8,000 con el bajo número de emisoras en la BMV (144). Lo anterior indica que hay espacio para generar políticas públicas que incentiven la participación en el mercado.

Dentro del universo de establecimientos con más de 250 empleados, buena parte de éstos pertenecen a sectores como la industria manufacturera y el comercio. Estos sectores están bien representados en la BMV (30.6% y 9.9% de la capitalización total de las emisoras de la BMV, respectivamente). Sin embargo, otros sectores como los servicios educativos y salud que cuentan con unidades económicas de buen tamaño, están subrepresentados en la BMV (0% y 0.9% de la capitalización de mercado, respectivamente).

Gráfica 19. Distribución sectorial de establecimientos con más de 250 empleados, 2013



Fuente: IMCO con datos del DENUE.

Al comparar sectorialmente las empresas que cotizan en Bolsa contra las que tienen más de 250 empleados, es evidente que ciertos sectores pueden estar desaprovechando el mercado bursátil como un mecanismo de financiamiento (tabla 3). No obstante, es necesario hacer un análisis más detallado para determinar dónde están las empresas con potencial de mayor expansión y por qué no participan en el mercado bursátil.

Diagnóstico y acciones para elevar la profundidad del mercado bursátil en México

Tabla 3. Diferencia entre el número de empresas en la BMV y las de más de 250 empleados en la economía mexicana, por sector (2014)

	Empresas en BMV	UE (≥250 empleados)	Sector (% de BMV)	Sector (% de UE)	Diferencia absoluta
Minería	4	71	3.6%	1.1%	67
Agricultura/ganadería	0	40	0.0%	0.6%	40
Distribución de energía eléctrica, agua y gas	1	98	0.9%	1.5%	97
Construcción	10	352	9.0%	5.4%	342
Industrias manufactureras	34	2574	30.6%	39.3%	2540
Comercio	11	745	9.9%	11.4%	734
Transportes y almacenamiento	2	312	1.8%	4.8%	310
Medios masivos	8	98	7.2%	1.5%	90
Servicios financieros	22	138	19.8%	2.1%	116
Servicios profesionales, científicos y técnicos	0	155	0.0%	2.4%	155
Corporativos	0	15	0.0%	0.2%	15
Servicios a negocios	1	607	0.9%	9.3%	606
Servicios educativos	0	373	0.0%	5.7%	373
Servicios de salud	1	648	0.9%	9.9%	647
Servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes	11	32	9.9%	0.5%	21
Servicios culturales, deportivos y recreativos	2	47	1.8%	0.7%	45
Hoteles y restaurantes	4	209	3.6%	3.2%	205
Otros servicios	0	38	0.0%	0.6%	38

Nota: UE=Unidades económicas.

Fuente: IMCO con datos de Bloomberg y DENUÉ.

2. Factores culturales

Un común denominador de las entrevistas realizadas a actores diversos del mercado a la hora de explicar la baja profundización del mercado accionario mexicano, fue el tema cultural. Prácticamente todos los entrevistados mencionaron que uno de los factores que impiden el desarrollo del mercado es la poca cultura financiera del país que, en el caso de las empresas, se refleja en su falta de interés por cotizar en bolsa.

Esta falta de interés por hacerse de capital a través del mercado de valores se asocia, de acuerdo con la opinión de los expertos entrevistados, a dos factores: el temor a perder el control en empresas familiares y un escaso apetito por crecer (ver recuadro a continuación).

Recuadro 2. Qué dicen los expertos respecto al bajo desarrollo del mercado accionario en México:

- “El bajo desarrollo del mercado no es un problema de demanda sino de oferta: por un lado hay **poco apetito de las empresas por listarse** y, por otro, pocas empresas cumplen con los requerimientos”
- “Existe desconfianza por accionistas externos; es mejor ser chiquito y rentable”
- “No hay un verdadero gobierno corporativo; familias muy ricas que **no quieren perder el control** de sus empresas”
- “Casas de bolsa buscan activamente empresarios que quieran expandirse y necesiten financiamiento. Sin embargo **no hay apetito por crecer ni deseos de hacerse público**”
- “**Falta cultura de negocios y financiera**. Pocas empresas tienen un plan de negocios y no tienen un estudio de mercado” “Necesitamos crear una cultura emprendedora”
- “**El gran problema de México es la falta de cultura financiera**”
- “El mercado no es más grande por problemas de derechos de propiedad en negocios familiares y **temor a la pérdida del control**”
- “Empresas familiares que no quieren reportar a un consejo de administración” “También **temen revelar información** que pueda ser sensible a la competencia”
- “También es una cuestión de estructura de las empresas, particularmente de deficiencias en su gobierno corporativo” “Empresas familiares **no quieren soltar el control**. Interpretan su salida a bolsa como una pérdida de control a cambio de fondos”

2.1. Poco apetito por crecer

Como se mencionó anteriormente, la mayoría de las empresas mexicanas son pequeñas e informales. Este fenómeno impide que las empresas aprovechen economías de escala y que inviertan en capital, para mejorar su productividad. La preferencia por mantenerse chicas en vez de crecer se asocia en parte al tema fiscal y regulatorio: es más fácil no ser detectado por los radares del gobierno cuando se es pequeño.

Sin embargo, este fenómeno no se limita a las PyMES del país. En entrevistas con miembros de fondos e instituciones bursátiles se comentó que existen empresas candidatas a entrar a la bolsa, pero que deciden no hacerlo porque disponen de recursos propios para financiar su crecimiento, o simplemente porque la visión de la empresa no es la de convertirse en un conglomerado de mayores proporciones.

En este sentido, es necesario generar políticas de promoción y educación para que el empresariado mexicano reconozca las ventajas de largo plazo de estar en el sector formal –y más productivo– de la economía, y que asuma una cultura más institucionalizada en el manejo de los negocios. Además, se deben explicar y hacer evidentes las ventajas de participar en el mercado bursátil y generar una cultura encaminada hacia un mayor crecimiento en las empresas mexicanas.

Recuadro 3. Malasia: Cómo generar cultura financiera entre las PyME

SMEinfo Portal: Una ventanilla única de información en línea para las PyME

SMEinfo es una iniciativa de National Small and Medium Enterprise Development Council (Consejo Nacional de Desarrollo de las Pequeñas y Medianas Empresas) en Malasia. Este portal ofrece información para el desarrollo de las PyME en diversos aspectos.

Por un lado, detalla programas del gobierno tales como esquemas de financiamiento y servicios de ayuda para los negocios. También ofrece información sobre cómo y dónde las PyME pueden obtener asesorías, acceder a programas de entrenamiento, desarrollo de tecnologías y productos, así como otra información de mercado relevante.

El portal ofrece información de cómo empezar, crecer y manejar un negocio. Al igual que herramientas financieras para este tipo de empresas. Por último, existe un directorio de pequeñas y medianas empresas con el fin de crear redes de negocio y oportunidades para las nuevas empresas. En dicho directorio se ofrece información de las empresas, sus productos y contactos.

SME Advisory Unit & SME Special Unit

El Banco Central de Malasia estableció la Unidad Especial de Pequeñas y Medianas Empresas (Small and Medium Enterprise Special Unit). Esta unidad especial es un centro de asistencia viable para que las PyME puedan obtener financiamiento. La unidad especial apoya a dichas empresas en las siguientes áreas:

- Proveer información sobre fuentes de financiamiento;
- Facilitar el proceso de préstamos;
- Direccionar dificultades con especialistas financieros; y
- Proveer asesoramiento en cualquier tipo de requerimiento financiero.

2.2. Temor a perder el control en empresas familiares

La pérdida de autonomía es una consecuencia de la llegada de nuevos accionistas, una vez que una empresa familiar empieza a cotizar en Bolsa. Aún en casos en que la familia permanece como la accionista controladora, los accionistas minoritarios tendrán derechos que harán que sea difícil que los miembros de la familia originales operen sin restricciones.

En su gran mayoría, las PyME nacen como negocios familiares y, a pesar de que muchas mueren en el intento, algunas de éstas logran crecer y transformarse en grandes consorcios productivos.

Ser una empresa familiar no es un problema por sí mismo. Más de 85% de las empresas del mundo son familiares, algunas que lograron un éxito internacional son el caso de Walmart, Bombardier y LÓreal. En México, empresas como CEMEX, FEMSA, Bimbo, Carso, Soriana, Grupo Televisa son algunos de los ejemplos más representativos de empresas familiares que crecieron exitosamente y que hoy día cotizan en bolsa. Más aún, más de 90% de las empresas que cotizan en la BMV tienen una clara representación familiar en su capital y en puestos de control.

Sin embargo, uno de los inconvenientes que suelen entrañar algunas de estas empresas es que, precisamente por su carácter familiar, no es fácil alinear los intereses de la familia y los objetivos del negocio. Esto se traduce en que pocas empresas familiares desarrollan buenas prácticas de gobierno corporativo, necesarias no sólo para garantizar su supervivencia, sino también para acceder a los mercados de valores.

Es indiscutible el rol de las empresas familiares en la economía del país; el reto es consolidar ideas y proyectos en negocios con potencial de crecimiento, que no sólo constituyan el patrimonio de una familia, sino que también generen valor para la economía y para la sociedad. Además, participar en el mercado de valores no necesariamente conlleva a perder el control de la empresa: es posible emitir deuda sin ceder de ninguna manera la propiedad de la empresa, o también se pueden hacer colocaciones parciales.

3. Ausencia de gobierno corporativo

Otro factor que limita el acceso de las empresas al mercado bursátil es la ausencia de estructuras adecuadas de control y administración de

la empresa. Para hacer pública una compañía es necesario que ésta cuente con buenas prácticas de gobierno corporativo, que protejan los intereses de todos sus inversionistas y garanticen una gestión adecuada.

Sin embargo, el arraigo a valores y tradiciones, así como la idea de que la empresa representa el patrimonio de los miembros de la familia por varias generaciones, pueden hacer que sus directivos y fundadores se resistan a cambiar sus prácticas y estructuras por miedo a perder el control de la empresa. La ausencia de estas prácticas o la resistencia a adoptarlas puede afectar tanto la decisión como las posibilidades de que una empresa incursione en el mercado bursátil.

La existencia de buenas prácticas de gobierno corporativo dentro de las empresas va más allá de la garantía que dan al control interno de éstas; su relevancia radica en su contribución a la estabilidad de los mercados financieros, a protección de la inversión y al crecimiento económico. El gobierno corporativo protege a las empresas de decisiones arbitrarias de una persona o de un grupo reducido de éstas y por ende genera confianza entre el público inversionista.

Recuadro 4. Qué es el gobierno corporativo

De acuerdo con el Código de Mejores Prácticas Corporativas del Consejo Coordinador Empresarial, "el concepto original e internacionalmente aceptado señala que gobierno corporativo es 'el sistema bajo el cual las sociedades son dirigidas y controladas'" (2010). Para que un gobierno corporativo cumpla con su objetivo, se espera tener una organización en la que existan los siguientes órganos:

- Asamblea de accionistas
- Consejo de administración (CA)
- Órgano intermedio que apoye al CA para cumplir con su función de auditoría
- Órgano intermedio que apoye al CA para cumplir con su función evaluación y compensación
- Órgano intermedio que apoye al CA para cumplir con su función de finanzas y planeación.

No obstante los beneficios específicos de cada uno de estos órganos, su importancia general radica en la existencia de pesos y contrapesos entre los accionistas así como la presencia de mecanismos de transparencia y rendición de cuentas, tanto al interior como al exterior de la empresa.

En México, existen retos importantes en esta materia. En una encuesta de KPMG a más de 200 directivos de empresas familiares de diversos tamaños y sectores de la actividad económica en México, 55% reportaron no contar con un consejo de administración y 65% con un comité de auditoría; esto a pesar de que 95% de los encuestados reconocieron que un marco de gobierno corporativo es útil y conveniente para el negocio .

Entre otras prácticas de gobierno corporativo, el porcentaje de cumplimiento de las entrevistadas fue el siguiente:

- 59% no cuenta con un manual de gobierno corporativo;
- 55% no cuenta con un consejo de administración;
- 65% no cuenta con un comité de auditoría;
- 70% no cuenta con consejeros independientes;
- 87% no tiene un plan de sucesión delineado;
- 72% no suele darle seguimiento a los presupuestos y planes de negocio.

La ausencia de estructuras de control y de toma de decisiones en empresas familiares se origina desde su nacimiento, pues muchas de estas empresas no ven la necesidad de adoptar estas prácticas por su tamaño, o su modo de operación. Sin embargo, ignorar las prácticas de gobierno corporativo constituye una clara amenaza para el crecimiento de una empresa y su acceso a capitales externos.

Paradójicamente, muchas empresas familiares abogan por medidas de política pública encaminadas a mejorar su acceso a fuentes de financiamiento. Una encuesta reciente señala que, para tres cuartas partes de las empresas familiares entrevistadas, el gobierno debe priorizar acciones el acceso a mercados de capitales y la disponibilidad de fondos de capital de riesgo . No obstante, la mayoría de estas empresas no están preparadas para acudir a los mercados de capitales y no parecieran tener la disposición para hacer los cambios necesarios para allegarse de estos recursos. La realidad de la mayoría de las empresas en México está marcada por un bajo grado de institucionalización en su gestión y operación, así como por mantener una escala reducida en condiciones de informalidad.

3.1. Legislación para la conformación de empresas no exige buenas prácticas

La forma más común para la conformación de empresas en México es la de Sociedad Anónima (SA). Este régimen jurídico, reglamentado por la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM), obliga a los socios fundadores a cumplir únicamente con dos de los órganos básicos de gobierno corporativo: una asamblea general de accionistas, así como un consejo de administración . Dada la manera en que se constituyen, el crecimiento de las empresas está cimentado en una estructura muy básica y que les brinda pocos elementos para evolucionar a una sociedad que eventualmente pueda acceder al financiamiento bursátil.

Una SA interesada en cotizar en la BMV está obligada a convertirse en una Sociedad Anónima Bursátil (SAB) y a cumplir con las exigencias de la Ley del Mercado de Valores (LMV). Esta Ley establece que las empresas deben contar no sólo con una Asamblea de Accionistas y un Consejo de Administración –con una cuarta parte de miembros independientes–, sino también con comités que desarrollen actividades en materia de prácticas societarias y de auditoría . Adicionalmente, las SAB deben reportar su información financiera trimestralmente, así como informes anuales dictaminados por un auditor externo y reportar información sobre políticas y operaciones, actos societarios y eventos relevantes .

Estos cambios pueden ser significativos, sobre todo para empresas que no consideraron en su escritura constitutiva esta clase de órganos, pues el proceso de listado en bolsa requerirá modificaciones de fondo a su estructura funcional. En términos administrativos, esto podría derivar en problemas logísticos si los administradores no cuentan con los conocimientos necesarios para llevar a cabo la reestructura y revelar información relevante.

En este sentido, el hecho de que las empresas constituidas bajo el marco de la LGSM no cuenten desde su nacimiento con buenas prácticas de gobierno corporativo, puede inhibir su futura participación en los mercados de valores.

La LMV también contempla las figuras de Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión (SAPI) y las Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión Bursátil (SAPIB), como puentes en la transición de una SA a una SAB. Las SAPI son un tipo especializado de sociedad que se deriva de las SA comunes y se caracterizan por ser un paso previo para cotizar en la bolsa de valores. Promueven mejores prácticas de gobierno corporativo, protección a las minorías, la revelación de información al interior de la sociedad, entre otros . Su principal ventaja radica en la flexibilidad que otorga a los empresarios para transformar su empresa en una que en el mediano plazo sea capaz de cotizar valores en la BMV.

Por su parte, las SAPIB se surgen como SAPI que buscan inscribir sus acciones en el Registro Nacional de Valores. En términos generales, las SAPIB se parecen más a una SAB que a una SA, pero contemplan ciertas excepciones para hacer más fácil su transición . La importancia de esta figura está en los compromisos que asumen previo a la inscripción de acciones, entre los que destacan: adoptar la modalidad de SAB en un plazo no mayor a diez años, realizar las modificaciones estatutarias necesarias, y plantear un programa para la adopción progresiva del régimen aplicable a las SAB.

Tanto a las SAPI como a las SAPIB se les permite colocar valores en la BMV, incluso cuando no tienen la condición de SAB, con la condición de que en un plazo determinado la empresa se convierta en una . A pesar de esto, actualmente ninguna de las empresas emisoras listadas en la BMV está bajo la figura de SAPI o SAPIB; esto habla de la subutilización de estas figuras posiblemente porque sus requisitos –a pesar de ser más flexibles que los de las SAB– siguen siendo elevados, especialmente para empresas de menor tamaño.

4. Costos directos e indirectos para las empresas

4.1. El financiamiento bursátil es poco competitivo

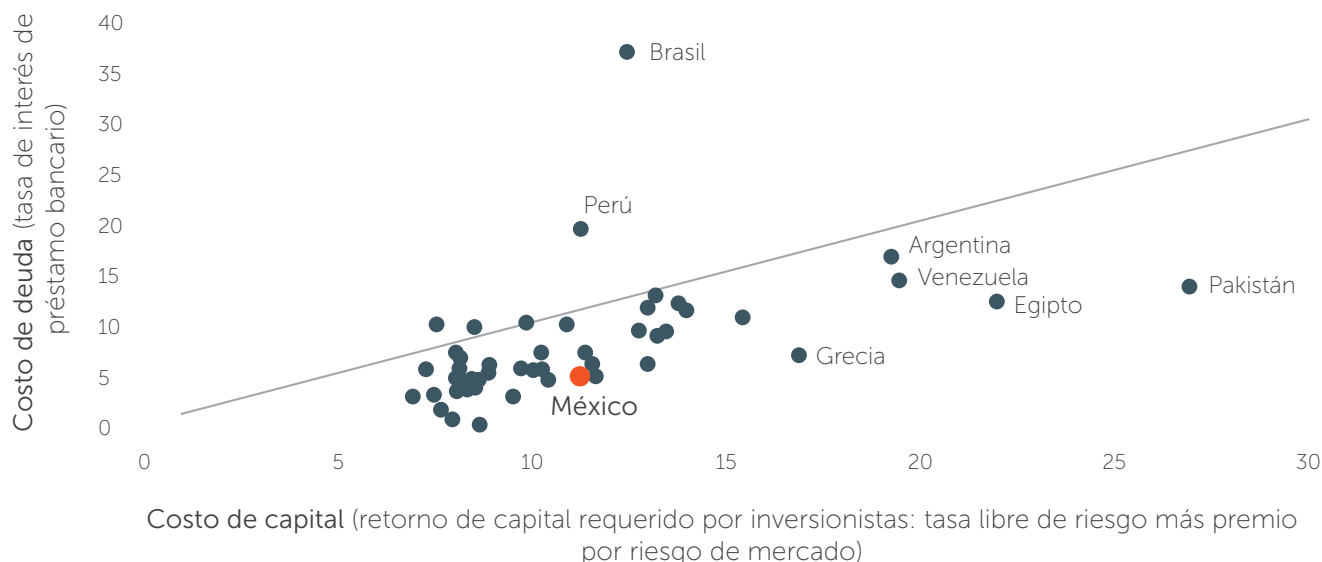
Usualmente, la decisión de una empresa al momento de financiar sus operaciones o una expansión pasa por tres posibles alternativas: flujo de caja, deuda y acciones. Hay empresas cuya liquidez les permite financiarse a través de sus excedentes de ingresos. Sin embargo, cuando hay expansiones más agresivas o proyectos más ambiciosos, los recursos no siempre son suficientes. Es entonces cuando se vuelve necesario acceder al mercado de capitales.

Es importante mencionar que, en general, el financiamiento a través de deuda resulta más barato que a través de acciones. La razón es simple: la deuda es un pago fijo que debe realizarse independientemente del retorno de la inversión, mientras que las acciones no. Es por eso que un inversionista requerirá un mayor retorno sobre una acción que sobre un título de deuda.

Los casos en los que esto no se cumple es cuando el valor esperado de la inversión es bajo porque hay muchos riesgos involucrados, o cuando se trata de un producto innovador que no ha sido probado, por lo que no se sabe su rentabilidad a ciencia cierta. Adicionalmente, existen riesgos de mercado que los inversionistas toman al adquirir títulos bursátiles. Este riesgo de mercado se suma a la tasa de interés libre de riesgo a la que se enfrentan, y ello afecta el retorno al capital demandado por los inversionistas.

Al contrastar información sobre la tasa de interés de préstamo bancario y el retorno al capital requerido, es posible observar que el financiamiento bursátil es en términos generales más caro que el financiamiento por crédito. Efectivamente, en la gráfica a continuación, la gran mayoría de los países se ubican por debajo de la línea de 45°, lo que implica que el costo del capital (eje horizontal) es mayor que el costo de deuda (eje vertical).

Gráfica 20. Costo de capital y costo de deuda, 2013*.



*2013 o último año disponible.

Línea diagonal indica los puntos donde costo de capital y de deuda son iguales.

Fuente: IMCO con datos de Banco Mundial y Fernández, Aguirreamalloa y Linares (2013).

En consecuencia el mercado de valores suele ser una mejor alternativa de financiamiento para empresas en sectores de mayor riesgo, compañías consolidadas que buscan expandirse a otros sectores, o para firmas innovadoras.

Dos problemas restan competitividad al financiamiento bursátil en México. El primero es que, usualmente, después de realizar su OPI las emisoras no realizan más ofertas públicas, en parte porque se trata de empresas con nichos de mercado consolidados, que no tienen la necesidad de realizar actividades innovadoras o de entrar en nuevos sectores. El segundo, es que las empresas que no están en la bolsa pero que sí cuentan con potencial para entrar a ella, no están en sectores de alta innovación como el farmacéutico, las tecnologías de la información o las biotecnologías, sino pertenecen a sectores tradicionales y consolidados, como el manufacturero.

La decisión de cotizar en bolsa no siempre es enteramente racional; como se mencionó anteriormente, a veces influyen factores culturales y de percepción. Las políticas públicas para promover el mercado accionario deben enfocarse en aquellos casos en los que la emisión de acciones es una alternativa superior al financiamiento bancario. Esta línea puede ser difícil de determinar, pero puede dar luz sobre las razones por las que las empresas no buscan financiamiento para la innovación o realizando expansiones más agresivas. En México se necesitan empresas arriesgadas, que recurran al mercado bursátil para financiar su crecimiento.

4.1. Dificultad para cumplir con requisitos de listado

Un obstáculo potencial para que más empresas se animen a entrar a la bolsa es la idea de que cumplir con los requisitos para cotizar en la BMV puede ser muy oneroso. Sin embargo, dichos requerimientos de listado están en línea con los estándares internacionales, por lo que éstos no deberían ser un impedimento significativo para que las empresas coticen, más allá de la percepción de algunos empresarios.

Una empresa que desea cotizar en la BMV necesita cumplir con el perfil especificado en la Tabla 4. En caso de satisfacer las características enumeradas, puede iniciar el proceso de listado ante la BMV, el INDEVAL y la CNBV, como se muestra en la Diagrama 1.

Tabla 4. Requisitos de listado en la BMV

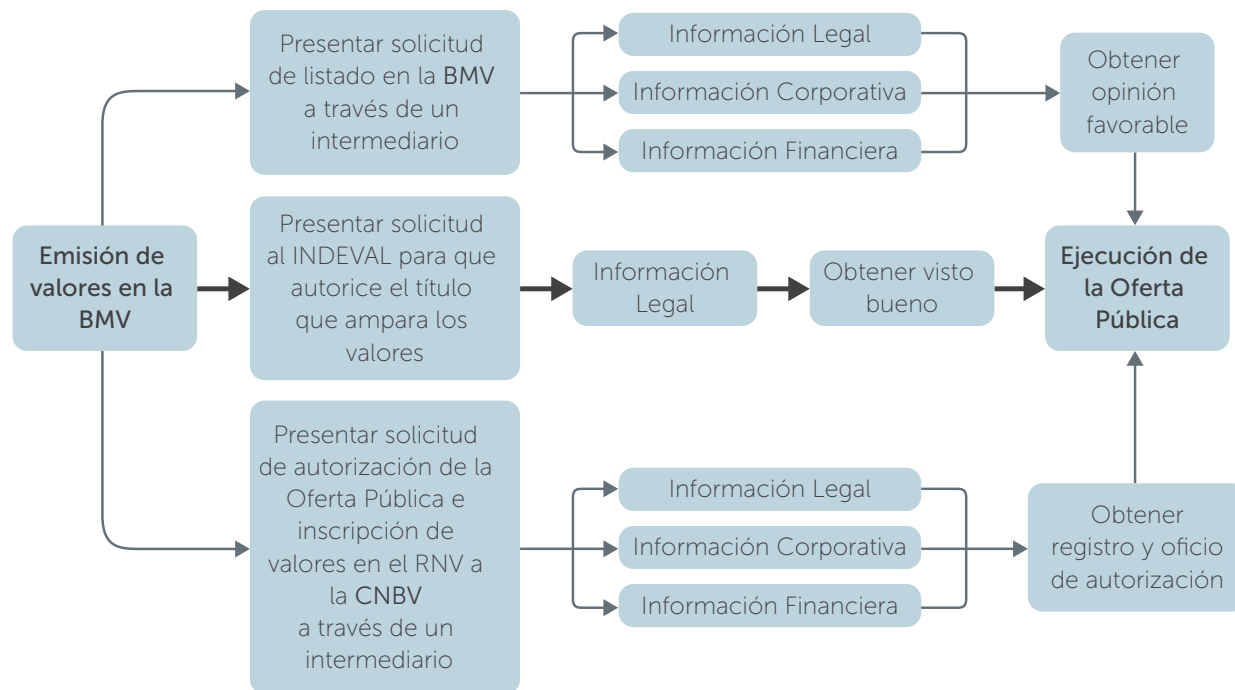
Historial de operación *	Últimos tres años
Capital contable	20 millones de UDIs
Utilidad promedio de los últimos tres años	Positiva
Valores sujetos a oferta pública	15% del capital social pagado
Número de acciones objeto de la oferta pública	10 millones de títulos
Número de accionistas	200

Fuente: Cómo listarse en BMV, BMV.

*Salvo en caso de sociedades controladoras, cuyas principales subsidiarias cumplan con este requisito. 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.

** Su precio en ningún caso sea inferior al importe equivalente a una unidad de inversión por acción.

Diagrama 1. Procedimientos para emisión de valores



Fuente: Elaboración propia con información de la Circular Única de Emisoras.

*El procedimiento es el mismo tanto para empresas nacionales como para empresas extranjeras. Los únicos requisitos adicionales de las empresas extranjeras es que tengan los mismos derechos de minoría y los mismos órganos societarios.

4.2. Costos de preparación para cotizar en bolsa

El proceso de cotizar en la BMV genera una serie de gastos asociados a cumplir con los requisitos de listado. Como se mencionó previamente, las empresas mexicanas no suelen tener un gobierno corporativo ni su contabilidad en orden, ambos requisitos indispensables para participar en el mercado. En este sentido, muchas empresas se ven en la necesidad de contratar asesorías legales, financieras y contables, con el fin de prepararse para cotizar. Estos costos podrían desincentivar la participación de una empresa en el mercado bursátil.

Un estudio reciente de la Comisión Federal de Competencia Económica (COFECE) para México, Chile y Brasil revela que, en términos de los costos administrativos, en México es considerablemente más barato emitir bonos que acciones, pues para los primeros los costos ascienden a 1.6% del monto colocado, mientras que para las segundas esta cifra es 4.2% (tabla 5). Detrás de los elevados costos de emitir acciones en México, está el gasto en intermediarios que asciende a 3.5% del monto colocado.

Ante este panorama, puede resultar útil realizar un análisis sobre la estructura de costos y de mercado del sector de intermediarios colocadores, con el fin de identificar áreas de oportunidad para reducir el gasto administrativo.

Tabla 5. Tarifas base por emisión de bonos y acciones

Costo de emitir bonos (porcentaje de emisión)				Costo de emitir acciones (porcentaje de emisión)			
Monto colocado (pesos)		menor a 500 millones	mayor a 500 millones	Monto colocado (pesos)		menor a 500 millones	mayor a 500 millones
Costo de la emisión total	Chile	4.20%	2.85%	Costo de la emisión total	Chile	2.11%	1.75%
	México	1.58%	1.18%		México	4.18%	3.93%
	Brasil	2.78%	2.40%		Brasil	5.22%	4.38%
Intermediario colocador	Chile	2.00%	1.00%	Intermediario colocador	Chile	1.30%	1.30%
	México	1.00%	0.80%		México	3.50%	3.50%
	Brasil	2.20%	2.10%		Brasil	4.50%	4.00%
Registro en la bolsa	Chile	0.02%	0.01%	Registro en la bolsa	Chile	0.08%	0.03%
	México	0.10%	0.05%		México	0.10%	0.05%
	Brasil	0.02%	0.02%		Brasil	0.03%	0.02%
Agencia Calificadora	Chile	0.14%	0.06%	Agencia Calificadora	Chile	0.03%	0.01%
	México	0.13%	0.09%		México	0.18%	16.00%
	Brasil	0.28%	0.14%		Brasil	0.06%	0.03%

Fuente: COFECE (2014).

Una posible explicación a los altos costos de preparación en México es que el mercado de intermediarios que asesoren a las empresas en su transición bursátil es reducido y se encuentra altamente concentrado. En el ámbito de las asesorías legales, de acuerdo con expertos consultados, hay alrededor de cuatro despachos jurídicos con especialidad en derecho bursátil ; sin embargo, los costos vinculados con la contratación de estas firmas suelen ser elevados.

Es importante anotar que no sólo se incurre en gastos administrativos en preparación a la OPI, sino que por el simple hecho de estar listadas las emisoras también deben enfrentar este tipo de gastos. La tabla a continuación enlista los principales gastos en este rubro y presenta estimaciones de éstos para compañías públicas de Estados Unidos.

Tabla 6. Costos de una OPI ejemplificados

Proceso de enlistarse en bolsa	Una vez listada en bolsa
<p><u>Directamente atribuibles a la oferta pública</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Descuento de suscripción, basado en la declaración del registro público (honorarios entre el 5% y 7% de los ingresos brutos) • Honorarios de contabilidad e impresión asociados con la redacción en la declaración del registro y carta de garantía • Gasto de pasarela para recabar financiamiento <p>En promedio las compañías incurren en costos directos de 3.7 millones de dólares por su OPI.</p>	<p><u>Costos de una sola vez para hacer pública una empresa</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Implementación de nuevos sistemas y procesos de reportes financieros • Documentación de controles internos • Reclutamiento una nueva mesa directiva • Implementación de nuevos planes de compensación para ejecutivos y empleados <p>En promedio, las compañías incurren en costos superiores a 1 millón de dólares para convertir su organización en una compañía pública.</p>
<p><u>Otros costos organizacionales adicionales</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Restructuración para impuestos y entidad jurídica en anticipación a la Oferta Pública Inicial. • Auditoría inicial, costos de revisión intermedia/trimestral, asesoría contable y otros costos para realizar los estados financieros • Reportes de valuación • Redacción de nuevos artículos de incorporación, reglamento del comité de auditoría, estatutos y otros contratos <p>Las empresas incurren en poco más de un millón de dólares para el trámite de incorporación al mercado bursátil.</p>	<p><u>Costos recurrentes incrementales una vez que la empresa ya es pública</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Incremento en los costos para el staff interno (contabilidad, fiscal, legal, recursos humanos, tecnología, auditoría interna y relaciones con inversionistas) • Honorarios profesionales por asesoría legal y contable <p>Una vez listadas, la empresas tienen costos recurrentes por 1.5 millones de dólares.</p>

Fuente: PricewaterhouseCoopers (2012) Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you.

La existencia de estos costos –que pueden llegar a ser muy elevados– demanda de una intervención de política pública para aminorarlos. Existen esfuerzos previos como el programa MIDAS que otorga financiamiento a empresas para que reciban la asesoría legal, financiera y contable que les permita tener en orden sus operaciones y estar listas para cotizar. Hay otras alternativas como créditos fiscales a las empresas que se preparen para entrar a la bolsa, o subsidios en especie. La idea es que las políticas públicas no sólo generen más financiamiento, sino también empresas competitivas a través de buenas prácticas de contables y de gobierno corporativo.

Recuadro 5. MIDAS: Un programa para fortalecer empresas con potencial de entrar al mercado de valores.

El programa Mercado Institucional de Deuda Alternativa Societaria o MIDAS de Nacional Financiera S.N.C. (NAFINSA), busca fortalecer el gobierno corporativo de empresas candidatas a emitir deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) en un plazo no mayor a tres años.

MIDAS otorga financiamiento a medianas y grandes empresas del sector industrial, comercial o de servicios, que cumplan con los siguientes requisitos:

- Ventas netas totales superiores a los \$250 millones de pesos
- Utilidades en los resultados operativos de los dos últimos ejercicios
- Al menos tres años de operación continua
- Activo total mínimo de 100 millones de pesos
- Por lo menos 50 millones de pesos de capital contable
- Estar al corriente con las obligaciones fiscales
- No reportar atrasos en el buró de crédito
- Información financiera auditada
- Plan de negocio estratégico de cinco años

El monto de financiamiento está entre los 300 y 1,000 millones de pesos, por un plazo de cinco años con una tasa de interés fija o variable, dependiendo del riesgo crediticio de la empresa. Los créditos deben de ser respaldados con garantías. =

4.3. Costos indirectos de relevar información

Adicional a los costos directos de cotizar, existen otros costos indirectos, derivados de ser una compañía pública. Una empresa se puede ver afectada por la revelación de información tanto por aspectos fiscales como de seguridad. Es importante tener en cuenta estos costos pues pueden tener el mismo impacto en inhibir el acceso a mercados bursátiles como los costos directos.

La revelación de información es uno de los principios básicos detrás del buen funcionamiento de cualquier bolsa de valores. Uno de los requisitos más importantes para cotizar en bolsa es que las empresas periódicamente publiquen sus estados financieros, pues a través de éstos los inversionistas pueden conocer mejor la situación financiera de las compañías. Sin embargo revelar la información financiera y

estratégica del negocio puede generar ciertos inconvenientes, como se detalla a continuación.

a. Información fiscal

Los temas fiscales son una fuerte razón para que algunas compañías no quieran abrir sus libros contables y cotizar en bolsa. Muchas empresas llevan registros financieros paralelos (los propios, los de las autoridades fiscales, los de las entidades financieras, etc.), con el fin de reducir su pago de impuestos.

Efectivamente, en México se observa un elevado grado de evasión fiscal que, para el año 2012, se estimó en cerca de 484 mil millones de pesos, el equivalente a 3.1% del PIB. Tratándose de impuestos corporativos, la evasión fiscal de personas morales de ISR y IETU fue de más de 172 mil millones de pesos, lo que representó 1.1% del PIB. A esta última estimación faltaría añadirle las aportaciones tributarias y contribuciones a seguridad social que no realizan los patrones de 58.2% de los trabajadores mexicanos que laboran en la informalidad.

Vale la pena anotar que la evasión fiscal a nivel corporativo no se debe necesariamente a que la carga tributaria sea elevada. La tasa de ISR corporativo en México –actualmente de 30%– está en línea con el gravamen de otros países del mundo con mayor y menor grado de profundización bursátil: la tasa mexicana es más baja que la de Estados Unidos, Brasil y Francia; coincide con la de países como Australia, India, Perú y España; y es superior a la de Chile, Malasia, Rusia y Sudáfrica. Más aún, no es evidente una relación estadística entre el grado de desarrollo del mercado de valores de un país y su tasa corporativa de renta.

El común denominador entre la evasión de impuestos en México y el bajo desarrollo de su bolsa de valores es la debilidad del estado de derecho. Por un lado, vacíos en el cumplimiento y aplicación de la ley pueden motivar conductas como la de evadir las responsabilidades fiscales. Por otro, dichos vacíos pueden menoscabar el desarrollo del sector financiero en la medida en que si el sistema legal no es capaz de proteger efectivamente los derechos de propiedad, los acuerdos contractuales y a los inversionistas, los ahorradores van a estar menos dispuestos a financiar a las empresas, como lo señala la teoría de law and finance.

En cualquier caso, las empresas interesadas en cotizar en la bolsa de valores, deben embarcarse en la ardua tarea de homogeneizar y transparentar su información financiera y fiscal. Es de destacar que entre los principales desafíos en cuanto a la presentación de la información financiera y contable a los que se enfrentan las empresas durante el proceso de su oferta pública inicial, es ajustar los estados financieros históricos para cumplir con los requerimientos de las autoridades (40%), así como asuntos de presentación de información financiera y contabilidad fiscal (23%).

La perspectiva de tener que pagar más impuestos por cotizar en bolsa –versus el status quo de evasión de muchas empresas mexicanas– puede significar un fuerte desincentivo para colocar valores en el

Diagnóstico y acciones para elevar la profundidad del mercado bursátil en México

mercado. En este sentido, desde el punto de vista de política pública puede resultar útil generar incentivos fiscales con el fin de incrementar número de emisoras. En otros países se han adoptado medidas orientadas a aminorar la carga tributaria de las empresas que decidan cotizar como por ejemplo:

- Permitir deducciones de los gastos asociados a cotizar en bolsa (Malasia, Tailandia), así como de los costos de obtener una calificación crediticia. También se puede establecerse una deducción equivalente a un porcentaje fijo del capital obtenido en la oferta pública inicial (bajo consideración en Italia).
- Reducir, por un periodo de tiempo limitado, la tasa corporativa de ISR aplicable a las compañías recientemente listadas (Tailandia, Vietnam y Paquistán). Estas disminuciones pueden estar en función de la fracción de capital que se ofrezca al público (float).
- Alivio tributario para empresas que decidan listarse y que tengan saldos de ISR pendientes, condicionado a que revelen plenamente la información pertinente y a que paguen debidamente sus obligaciones futuras.

b. Problemas de inseguridad

En entrevistas con diferentes actores del sector, la mitad de ellos mencionó la situación de inseguridad que vive el país como un impedimento para más empresarios se animen a hacer pública su empresa. Y es que una vez que cotizan en bolsa, las empresas deben revelar más información que antes, incluyendo estados financieros detallados y planes de compensación de los directivos, que en muchas ocasiones son miembros de la familia fundadora.

Ante los problemas de inseguridad y violencia que enfrenta el país, existe la percepción entre el empresariado mexicano de que revelar esta información los hace un blanco más visible para la extorsión y el secuestro. En este contexto, para algunas empresas puede resultar más conveniente mantener un perfil bajo a expensas del crecimiento del negocio, que exponerse a riesgos innecesarios.

El problema no es menor. Sólo en 2011 hubo más de 27 mil homicidios intencionales en México, mientras que en el resto de países de la OECD, sumados, hubo 24 mil . Adicionalmente, estimaciones del IMCO señalan que México pierde anualmente entre 8% y 15% del PIB por la inseguridad y el miedo. Sobre los hogares mexicanos recae un costo de 215 mil millones de pesos, asociados a pérdidas económicas de los delitos (70.6%), gastos por daños en la salud (25.6%) y medidas preventivas (3.8%) .

Adicionalmente, los problemas de inseguridad pública son la principal preocupación del sector privado que, a lo largo de los últimos seis meses, ha reportado en la encuesta de expectativas del Banco de México que este es el factor número uno que puede obstaculizar el crecimiento económico del país.

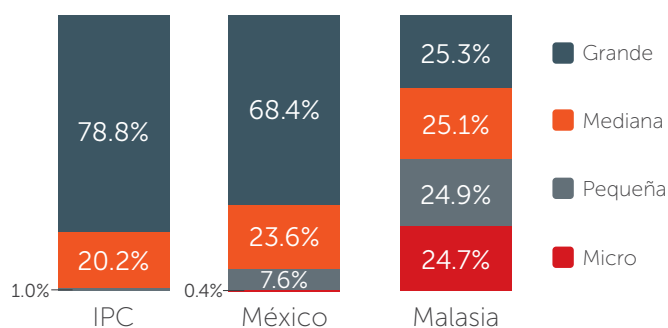
Resolver el problema de la inseguridad y el crimen organizado no va a ser fácil ni inmediato. Pero es necesario hacer que el empresariado perciba con más claridad los beneficios asociados a cotizar en bolsa, que las desventajas potenciales de hacerlo. Las consecuencias de hacerse pública deberían entenderse por el lado de una mayor visibilidad de mercado y prestigio (administración profesional y mayor transparencia), que por el hecho de poder caer en la mira del crimen.

5. Falta de mecanismos para financiar empresas

5.1. Ausencia de un mercado para empresas de baja y mediana capitalización

La BMV es un mercado para empresas de gran tamaño, simplemente hay que considerar que 50% del valor de la BMV se concentra en 10 empresas. Una comparación con Malasia –un mercado no tan concentrado como el mexicano– muestra que en el país asiático existe una distribución más homogénea de la capitalización de mercado que en México. En México, las empresas grandes definidas de acuerdo a su valor en el mercado bursátil , concentran 68.4% de la capitalización de mercado. Las micro concentran 0.7% de la capitalización. Por el contrario, en Malasia el tipo de emisoras se distribuye homogéneamente entre los cuatro tipos de empresas (micro, pequeña, mediana y grande).

Gráfica 21. Segmentación de mercado bursátil por tamaño de capitalización de mercado, 2014



Fuente: IMCO con datos de Bloomberg.

Una de las propuestas que ha hecho el IMCO en estudios previos es la creación de bolsas de valores especializadas. Las características de las empresas mexicanas exigen diversificar las opciones de fondeo bursátil, abriendo nuevos espacios con regulación más flexible como una alternativa a la bolsa única que tenemos actualmente en México.

Las preferencias de financiamiento pueden estar relacionadas al costo de financiamiento y el ciclo de crecimiento de la empresa . El costo de financiamiento puede ser un factor que explique este fenómeno, sin embargo también la facilidad de entrada a mercados de valores y diversidad de fuentes de financiamiento tienen un rol en la estructura de fondeo de las empresas en distintas fases de crecimiento.

Tabla 7. Presencia de mercados bursátiles en países selectos

	Existe un mercado de valores específicamente para PYMEs	Existen mercados OTC para compañías no listadas	Existe un mercado de bonos para PYMEs	Existe bursatilización de préstamos para PYMEs
Bulgaria	X	X	X	X
Corea del Sur	✓	✓	✓	✓
México	X	X	X	X
Turquía	✓	✓	X	X

Fuente: IMCO con datos de ICOSA.

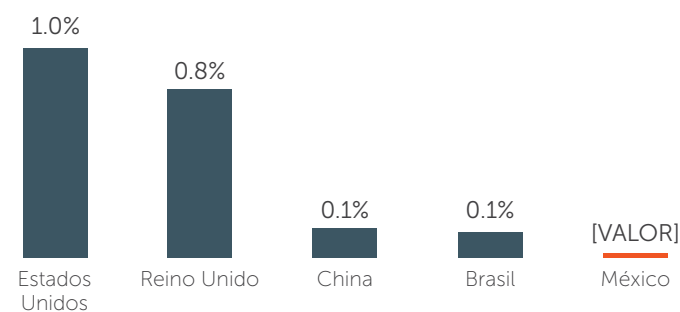
Un estudio sobre los mercados financieros para pequeñas y medianas empresas en Bulgaria, Corea del Sur, México y Turquía del Consejo de Asociaciones de Valores (Council of Securities Associations, ICOSA). En dicho estudio, la Asociación de Inversiones Financieras de Corea del Sur (Korea Financial Investment Association, KOFIA) revela la apertura que existe en los mercados de valores para las pequeñas y medianas empresas. El KOSDAQ, un mercado operado y administrado por la bolsa de valores de Corea (Korea Exchange, KRX) ofrece servicios a PYMEs. Cerca del 80% de las empresas listadas son pequeñas o medianas aunque su operación no es exclusiva para este tipo de unidades económicas. Adicionalmente, existe el mercado extrabursátil (OTC) FreeBoard a cargo de la KOFIA. Este mercado ofrece un lugar para que compañías que buscan oportunidades de financiamiento bursátil (en este caso extrabursátil) pero que no pueden ingresar a bolsas de valores establecidas. Los principales participantes del mercado son PYMEs e inversionistas de alto riesgo, con características similares a los fondos de capital privado.

La deficiencia en la infraestructura mexicana, para la integración de PYMEs en el mercado de capitales, se ve en la comparación con otros países. Malasia, por ejemplo, ha establecido públicamente una serie de estrategias para lograr la integración de pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales. Estas estrategias las ha publicado la Securities Commission Malaysia (SCM) con el título "Growth Strategies to expand role of Capital Markets" y está basada en una serie de pasos. Los pasos son los siguientes, y se encuentran explicados detalladamente en su publicación: 1) Promover la formación de capital; 2) expandir la intermediación eficiente y la escala; 3) profundizar la liquidez y el riesgo de intermediación; 4) facilitar la internacionalización; 5) construir la capacidad y una sólida infraestructura de información. Cómo se podrá notar, el gobierno de Malasia ha establecido criterios, prioridades e integración planteados en sus estrategias. Con estas medidas, Malasia tiene el objetivo de expandir sus mercados de capitales con nuevas pequeñas y medianas empresas.

5.2. Pobre desarrollo de capitales de riesgo

Alrededor del mundo el capital privado (también denominado capital de riesgo) así como el capital semilla (venture capital) han tenido la función de llevar capital privado a empresas con potencial de crecimiento aún sin ser empresas públicas listadas. En un estudio reciente de Ernst & Young se muestra como en México las actividades de capital privado aún no han penetrado en la economía como en otros países en desarrollo.

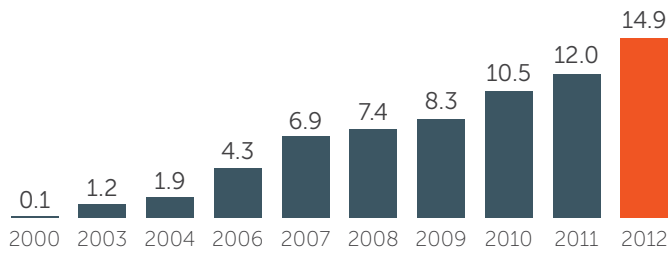
Gráfica 22. Inversión de capital privado como porcentaje del PIB, 2012



Fuente: Ernst & Young con datos de Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA)

A pesar de su baja penetración, la actividad de capital privado en México ha tenido una dinámica de crecimiento. De acuerdo con Bain & Company y datos de AMEXCAP, en México los inversionistas de capital privado han acumulado un total de 14.9 miles de millones de dólares en capital nuevo desde el año 2000. Las nuevas inversiones en capital privado nos muestra el potencial que existe en México para impulsar mecanismos alternativos de financiamiento de capital para empresas y sectores que no han recurrido al mercado bursátil.

Gráfica 23. Inversión de capital privado acumulado en México desde 2000. Miles de millones de dólares



Nota: El capital invertido acumulado no incluye capital anterior al año 2000.

Fuente: Bain & Company con datos de AMEXCAP.

El estudio de Bain & Company nos permite reconocer dos cosas. Por un lado, que el capital privado ha logrado tener historias de éxito como las de Homex y Cinemex, empresas que han multiplicado sus inversiones desde 2002. Además, desde 2004 ha habido nueve ofertas públicas iniciales en la BMV de empresas respaldadas por capital privado: Homex, Axtel, PASA, Famsa, Compartamos Banco, Financiera Independencia Genomma Lab, Sports World y Crédito Real. Por el otro, cuáles son las tendencias de los inversionistas de capital privado en su selección de empresas. En general, los fondos invierten cerca del 45% de su capital en empresas medianas (de 20 a 40 millones de dólares de ingresos anuales), aproximadamente 4% en empresas muy pequeñas (ingresos de 2 a 5 millones de dólares), 7% en pequeñas empresas (de 5 a 20 millones de dólares) y 45% en empresas grandes (con más de 40 millones de dólares de ingresos). De 2001 a 2012, los sectores en los que más se han realizado transacciones de inversión han sido los bienes raíces, tecnología, telecomunicaciones y medios, así como comercio, servicios financieros y servicios de salud. Adicionalmente, Bain & Company sugiere que además de estos sectores, otros como educación y autopartes pueden representar industrias con potencial de crecimiento para inversionistas.

Los análisis de Ernst & Young y Bain & Company muestran el apetito de inversionistas por colocar fondos en proyectos productivos con una relación riesgo-rendimiento distinta a la observada en empresas que son candidatas a listarse en la BMV. La conexión natural entre las actividades financieras del private equity y el mercado bursátil formal se encuentra en los mercados Over-the-Counter (OTC) o extrabursátiles. La creación de dichos mercados genera un canal de comunicación entre empresas pequeñas y medianas e inversionistas que de otra manera tendrían que ocupar recursos en actividades de búsqueda, monitoreo, selección y manejo de inversiones en empresas privadas.

Recuadro 6 – Ventajas y desventajas de cotizar en la bolsa de valores*

Cotizar en el mercado bursátil tiene beneficios y costos que cada empresa debe ponderar versus otras alternativas de financiamiento, como los recursos propios o el crédito bancario. Entre las ventajas y desventajas de listarse en el mercado bursátil destacan las siguientes:

Ventajas

- Incremento en los fondos disponibles para financiar el crecimiento de la compañía
- Mejora en la liquidez de las acciones de la empresa
- Mayor facilidad en la realización de fusiones y adquisiciones vía el mercado de capitales y sus valuaciones
- Mejoras en la imagen y el estatus de una compañía gracias al cumplimiento de los requisitos de listado
- Atracción y retención de talento a través de planes de opción de acciones para los empleados

Desventajas

- Menor flexibilidad en la toma de decisiones al tener que considerar los intereses de accionistas minoritarios
- Mayores cargas y costos administrativos por divulgación de información y cumplimiento de regulaciones
- Costos de rendición de cuentas para los accionistas
- Riesgo de ser objeto de una adquisición hostil ante la dilución en el control de una empresa pública
- Presión por generar resultados en el corto plazo ante el escrutinio constante de analistas e inversionistas que esperan el pago de dividendos
- Sensibilidad a fluctuaciones generales en el mercado de valores que no son específicas a la compañía

*Realizado con base en Asia-Pacific Stock Exchange.

Acciones para aumentar la oferta de títulos bursátiles en México

Transformar el ecosistema empresarial mexicano:

- Es necesario generar incentivos para transformar las empresas informales, poco productivas y con reticencia a crecer, en empresas productivas con alto potencial económico. Una manera de lograrlo es a través de programas orientados a disminuir las barreras al crecimiento de las microempresas en el país. Esto no exclusivamente está relacionado con financiamiento, sino también con aspectos administrativos como apoyo técnico en temas contables, fiscales, laborales, entre otros.
- Contratar a personal dentro de la banca de desarrollo que brinde asesorías especializadas a empresas. Este apoyo en especie puede servir para impulsar a las empresas a una ruta de crecimiento más acelerado; el objetivo es traer talento del sector privado a apoyar empresas medianas, a un costo parcialmente subsidiado.
- Generar legislación que mejore el entorno de derecho fiscal y laboral, particularmente en el tema de juicios, para que sea más amigable con una estrategia de crecimiento de las micro, pequeñas y medianas empresas.
- Estudiar más a fondo los casos de las empresas que tienen el tamaño para cotizar en Bolsa y que no lo están haciendo. En las entrevistas realizadas por el IMCO, algunos actores mencionaron que existe desconfianza de muchos empresarios, sería útil un estudio de mercado más detallado para entender qué detiene a este tipo de empresas.

Impulsar una cultura financiera más profunda entre el empresariado:

- Incentivar programas de educación financiera y entrenamiento internacional de administradores. Las becas CONACyT para posgrados en el extranjero podrían aumentar las becas de posgrados en negocios y temas financieros con vistas a profesionalizar a empresas y enriquecer el ecosistema financiero en México. Similarmente como existen becas enfocados a la investigación y la academia, podrían existir becas de CONACyT que busquen formar capital humano en el sector empresarial familiar, particularmente, se podrían hacer convenios con escuelas de negocios para que dueños de empresas con potencial de crecimiento se capaciten.
- Formular una estrategia de educación financiera que, en el corto plazo, enseñe a los empresarios las ventajas de cotizar en bolsa sobre otras alternativas de financiamiento (promoción y campañas focalizadas en empresas con potencial de cotizar).
- En el largo plazo, la educación financiera desde etapas tempranas debe familiarizar a los empresarios e inversionistas con el funcionamiento y el lenguaje del mercado accionario.

- Campañas informativas orientadas al empresariado mexicano sobre las ventajas de hacerse de fondos a través del mercado .

Facilitar la bursatilización de empresas en segmentos desatendidos:

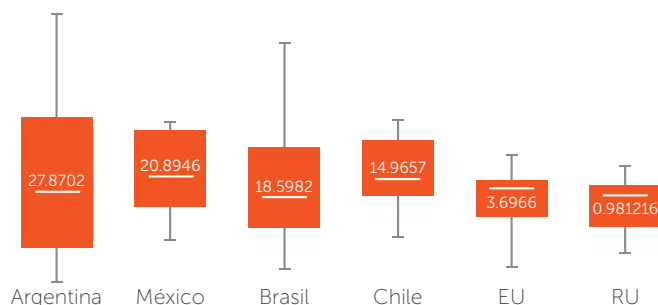
- Facilitar el acceso a los mercados de capital a PyMEs mediante la creación de un mercado específico para empresas de menor tamaño, con requisitos de listado, divulgación y gobierno corporativo más flexibles (ej. Mercado Alternativo Bursátil (MAB) de España y el KOSDAQ market de Corea del Sur; en Turquía las PyMEs pueden cotizar en diferentes mercados de la Istanbul Stock Exchange).
- Modificar la Ley del Mercado de Valores con el fin de introducir una nueva figura para las PyMEs, o adecuar las características de las SAPIs, para que las PyMEs quepan bajo esta figura.
- Reducir el papel tradicional que ha tenido el gobierno de financiamiento por uno de generador de información sobre las empresas. El gobierno puede tener un equipo que valúe a una empresa y dé al mercado mejores herramientas para reducir riesgos.
- Actualizar la Ley General de Sociedades Mercantiles con el fin de que las nuevas empresas cumplan con mejores prácticas de gobierno corporativo y procesos de operación.
- Impulsar políticas públicas que aumenten la productividad de empresas medianas y sectores con potencial en las primeras etapas de desarrollo: capital semilla con fondos de NAFIN, programas de seguimiento, etc.
- Ofrecer apoyos a las PyMEs para que, desde etapas tempranas, desarrollen las capacidades contables y de gobierno corporativo necesarias para cotizar.
- A través del INADEM se pueden otorgar paquetes subsidiados o a menor costo (mediante convenios con despachos) que incluyan asesoría de mercado, auditoría independiente, asesoría contable y de gobierno corporativo.
- Reducir los costos asociados a la emisión mediante descuentos en las cuotas de inscripción y alianzas con despachos.
- Promover programas como MIDAS (de NAFIN) que otorguen financiamiento a tasas privilegiadas bajo la condición de seguir un programa de mejoras en su gobierno corporativo y procesos operativos, que culmine con la colocación en bolsa
- En el mediano y largo plazo la política fiscal debe replantear sus objetivos: aumentar la base gravable y diversificar fuentes de ingreso. De esta manera sería posible reducir las cargas fiscales a empresas y contribuyentes cautivos con la finalidad de que la evasión fiscal no sea una barrera para que las empresas se hagan públicas.

Capítulo IV. Los inversionistas: Barreras a la oferta de capital (demanda de títulos)

El éxito de un mercado bursátil en un país no sólo está sujeto a la existencia de empresas en capacidad de vender sus acciones, sino también a la disposición de inversionistas por comprarlas. El apetito por títulos bursátiles responde a que usualmente éstos ofrecen un mayor retorno con un riesgo más alto, en comparación con otros instrumentos de inversión. En este sentido, es relevante entender quiénes están detrás de la demanda de estos títulos, sus características y qué obstáculos enfrentan.

También surge la pregunta de si el mercado mexicano es competitivo, es decir, si ofrece una rentabilidad suficiente para atraer inversión. Lo cierto es que en los últimos años la bolsa mexicana ha ofrecido un mayor retorno con una menor volatilidad, que las bolsas de países como Argentina, Brasil o Chile (gráfica 24). Lo anterior sugiere que el mercado bursátil mexicano se parece al de economías maduras por su baja volatilidad, pero también a mercados emergentes por su alto retorno; dos elementos que deberían hacerlo un mercado sumamente atractivo.

Gráfica 24. Retorno y riesgo de índices bursátiles selectos, 2000-2013



Fuente: IMCO con datos de Mathematica Financial Data.

En este contexto, resulta paradójico que el mercado bursátil mexicano siga siendo tan poco profundo. Parte de la explicación radica en la baja participación de empresas en la bolsa, como se comentó en el capítulo anterior. Pero por otra parte, también existen problemas por el lado de la demanda que inhiben un mayor desarrollo. Algunos de estos problemas están vinculados con la baja cultura financiera y la aversión del riesgo de los inversionistas mexicanos; otros se asocian a las escasas opciones de compra y a la ausencia de información y de capital humano.

En este capítulo se profundiza en los puntos que, desde la perspectiva de los inversionistas tanto privados como institucionales, limitan el desarrollo del mercado de capitales en México.

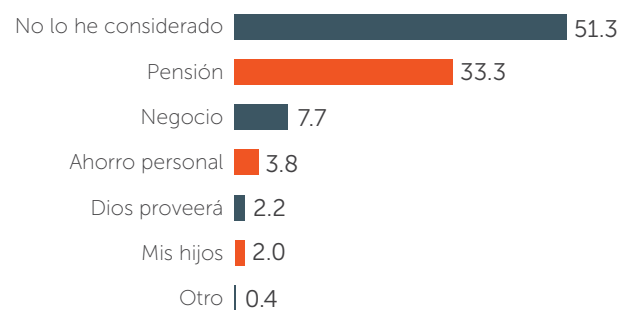
1. Rezagos en materia de inclusión financiera

1.1. Factores culturales y educativos

La baja capacidad de ahorro entre la población mexicana es una primera limitante para que las personas físicas se animen a invertir en la bolsa. De acuerdo con la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) 66% de los mexicanos no ahorra, de los cuales 49% no lo hacen porque sus ingresos no son suficientes. A esto se suma la falta de una sólida cultura de ahorro, que se base en instrumentos financieros formales entre los hogares mexicanos.

Según información de la CNBV, el ahorro de los mexicanos está ligado casi exclusivamente a lo que destinan a sus cuentas de ahorro para el retiro. En consecuencia, el 90% del ahorro privado en México lo concentran las AFORES. Adicionalmente, la población mexicana no ve el ahorro como una potencial inversión: entre las personas que sí ahorran, 70% lo hacen para afrontar una eventual emergencia y sólo 7% lo hace pensando en su vejez.

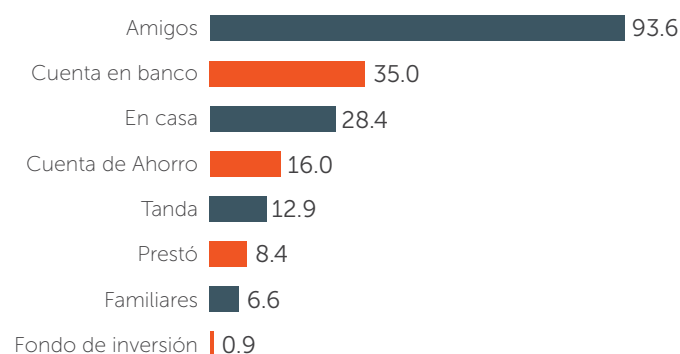
Gráfica 25. Respuestas a la pregunta "¿Ha considerado de qué va a vivir en su vejez?". Porcentaje del total, 2013



Fuente: CONSAR (2013).

Además está el problema de la informalidad en el ahorro. Los resultados de la Encuesta Nacional de Inclusión Financiera (ENIF) 2012 señalan que, no sólo son pocos los mexicanos que ahorran, sino que los pocos que sí lo hacen recurren a mecanismos informales, como tandas, con familiares, amigos, en su casa o prestan dinero.

Gráfica 26. Hábitos de ahorro de mexicanos por destino del dinero. Porcentaje del total, 2012



Fuente: ENIF 2012.

Un hallazgo interesante de la ENIF es que una mayor escolaridad se asocia a mejores hábitos de ahorro. De hecho, las personas con licenciatura son más propensas a invertir en un fondo de inversión que aquellas que sólo tienen preparatoria (2.5% y 1.3%, respectivamente). A pesar de que esta encuesta no pregunta específicamente por el ahorro a través de la bolsa, el bajo porcentaje de la población que cuenta con un fondo de inversión (menos de 1%), sugiere que el mercado accionario no es una opción muy demandada entre los ahorradores mexicanos.

Esta realidad contrasta con la de Estados Unidos, donde la cultura del ahorro bursátil se encuentra mucho más arraigada. De acuerdo con una encuesta realizada por el Pew Research Center, 45% de los estadounidenses contaban con dinero en el mercado de valores. Incluso la proporción de hispanos con acciones es 17%.

Tabla 8. Tenencia de títulos bursátiles de población estadounidense según características de población, porcentaje, 2013

		Sí	No
Total		45	53
Sexo	Hombres	48	51
	Mujeres	43	55
Origen étnico	Caucásicos	55	44
	Afroamericanos	28	70
	Hispanos	17	81
Edad	18-29	24	75
	30-49	53	46
	50-64	57	42
	65+	42	57
Ingresos (dólares anuales)	Más de 75,000	80	19
	30,000-75,000	55	45
	Menos de 30,000	15	84
Nivel educativo	Licenciatura completa	77	23
	Estudios universitarios	45	53
	Preparatoria	25	73

Fuente: Pew Research Center 2013.

Gran parte del problema de la baja cultura de ahorro se origina en los pobres fundamentos de educación financiera de la población mexicana. Los programas de estudio para educación básica primaria, secundaria y educación media superior no cubren temas relacionados con el sector financiero. En secundaria se imparten ejercicios de rendimientos e inversión dentro del programa de matemáticas. El área económica-administrativa de la educación media superior enseña conceptos relacionados con finanzas corporativas, con un enfoque de contabilidad básica. Sin embargo, ninguno de los planes de estudio oficiales incluye explícitamente temas relacionados con las finanzas personales, el ahorro y la inversión.

Tabla 9. Conceptos aprendidos referentes a educación financiera

Grado	Concepto
Educación media	Interés compuesto
Educación media superior (UNAM)	Estados financieros y estados de resultados
Educación media superior (SEP)	Estado de resultados

Fuente: IMCO con datos de SEP y UNAM.

La educación financiera es una parte esencial para la expansión de los mercados de capitales. Entender la naturaleza de los instrumentos financieros y poder acceder fácilmente a ellos, son parte integral de una cultura financiera fructífera. En México, han sido deficientes e ineficientes los mecanismos de consolidación de una cultura financiera, pero podemos tomar algunas lecciones de Malasia, uno de los países que más ha fomentado la educación y cultura financiera.

Recuadro 7. Ideas para mejorar la educación financiera. El caso malayo.

Uno de los pilares más importantes para la inclusión financiera en Malasia es la creación de un entorno en el que la educación, servicios de asesoría y acceso a la información estén disponibles para todos. En este sentido, el gobierno de Malasia se ha enfocado en la distribución de material didáctico, el asesoramiento, así como en programas de educación financiera y exhibiciones.

A partir de 2014, el sistema de educación malayo consideró la obligación de impartir educación financiera como parte de su currículo. En cooperación con el sector privado, el gobierno ideó un programa que incluye temas como manejo de dinero, ahorro e inversiones y crédito.

En México no se han creado programas integrales y continuos por parte del sector público para generar una cultura financiera inclusiva orientada a una mayor participación en el sector financiero, y menos aún en el bursátil. Sin embargo, el sector privado ha hecho esfuerzos para motivar e impulsar la educación y cultura relacionada a las finanzas. Por ejemplo, Actinver elabora el Reto Actinver en el que los participantes simulan invertir en la bolsa con dinero virtual, por un premio de 500 mil pesos.

1.2. Acceso a instituciones financieras bursátiles

Otro elemento que repercute en los bajos niveles de inclusión financiera en México es el limitado acceso a instituciones financieras, particularmente a las de carácter bursátil. La tabla a continuación muestra que las sucursales financieras bursátiles tienden a concentrarse en los estados con los centros urbanos y económicos más grandes (Distrito Federal, Jalisco y Nuevo León). No obstante, la presencia de instituciones bursátiles es muy escasa para los tamaños poblacionales, lo que puede contribuir a precarizar el acceso a estos mercados.

Tabla 10. Sucursales de instituciones bursátiles en México por entidad, 2013

Entidad Federativa	Número de sucursales bursátiles	Población	Sucursales por cada 100,000 habitantes
Distrito Federal	43	8,720,916	0.49
Jalisco	25	6,752,113	0.37
Nuevo León	21	4,199,292	0.50
Guanajuato	9	4,893,812	0.18
Estado de México	8	14,007,495	0.06
Chihuahua	7	3,241,444	0.22
Querétaro	6	1,598,139	0.38
Baja California	5	2,844,469	0.18
Coahuila	5	2,495,200	0.20
Puebla	5	5,383,133	0.09
Yucatán	5	1,818,948	0.27
Michoacán	4	3,966,073	0.10
San Luis Potosí	4	2,410,414	0.17
Sinaloa	4	2,608,442	0.15
Sonora	4	2,394,861	0.17
Tamaulipas	4	3,024,238	0.13
Aguascalientes	3	1,065,416	0.28
Quintana Roo	3	1,135,309	0.26
Veracruz	3	7,110,214	0.04
Chiapas	2	4,293,459	0.05
Morelos	2	1,612,899	0.12
Baja California Sur	1	512,170	0.20
Colima	1	567,996	0.18
Guerrero	1	3,115,202	0.03
Hidalgo	1	2,345,514	0.04

Entidad Federativa	Número de sucursales bursátiles	Población	Sucursales por cada 100,000 habitantes
Nayarit	1	949,684	0.11
Zacatecas	1	1,367,692	0.07
Campeche	0	754,730	0.00
Durango	0	1,509,117	0.00
Tabasco	0	1,989,969	0.00
Tlaxcala	0	1,068,207	0.00

* Casas de bolsa registradas ante la CNBV

Fuente: IMCO con datos de CNBV.

Desde el punto de vista de la política pública es importante propiciar un adecuado acceso a los servicios financieros, con el fin de mejorar los problemas de inclusión financiera del país. El uso de nuevas tecnologías puede resultar sumamente útil a este respecto y un ejemplo exitoso de esto es el desarrollo de la banca electrónica y los servicios móviles bancarios. Estos dos casos marcan una pauta a seguir para los intermediarios bursátiles, sobre cómo ampliar la penetración de los servicios financieros en favor de la sociedad.

Recuadro 8. Inversiones en línea como mecanismo de inclusión bursátil.

Las inversiones en línea han logrado aumentar la inclusión financiera, como resultado de los menores costos de transacción que ofrece el acceso fácil y rápido a internet. Gracias a esto, los mercados pueden ser más profundos y las empresas están en capacidad de recaudar más capitales.

Anteriormente, para invertir en instrumentos financieros era necesario acudir a una sucursal bancaria y contar con elevados montos disponibles. Hoy en día, diferentes portales ofrecen acceso a las inversiones en línea en México. Entre éstos destacan:

- Accitrade es una plataforma de Citibank en la cual se puede invertir en mercados de capitales, de divisas, de dinero, de derivadas, sociedades de inversión, SIC y ETF. El monto de apertura mínimo es de 100 mil pesos y existe una cuota mensual de custodia de 50 pesos y una cuota mensual de información en tiempo real de 100 pesos, además de una comisión por operación es de 0.35% sobre el monto de la operación.
- Scotitrade de Scotiabank es muy similar a Accitrade. El monto mínimo de inversión que es de 20 mil pesos, sus comisiones son de 75 pesos más 0.5% sobre el monto de operación para operaciones menores a 100 mil pesos,

o más 0.35% del monto de operación para cantidades mayores a 100 mil pesos.

- Bursanet es la plataforma de Actinver y sólo ofrece la posibilidad de invertir en Sociedades de Inversión y en Mercados de Capitales. El monto mínimo de apertura es de 10 mil pesos. Esta plataforma cobra 3 cuotas: una mensual de custodia de \$50 pesos, otra por información en tiempo real de \$100 pesos, más una cuota anual de administración de \$500 pesos. Las comisiones por operación varían según los montos.
- El portal GBM Homebroker permite invertir en acciones nacionales e internacionales, así como en ETF. El monto mínimo de inversión es de 100 mil pesos y no cobra ningún tipo de cuota. Las comisiones por operación son del 0.25% para cualquier monto de operación.
- Ve por más ofrece una plataforma en la cual se puede ingresar con un monto mínimo de 25 mil pesos, también sin cuotas. Las comisiones son de 1.7% sobre el monto de operación.
- Kuspit es otro portal en el cual se puede aprender a operar transacciones en la bolsa de manera electrónica. Esta plataforma te ofrece 1 millón de pesos ficticios para aprender a utilizar la bolsa de valores. Posteriormente, existe la posibilidad de transferir dinero real de manera electrónica, con un monto mínimo de 100 pesos.

1.3. Protección al inversionista

Otra arista de la inclusión financiera es el tema de la protección al inversionista, esencial para generar un ambiente de seguridad y garantías, que incentive a los inversionistas a mantener sus recursos en el mercado.

La protección del inversionista en México está a cargo de la CNBV. Esta comisión da licencias a asesores financieros, quienes deben contar con honorabilidad y un historial crediticio satisfactorio. Adicionalmente, la CNBV también está a cargo de regular los servicios de asesoría financiera, analizar productos financieros que vayan a salir al mercado, y regular las actuaciones de las instituciones de crédito. También establece sanciones para prácticas fraudulentas como la no revelación de información relevante, la no rendición de cuentas, pactos para manipular el mercado o el incumplimiento de los lineamientos para otorgar servicios financieros.

Si bien mucha de la regulación sigue las mejores prácticas internacionales, no se tiene un mecanismo que cubra a los inversionistas bursátiles en caso de fraude, ni tampoco una herramienta que haga sencillo el acceso a la información sobre las entidades e individuos regulados por la CNBV. Algunas ideas para mejorar la protección a los inversionistas podrían tomarse de los casos de Estados Unidos e Inglaterra.

En Estados Unidos existen diversas instituciones constituidas con el fin de proteger a los inversionistas de los intermediarios, así como de pérdidas en caso de fallas en los mercados financieros. Una de ellas es la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Esta organización sin ánimo de lucro del gobierno federal fue fundada en 1970, para el registro de membresías para brokers o dealers y reporta a la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) –la institución federal a cargo de regular y supervisar los mercados de valores–.

La SIPC se encarga de proteger a los inversionistas en caso de fraude, bancarrota o de activos perdidos en el mercado en cuestión. Por ejemplo, en una liquidación, se encarga de regresar los activos y efectivo de manera inmediata. Esta institución acelera el proceso de retorno de hasta 500 mil dólares en caso de pérdidas, incluyendo un límite de efectivo en valor de 250 mil dólares.

Por su parte, en Inglaterra la institución responsable de la protección a los inversionistas es la Financial Conduct Authority (FCA). Esta institución otorga permisos o membresías y ofrece un listado público de las entidades financieras reguladas, con información clave sobre sus operaciones. La información también muestra licencias a individuos para diversos tipos de operaciones.

1.4. Barreras de entrada a pequeños inversionistas

Un aspecto que puede limitar la inversión en instrumentos bursátiles por parte de pequeños ahorradores son los altos requerimientos de inversión para acceder a la bolsa. Esto se puede confirmar tras un rápido sondeo de las opciones de inversión disponibles en el mercado (tabla 11). En la mayoría de las instituciones bancarias consultadas, el monto mínimo para invertir en la bolsa es de 100,000 pesos. Sólo un banco (Banamex) ofrece la posibilidad de invertir desde 1,000 pesos en fondos. Cabe mencionar, que dos bancos no dieron información vía telefónica acerca de estos productos (Bancomer y Santander). Esta información refleja la existencia de barreras a la entrada del mercado accionario.

Tabla 11. Requisitos de capital para acceder a fondos de inversión en México

	Institución	Tipo de instrumento	Monto mínimo	Características
Actinver	Banco Actinver	Fondo de inversión	10,000	Asesorado
	Casa de bolsa	Acciones	500,000	Asesorado
	Bursanet	Bolsa en línea	10,000	No asesorado
Banamex	Fondo inversion	Banca comercial	1,000	
	Accitrade (internet)	Bolsa en línea	100,000	No asesorado
Banorte-IXE	Bolsa	Acciones	1,000,000	Asesorado
	Fondo	Fondo de inversión	50,000	Asesorado
GBM	Casa de bolsa	Acciones	3,000,000	Asesorado
	Operadora	Fondos	100,000	Asesorado
	Homebroker	Bolsa en línea	100,000	No asesorado
Ve por más	Pagaré con tasa fija	Nota de deuda	30,000	
	Bolsa	Acciones	1,000,000	Asesorado
	Bolsa	Acciones	200,000	No asesorado

Fuente: IMCO.

Los altos costos de búsqueda para adquirir un fondo de inversión o encontrar un intermediario bursátil a través de cual invertir en el mercado accionario, también representa una barrera de acceso para los inversionistas de menor tamaño. Como se mencionó anteriormente, la presencia de sucursales bursátiles a lo largo del territorio nacional es muy limitada y ello puede hacer costoso el proceso en términos de tiempo y problemas de riesgo moral.

Un individuo puede preferir concentrar todas sus cuentas en un solo banco para disminuir costos de transacción y también porque ha generado confianza con estas instituciones. El problema es que los bancos en México generalmente ofrecen productos con rendimientos inferiores a los del sector bursátil, como depósitos a plazo fijo o pagarés. Un mecanismo para resolver esto es mejorar el acceso a la información sobre las diferentes opciones y generar incentivos o regulaciones para diversificar los instrumentos que la banca ofrece.

Otra barrera clara de entrada para los inversionistas es la prohibición a adquirir títulos bursátiles directamente. La "Circular la que se dan a conocer las Disposiciones de carácter general aplicables a las sociedades de inversión de capitales" emitida por la CNBV en 2006 indica que sólo los inversionistas calificados e institucionales son los que pueden adquirir directamente títulos bursátiles. El problema es que la definición de un inversionista calificado se da con base en su ingreso y no en su habilidad financiera. De acuerdo a la definición un inversionista calificado es aquel que tiene un ingreso anual mayor a 500,000 UDIS. (Alrededor de 2.5 millones de pesos en 2014). Este tipo de medidas impactan directamente en la capacidad de la población mexicana de adquirir acciones y fortalecer al mercado bursátil mexicano.

Recuadro 9. Cómo incentivar indirectamente el ahorro y la inversión en bolsa: ejemplos de aplicaciones.

En Estados Unidos, algunos bancos ofrecen programas que permiten convertir actitudes de gasto en ahorro. Por ejemplo, el Bank of America ofrece el programa Keep the Change (Quédate con el cambio), el cual permite redondear cada compra al próximo dólar y transferir la diferencia a una cuenta de ahorros.

Los bancos utilizan este tipo de mecanismos para incentivar a sus consumidores a utilizar sus tarjetas, mientras que los consumidores lo utilizan como un instrumento de ahorro, incluso de manera inconsciente.

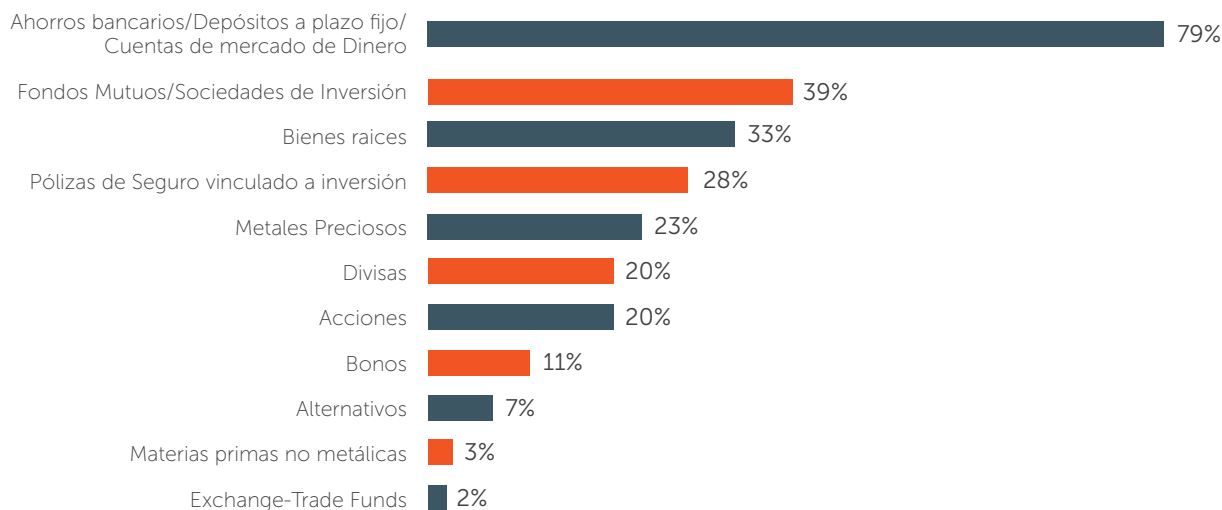
Un nuevo servicio llamado Acorns copió el modelo, pero introdujo la posibilidad de invertir esas fracciones de dólares en instrumentos que se comercializan públicamente, añadiendo un componente de ganancias y de riesgo. Acorns ofrece la posibilidad de obtener grandes retornos cuando los mercados se mueven positivamente.

Este tipo de herramientas podría funcionar para introducir personas jóvenes en el mundo de las inversiones. Iniciativas como estas podrían fomentar y revolucionar la deficiente cultura financiera de muchos ahorradores mexicanos.

2. Atractivo de la inversión bursátil entre inversionistas mexicanos

Una hipótesis para explicar la baja participación de los individuos en el mercado bursátil es que los instrumentos que éste ofrece no son tan atractivos como otras alternativas. Un estudio de Franklin Templeton reciente muestra que el instrumento al que más recurren los ahorradores mexicanos son los depósitos a plazo fijo (o ahorro bancario), con 79% de los inversionistas utilizando este mecanismo. En segundo lugar están los fondos mutuos (39%), que pueden constituirse de bonos de gobierno, deuda o acciones. Es de destacar que la inversión en acciones ocupa el séptimo lugar (con 20%) por debajo de metales preciosos, bienes raíces y divisas.

Gráfica 27. Distribución de inversiones en México, 2013



Fuente: IMCO con datos de Franklin Templeton, 2013.

Esta distribución de las inversiones no necesariamente refleja el rendimiento de cada una de ellas, pues las preferencias de los inversionistas también incorporan variables como el riesgo y la liquidez. Prueba de esto es que en los últimos cuatro años el IPC tuvo un rendimiento de 20% anualizado, superior al de otros instrumentos más demandados por el público como los depósitos a tasa fija (cuyo rendimiento fue de 4%), o los pagarés (3.4%).

Tabla 12. Rendimiento anual de instrumentos bursátiles,

	Porcentaje 2010-2014		
	Promedio	Mínimo	Máximo
CETES	4.2		
Depósito tasa fija	4.0		
Pagaré	3.4		
Fondos de inversión	3.8	-15.1	18.0
IPC	20.0	-24.0	48.0

Fuente: IMCO con datos de Banco de México y Bloomberg. CETES e instrumentos bancarios fueron tomados a 90 días. Se calculó el rendimiento de los últimos 4 años de todos los instrumentos.

Con esta evidencia, se puede descartar la hipótesis de que la inversión en bolsa no es una opción rentable. De hecho, si en los últimos cuatro años una persona hubiera comprado una acción que se limitará a dar seguimiento al IPC, el rendimiento que hubiera obtenido sería casi cinco veces más que el de cualquier otra opción. El problema es que invertir en bolsa es riesgoso y hay una gran varianza en los rendimientos de diferentes instrumentos bursátiles: entre las acciones que conforman el IPC la de peor desempeño generó una pérdida anualizada de -24%, mientras que la de mayor crecimiento tuvo un rendimiento anualizado de 48%. En este sentido, se requiere de información más oportuna y de mejor calidad, así como de menores costos de transacción para que la gente encuentre la alternativa más adecuada a sus necesidades y perfil de riesgo.

2.1. Aversión al riesgo entre potenciales inversores

Un tema que puede hacer menos atractiva la inversión en bolsa entre los inversionistas mexicanos es el riesgo. Dado que las acciones son instrumentos de inversión sin un retorno fijo, pues éste depende del desempeño de la empresa, los inversionistas que decidan invertir en bolsa deben tener una mayor tolerancia al riesgo.

Efectivamente, al analizar las características de los inversionistas mexicanos se evidencia una preferencia por estrategias riesgosas. De acuerdo con el estudio de Franklin Templeton citado, 52% de los entrevistados prefieren ganar al mercado cuando este sube que disminuir sus pérdidas cuando está a la baja. Esto ilustra un comportamiento bullish, o de mayor preferencia por el riesgo.

Tabla 13. ¿Qué prefiere un inversionista mexicano ante las fluctuaciones del mercado?

Preferencia	Porcentaje
Ganarle al Mercado cuando Sube	52%
Perder menos cuando el mercado baja	21%
Igualar el desempeño del mercado	27%

Fuente: IMCO con datos de Franklin Templeton.

Sin embargo, las crisis económicas de décadas recientes dejaron una marca de desconfianza entre la población mexicana, haciéndola más renuente a poner sus recursos en un sistema que ha colapsado varias veces, posiblemente acrecentando su aversión al riesgo.

Un ejemplo de esto es que, si bien cada vez hay un mayor número de fondos de renta variable, actualmente sólo 11% de los 2.1 millones de contratos que administran los fondos de inversión corresponden a contratos de renta variable. A pesar de que existe prácticamente la misma cantidad de opciones de fondos de renta variable y de deuda, hay una concentración significativa de clientes en los segundos.

2.2. Preferencia por el sector inmobiliario en México

El sector inmobiliario en México encabeza las preferencias de los inversionistas: 58% de éstos afirma que la inversión en vivienda es la más rentable, de acuerdo con el estudio de Franklin Templeton. Esta percepción se ha traducido en una sobre-inversión en este sector que, según el INEGI, representa alrededor de 40% de la formación bruta de capital fijo y sólo 3% del PIB del país.

Tabla 14. Respuesta a pregunta “¿Qué instrumentos tendrán el mayor retorno en 2014?”, porcentaje de respuestas por alternativa

Instrumento	Porcentaje
Bienes Raíces	58%
Metales Preciosos	37%
Acciones de mi país	32%
Bonos de mi país	26%
Acciones de mercados desarrollados	22%
Alternativos	20%
Acciones de Mercados emergentes	18%
Bonos de mercados Desarrollados	18%
Bonos de mercados emergentes	16%
Ninguno de los anteriores	5%

Fuente: IMCO con datos de Franklin Templeton.

Una de las razones por las que el sector es tan atractivo para los inversionistas son los beneficios fiscales derivados de la compra de una casa. Hasta la reforma fiscal de 2013 adquirir vivienda generaba beneficios como la deducción inmediata de bienes nuevos de activo fijo, la exención a la enajenación de casa habitación, y deducciones personales por intereses de créditos hipotecarios.

Nuevos instrumentos de inversión en bienes raíces han hecho que la inversión en el sector sea más atractiva. Este es el caso de los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS). Desde que Fibra Uno salió a la BMV en marzo de 2011, ha dado un rendimiento total de 132%, en tanto que el rendimiento del IPC para ese mismo periodo fue 14%. Aun así, hay instrumentos bursátiles con un mejor desempeño. Sólo en 2013, las acciones de GRUMA aumentaron su valor en 153%.

No obstante, el problema de las inversiones inmobiliarias es que en su gran mayoría no son hechas no a través de fondos bursatilizados como las FIBRAS, sino de inversiones individuales de compra-venta de vivienda.

Recuadro 10. FIBRAS: Bursatilización de inversiones inmobiliarias.

La preferencia por el sector inmobiliario como alternativa de inversión entre los mexicanos motivó la creación de instrumentos bursátiles que permitan su financiamiento, al tiempo que ofrecen un atractivo rendimiento a sus inversores. Las FIBRAS son un instrumento de inversión que nace con la emisión de certificados en el mercado de valores a través de una oferta pública. La Ley de Impuestos Sobre la Renta las define como “fideicomisos que se dediquen a la construcción y adquisición de bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento o a la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes, así como otorgar financiamiento para esos fines.”

Las FIBRAS, como instrumento de inversión, se caracterizan por la fácil predicción de sus rendimientos, por ser instrumentos accesibles para los inversionistas institucionales como las AFORE, aseguradoras o afianzadoras, y por ser un instrumento novedoso no sólo en México, sino también en América Latina.

Para constituir las FIBRAS es necesario cumplir con ciertos requisitos: las sociedades mercantiles o fideicomisos inmobiliarios deben tener 70% de sus activos invertidos en bienes raíces; los bienes inmuebles construidos o adquiridos deben destinarse al arrendamiento y no enajenarse en cuatro años; y deben contar con altos estándares de gobierno corporativo.

El objetivo de las FIBRAS y otros instrumentos similares debería ser atraer a los inversionistas inmobiliarios para que en lugar de hacer inversiones directas, es decir, su propio desarrollo inmobiliario, inviertan en instrumentos más profesionalizados y con un menor riesgo.

2.3. Asesores de inversión competentes

Un elemento que puede restar atractivo a la inversión bursátil es la necesidad de contar con especialistas, capaces de entender los diferentes instrumentos disponibles y cuáles se ajustan a las necesidades de sus clientes.

El mercado mexicano cuenta con serias limitaciones para proveer de asesoría financiera de calidad a los inversionistas potenciales. En varias entrevistas realizadas por IMCO a asesores de las principales casas de bolsa se plantearon preguntas sobre el mercado bursátil mexicano. Destaca, por ejemplo, que sólo 1 de cada 10 instituciones pudieron diferenciar rendimiento de la BMV y el IPC. Además, sólo 4 acertaron en el rendimiento de CETES y del mercado bursátil mexicano durante el año pasado.

Recuadro 11. Tengo 200 mil pesos ¿qué inversión me recomienda? Entrevista con asesores

Una de las hipótesis que se pretende resolver es que no existe buena preparación o entendimiento del mercado por parte de especialistas financieros. Se les hicieron las mismas preguntas a distintos asesores financieros de diversos bancos de inversión. Entre ellos están Actinver, GBM, Ve por más, Banorte IXE, Bancomer y Banamex. Las preguntas eran para ver que tanto conocían de temas financieros como riesgo de inversión y recomendaciones y preguntas específicas acerca de datos relacionados a los CETES y a la IPC

Los entrevistados mostraron una situación similar en todos los casos y es que conocen sus productos, pero no son capaces de dar un análisis financiero. 5 de 6 entrevistados desviaron las preguntas a los productos que ellos ofrecían; en particular, en fondos de su institución financiera. Sin embargo, algunos entrevistados respondieron preguntas argumentando que hay un comité que se hacía cargo de esa parte y se obtuvieron respuestas como "Obviamente, es una cuestión del comité y la mesa de análisis de grupo Actinver. Nosotros los asesores seguimos las recomendaciones del comité y más por una razón de grupo." o "Tenemos a los analistas, depende mucho de la recomendación que ellos nos den". Es notorio que los asesores financieros dan un análisis digerido de personas que están arriba de ellos en cuanto a jerarquía.

Algunas de las respuestas más alarmantes fueron:

P. ¿Cómo evalúa el riesgo de una inversión?

R1. Hay un riesgo de mercado que no se puede medir. Menciona que el riesgo de mercado no se puede medir, no menciona la metodología de Valor a Riesgo

R2. A largo plazo, no va haber mayor riesgo. Hay riesgo de Mercado y Liquidez. Lo importante es la permanencia. No responde la pregunta, sólo menciona que en el largo plazo el riesgo disminuye, pero eso no es cierto para todos los instrumentos.

P. ¿Cuáles considera usted que son las inversiones más convenientes para un inversionista muy adverso al riesgo?

R1 No recomiendo acciones. Inversión en mesa de dinero o pagaré. Lo menos arriesgado son CETES

R2 Fondos que se llama IXE DE es un fondo de deuda, no invierte en acciones, sino que invierte en corto, mediano y largo plazo de tasa de real y deuda privada. Ese fondo es recomendable que tiene liquidez cada 48 horas. El tiempo sugerido es de 1 a 3 años. Lo menos arriesgado son CETES

P. ¿Cuáles son sus fondos más rentables?

R.1 Entre más invierta más aumenta el rendimiento. Si es 3 mil a 1000 pesos el rendimiento 0.47% y de 100 mil a 200 mil es 0.60% y 200 mil a 400 mil de 0.87. Si es de 400 mil a 600. 1.34% y de 600 mil a 1 millón a 2.24%. No sabemos si son fondos de renta variable o de deuda y no supo decir de qué está compuesto, además, la rentabilidad es menor que CETES para todos los casos

P- ¿Qué me recomienda más una inversión a tasa fija en un banco o comprar CETES?

R.1 Manejamos planes a plazo a fijo y depende de plazo, pero los fondos de inversión pagan más. Yo te recomendaría más un fondo. Los fondos de inversión pagan lo mismo que los CETES, la ventaja es que tiene liquidez diaria.

R.2 No te recomiendo el CETES, porque es muy baja. La tasa fija de un banco es menor al rendimiento de CETES

P. ¿Cuál es la diferencia entre el IPC, la BMV y un fondo?

R.1 Son sinónimos el rendimiento de la Bolsa y el IPC. El fondo está compuesto de acciones, deudas y otros instrumentos de inversión.

P. ¿Cuál es el rendimiento actual de CETES?

R.1 A 28 días 4.23, a 91 días 4.39, a un año 4.63

R.2 2.90% - impuesto = 2.30% No explica que hay distintos tipos de retornos dependiendo de la duración del instrumento

R.3 2.90%-impuesto de 0.30% No explica que hay distintos tipos de retorno

R.4 2.9% a 28 días, menos impuestos de 2.3% menos inflación que es 3.50%. Usted está perdiendo.

P. ¿Cuál fue el rendimiento del IPC el año pasado (2013)?

R.1 1.94%

R.2 4.31% a la baja

R.3 -2 a -5%

R.4 Fue negativo y fue de -2.5%

R.5 5.5969%

Ninguna cifra coincidió, el rendimiento del IPC en 2013 fue de -2.24%.

Parte de este problema se origina en la regulación. En México se requiere autorización expresa e independiente de la CNBV para desempeñarse como operadora o distribuidora de un fondo de inversión. Esto con el fin de delimitar los papeles del asesor de inversiones y del gestor de los recursos, así como evitar potenciales conflictos de interés ente ambas actividades. Idealmente el asesor debe atender los intereses de los clientes, mientras que el gestor resguarda la calidad e integridad del producto financiero. A pesar de esta clara distinción, en México no existe un impedimento legal que las separe y tienden a estar verticalmente integradas dentro de un mismo grupo financiero. Ante este panorama, es fácil entender por qué los promotores entrevistados tendían a recomendar los fondos gestionados por el grupo financiero al que pertenecen, sin que necesariamente fueran los más adecuados al objetivo de inversión, o al perfil de los inversionistas.

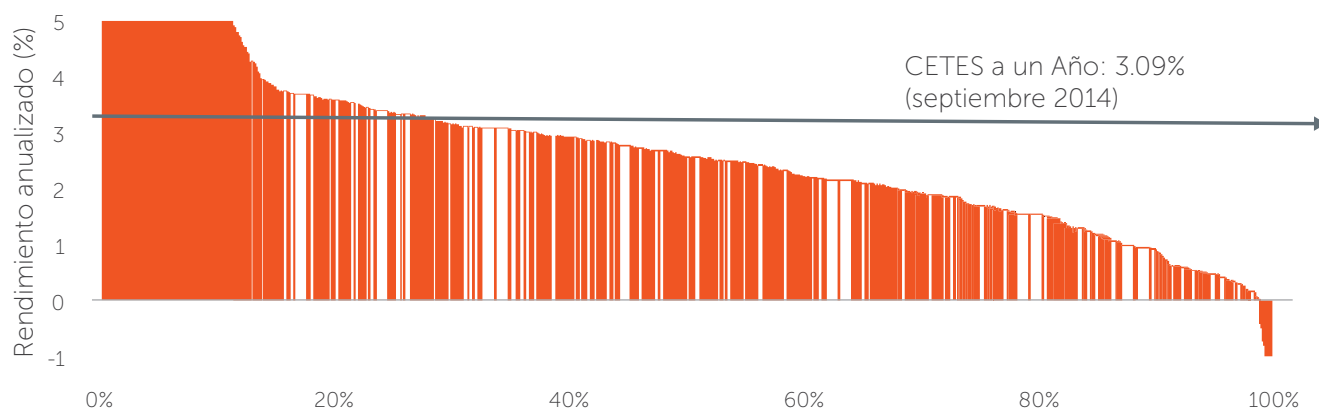
La Reforma Financiera de 2014 también contempló cambios a la forma en que se certifican lo asesores. La CNBV actualmente da licencias a los asesores financieros. Sin embargo, los criterios contemplados deben ser trabajados para garantizar que efectivamente haya asesores bien capacitados en el mercado. La regulación considera que estas personas deberán contar con honorabilidad y un historial crediticio satisfactorio para poder otorgar servicios de asesoría financiera. Es deseable aumentar la lista de requisitos a alguna certificación, así como mejorar los mecanismos para abrir la asesoría a actores independientes que puedan dar recomendaciones, al igual que los asesores de bancos, con la ventaja que los primeros tienen más incentivos a hacer recomendaciones objetivas pues no pertenecen a una institución.

2.4 Gestión competitiva de fondos

Uno de los problemas en el mercado bursátil proviene del bajo rendimiento que tienen los distintos fondos de inversión en México. La intuición es que un fondo de inversión debería tener un rendimiento superior al de un instrumento adquirido directamente como un CETES o un certificado de deuda. Sin embargo, eso no sucede así. El rendimiento del IPC en los últimos 5 años fue de 20%, mientras los fondos de inversión tuvieron un rendimiento promedio de 3.77%. Esto implica que fue más rentable adquirir un instrumento que simplemente siguiera al IPC que tenerlo en un fondo gestionado.

Más grave, durante 2013, sólo 30% de los fondos de inversión tuvieron un rendimiento superior al de CETES. Estas circunstancias explican en parte porque no existe mayor inversión privada en el sector, es arriesgado hacerlo. Un primer punto debería ser mejorar el acceso a la información así como las prácticas de venta para que los futuros inversionistas conozcan sus opciones y puedan tomar mejores decisiones.

Gráfica. Rendimiento anualizado de fondos de inversión en México (a un año) 2014



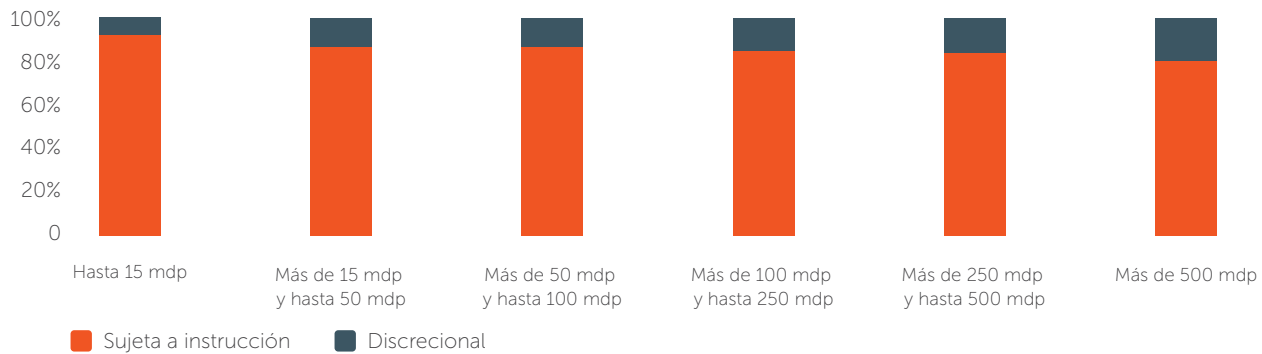
Fuente: IMCO con datos de Bloomberg

Más allá de la información, resulta necesario entender la razón del bajo rendimiento de los fondos. Al respecto, existen dos hipótesis. Una mencionada por algunos expertos fue que las comisiones que cobran los fondos son altas por lo que el rendimiento se diluye. La otra explica este bajo desempeño por la estructura gestiona de los fondos de inversión en México. En México, alrededor de 85% de los fondos de inversión son sujetos a instrucción, esto quiere decir que no existe un alto margen para que los analistas y gestores adquieran instrumentos financieros que ellos consideren óptimos, pues no el fondo tiene limitada la compra de determinados instrumentos. Esto resta flexibilidad al fondo y lo hace vulnerable a cambios en los productos ancla. Este tipo de fondos son creados para reducir la incertidumbre de los inversionistas sobre quién y cómo se manejan sus inversiones, sin embargo, son ineficientes pues no permiten que se compren y vendan instrumentos según lo que el mercado dicta.

Diagnóstico y acciones para elevar la profundidad del mercado bursátil en México

La preponderancia de fondos sujetos a instrucción también afecta al ecosistema bursátil pues existen poco incentivos para contratar a talento altamente calificado ya que no existen muchos fondos donde puedan justificar su contratación. Es por eso que se requiere diversificar a los inversionistas y a los gestores para incluir también a algunos que tengan menor aversión al riesgo y prefieren mayor rendimiento sobre estabilidad.

Gráfica. Distribución de fondos por tamaño de inversión y tipo de gestión.



Fuente: IMCO con datos de la CNBV.

3. Características propias del mercado mexicano

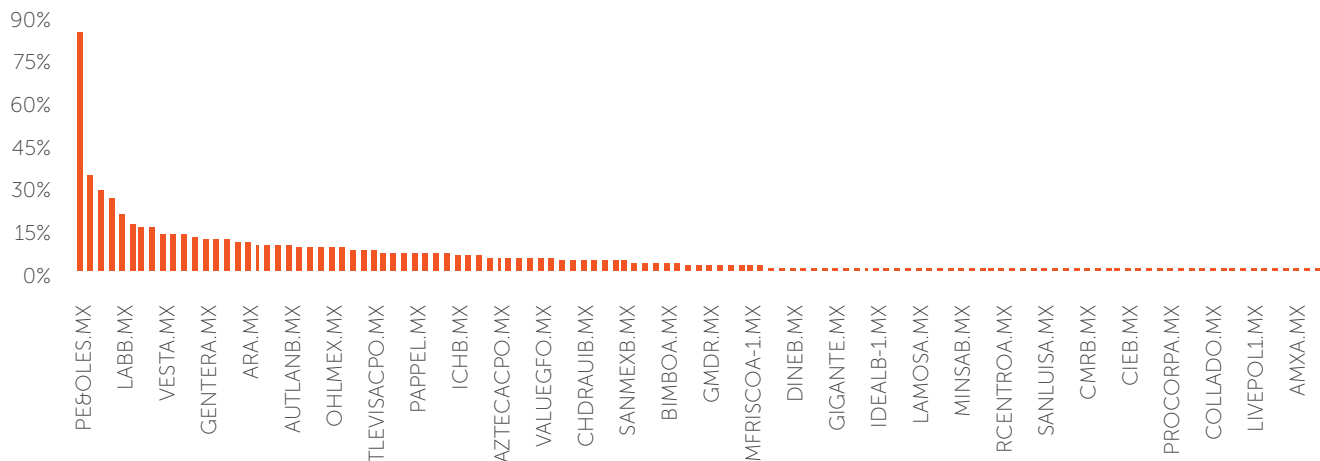
3.1. Falta de opciones de compra en el mercado

Uno de los principales resultados de las entrevistas realizadas a actores del sector es que en México hay poco capital destinado al sector bursátil porque existen pocas opciones de compra. En general, esto se explica por dos problemas: mercados secundarios prácticamente inexistentes y bajo float de las empresas mexicanas.

En primer lugar, la ausencia de mercados secundarios limita el potencial de crecimiento del mercado accionario en México. El bajo dinamismo del mercado secundario mexicano se evidencia en una lenta velocidad en el intercambio de acciones (turnover velocity), medida como la razón de las acciones intercambiadas sobre el total de acciones durante un año. Entre enero y junio de 2014, en promedio, las acciones de la BMV se intercambiaron sólo 0.3 veces al año, mientras que en Corea del Sur esa proporción fue de 2.4 veces. Esto indica que existe una baja circulación de los títulos bursátiles y sugiere un mercado secundario poco desarrollado, que limita las opciones de compra de los intermediarios financieros.

La reducida liquidez del mercado mexicano puede ir en detrimento de la participación de inversionistas institucionales con perfiles más conservadores, o sujetos a estrictas reglas de operación. Por ejemplo, algunos fondos tienen un requisito mínimo de volumen intercambiado diario para poder realizar una inversión, dado que deben ser capaces de ejercer una opción de venta en una ventana de tiempo reducida. Sin embargo, en México muchas empresas no cumplen con este tipo de requerimientos: 80 de 144 emisoras listadas en la BMV tienen una velocidad de intercambio menor a 0.05 veces en un año. A ese ritmo de intercambio, tomaría 20 años llegar al punto en que las acciones intercambiadas sea igual al número de acciones disponibles.

Gráfica 28. Turnover velocity para empresas mexicanas en 2014



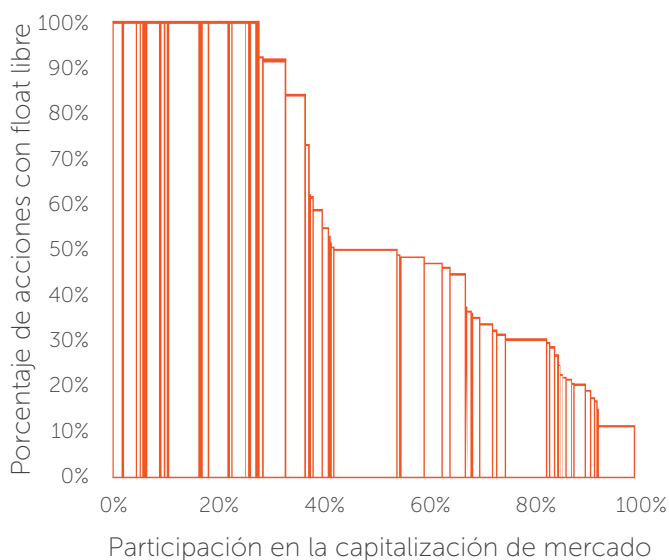
Acciones intercambiadas/total acciones, porcentaje

Fuente: IMCO con datos de Bloomberg.

Un segundo problema relacionado con el bajo desarrollo del mercado secundario es el float de las empresas en México. En México, en general, las empresas con capitalización mediana tienen un porcentaje menor de float que las empresas pequeñas. Las empresas con capitalización grande tienen un float de 66.3%, mientras que en las medianas es de 54.3%, las pequeñas de 76.1% y en las micro llega a 84.8%. Parece entonces que el patrón entre las emisoras mexicanas es que a mayor tamaño menor el float.

Mientras que en el mercado mexicano existen empresas de capitalización media y baja con un float de 100%, las empresas de mayor capitalización reportan un float de 50%, 30% y hasta 10%. A grandes rasgos, 60% del mercado está dominado por empresas con un float menor a 50%.

Gráfica 29. Float de emisoras mexicanas según participación en capitalización total 2014

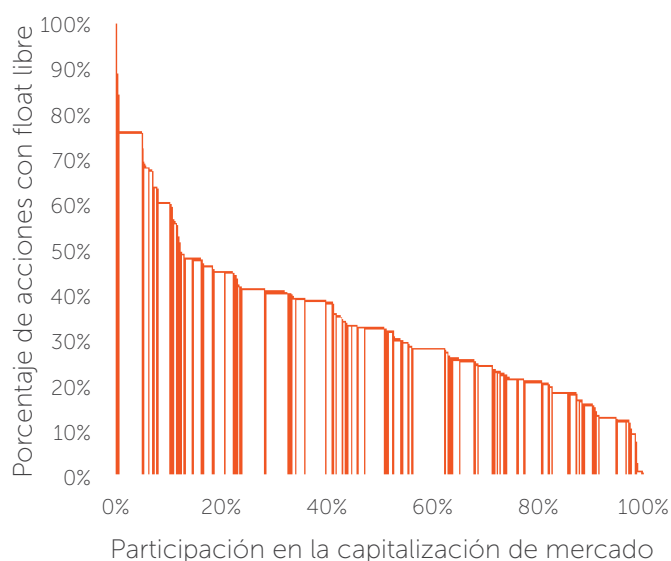


Para poner este tema en contexto, resulta útil una comparación con el mercado de Malasia, donde no hay una relación clara entre la capitalización de mercado de las empresas y el float. Aunque en promedio la bolsa de valores malaya tiene un float menor a la mexicana, las empresas que concentran la mayor parte de la capitalización bursátil de la bolsa no tiene una estructura de float bajo (gráfica 30).

Un bajo float puede disminuir la actividad de inversionistas simplemente porque las opciones de compra son limitadas. Si bien no es posible obligar a una emisora a aumentar su float, esta situación exige pensar en mecanismos para que el mercado no esté tan concentrado en empresas que cuentan con pocos títulos disponibles. Asimismo, es importante considerar instrumentos bursátiles novedosos, en una línea similar a los Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs) o las FIBRAS de reciente creación.

Fuente: IMCO con datos de Bloomberg.

Gráfica 30. Float de empresas malusias según participación en capitalización total 2014



Fuente: IMCO con datos de Bloomberg.

Recuadro 12. Nuevas herramientas de inversión: Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs).

Los CKDs son títulos o valores fiduciarios para el financiamiento de uno o más proyectos, pues los recursos que recaudan son dirigidos a actividades o proyectos en crecimiento. Estos certificados fueron diseñados para impulsar proyectos relacionados con infraestructura, inmobiliarios, minería, empresariales y proyectos de desarrollo para la tecnología.

Los rendimientos de los CKDs son variables y dependen de los resultados de cada proyecto o actividad. Los certificados pueden ser clasificados de dos maneras, como Tipo A o Tipo B. Los primeros están dirigidos a fondos de capital privado que a su vez invierten en proyectos, mientras que los segundos se orientan a un solo proyecto, primordialmente de infraestructura.

Estos instrumentos combinan características de los bonos del gobierno y de las acciones de la bolsa. Tienen un esquema de financiamiento estructurado, es decir, los fideicomisos liberan recursos de acuerdo a un calendario de inversión. Además, no están sujetos a calificación crediticia.

Las empresas que busquen financiamiento mediante este instrumento deberán contar con un historial y demostrar la experiencia del administrador. Por otra parte, los inversionistas firman una carta donde consta que están conscientes del riesgo de inversión y el esquema de costos. Se negocian bajo el mecanismo de subasta.

3.2. Mercado bursátil concentrado en sectores oligopólicos

La falta de opciones de compra de inversionistas se puede deber a la estructura de la BMV. Las empresas que participan en la bolsa mexicana provienen de sectores en los que tienen una posición dominante y, en muchos casos, oligopólica. Tal es el caso de las telecomunicaciones y medios masivos, los servicios financieros, el sector cementero y el comercio minorista. De hecho, al analizar las primeras cinco empresas que cotizan en bolsa dentro de la lista de las 500 más grandes de México de CNN Expansión, se observa que estas compañías concentran buena parte de las ventas del sector al que pertenecen, como se puede ver en la tabla a continuación.

Tabla 15. Concentración de mercado de las principales empresas del país que cotizan en bolsa, 2013

Empresa	Sector	% Ventas/total sector
América Móvil AMX	Medios y telecomunicaciones	75.7%
Wal-Mart de México WALMEX	Comercio minorista	31.4%
Fomento Económico Mexicano FEMSA	Bienes de consumo	16.9%
Alfa ALFA	Holding	22.0%
Cemex CEMEX	Cemento, cerámica y vidrio	65.1%

Fuente: CNN-Expansión, 2014. Las 500 empresas más importantes de México.

El problema con esto es que estas empresas han consolidado un nicho de mercado y difícilmente desearán financiarse a través del mercado de capital ya sea porque no tienen planes de crecimiento agresivo o porque pueden financiarse a través de su flujo de caja.

Adicionalmente, casi la mitad de la capitalización del mercado mexicano proviene de empresas que pertenecen a sectores propensos a prácticas clientelistas, de acuerdo con la revista The Economist. De manera general la BMV no está tan diversificada, y los sectores representados no son los que tienen más potencial de crecimiento como la tecnología, los servicios especializados o industrias de la salud.

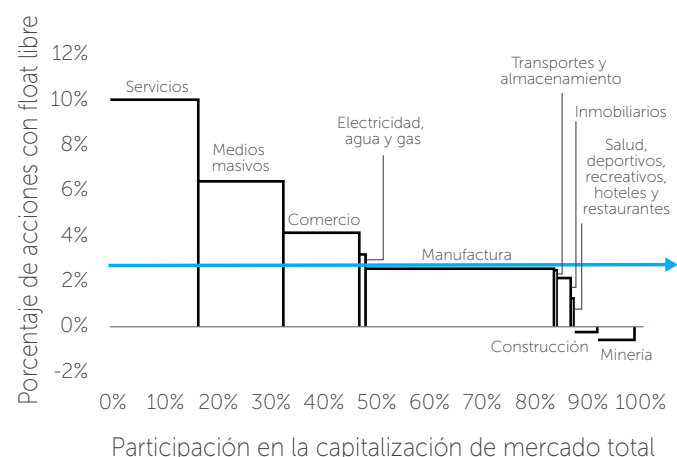
Tabla 16. Sectores incluidos en el Crony Capitalism Index de The Economist

Sector	% Capitalización BMV, 2013
Banca comercial y de inversión	16.7%
Bienes raíces y construcción	7.4%
Acero, metales, minería y materias primas	7%
Servicios de gas, agua, electricidad y telecomunicaciones	17.4%
Infraestructura y ductos	0.3%
Industria militar	-
Puertos y aeropuertos	-
Casinos	-
Carbón madera y aceites vegetales	-
Petróleo, gas, químicos y energía	-
Total	48.8%

Fuente: IMCO con información de The Economist e INEGI.

También vale la pena destacar que la mitad de los sectores que participan en bolsa crecen a un ritmo igual o menor que el promedio de la economía. Si bien los sectores de servicios financieros, medios masivos de comunicación y comercio –que entre 2008 y 2013 representaron más de 45% de la capitalización total del mercado accionario– tuvieron un fuerte crecimiento económico, los demás sectores representados en la bolsa mexicana no tuvieron tan buen desempeño. El sector de industrias manufactureras que significó 35% de la capitalización de mercado total, creció al mismo ritmo de la economía mexicana, en tanto que los sectores de transportes y almacenamiento, inmobiliario, servicios de salud, deportivos y recreativos, hoteles y restaurantes, construcción y minería, tuvieron un desempeño peor al promedio de la economía y representaron cerca de 20% de la capitalización de mercado.

Gráfica 31. Capitalización de mercado por tipo de sector y crecimiento. Promedio 2008-2013



Nota: la línea horizontal representa crecimiento anual promedio de la economía 2008-2013 que fue de 2.3% en ese periodo.

Fuente: Cálculos propios con información de Bloomberg e INEGI.

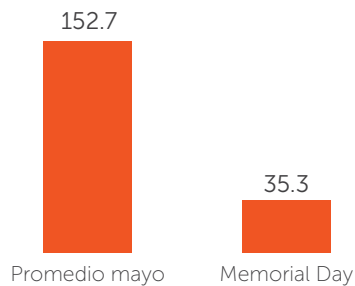
En síntesis, buena parte de la capitalización del mercado mexicano se concentra en emisoras que operan en sectores que se caracterizan por oligopolio, prácticas clientelares y tener un crecimiento inferior al promedio de la economía. Esta combinación de factores puede ser una limitante a las opciones de compra de los inversionistas mexicanos.

3.3. Dependencia de inversionistas extranjeros

En una economía abierta como la mexicana el acceso a los mercados bursátiles no está limitado a los inversionistas nacionales, pues en éste intervienen inversionistas de todas partes del mundo.

Es posible que la elevada dependencia del capital extranjero sea una causa del bajo desarrollo del mercado nacional, pues opaca la operación de los actores domésticos. Al analizar el volumen de intercambio diario de las emisoras que conforman el IPC en el mes de mayo de 2009 a 2014, se observa que en un feriado oficial estadounidense, el volumen intercambiado cae casi 80% con respecto al promedio del mes. Por el contrario, un día feriado en México pero no en Estados Unidos, como el 1 de mayo, genera una actividad de intercambio mucho mayor (gráfica 32). Lo anterior nos indica que el dinamismo de la bolsa es muy sensible a las operaciones de agentes bursátiles extranjeros.

Gráfica 32. Volumen de intercambio del IPC promedio mensual y en un día feriado en estados unidos. Mayo de 2014, millones de acciones



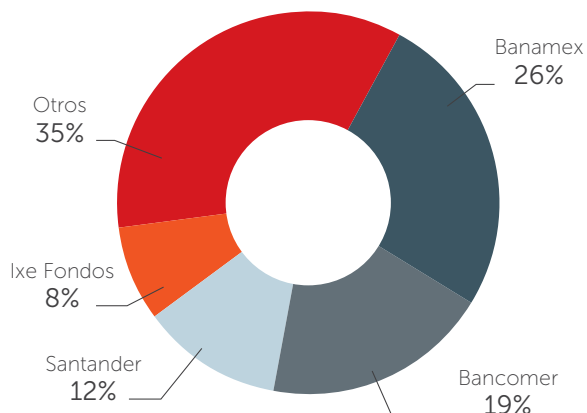
Fuente: IMCO con datos de Yahoo! Finance.

Vale la pena anotar que una alta participación extranjera no es un problema en sí misma, pues también puede ser indicativa de la confianza que existe en el mercado mexicano. El verdadero problema es que el mercado de capitales nacional sea tan pequeño y su actividad esté tan estrechamente ligada a la de los mercados de Estados Unidos.

3.4. Poca diversidad de intermediarios financieros

Un problema en México es también la baja diversidad de intermediarios financieros no bancarios. Un dato que ilustra esto es que más de la mitad de los activos de fondos de inversión se encuentran en 3 bancos (Banamex, Bancomer y Santander). Como hemos visto con anterioridad, existen riesgos de la participación del sector bancario en sociedades de inversión por la integración vertical que muchas veces hace que existan incentivos para ofrecer los mismos productos que el banco genera o para atraer a clientes interesados en emisiones al mercado de deuda, pues el banco ofrece ambos servicios.

Gráfica. Distribución de activos en fondos de inversión por institución bancaria



Fuente: IMCO con datos de CNBV

El sector bursátil mexicano necesita una mayor diversidad de actores tanto que ofrezcan y gestionen fondos de inversión como que provean a las empresas de instrumentos para participar en el mercado de capitales. La alta concentración de los fondos de inversión en México hace que sea menos atractivo para actores pequeños participar en el mercado y previene el crecimiento del ecosistema bursátil mexicano.

3.5. Ausencia de intermediarios financieros de alto riesgo

La regulación mexicana no prevé dentro de la tipología de las sociedades de inversión instrumentos de inversión de alto riesgo como los hedge funds. Los hedge funds son sociedades privadas formadas por un reducido número de inversionistas que realizan fuertes aportaciones iniciales, y cuyo objetivo es obtener altos rendimientos en términos absolutos. Aunque éstos existen en formas muy variadas, se caracterizan por un menor grado de regulación y, en consecuencia, por una mayor libertad de operar en diversos mercados. Con este fin, este tipo de fondos recurre a numerosas estrategias con diferentes grados de apalancamiento y riesgo.

Por los objetivos que persiguen y la forma en que operan, los hedge funds tienen el potencial de imprimir un gran dinamismo a los mercados de valores en los que participan, al estimular la demanda de títulos y promover un mayor grado de bursatilización.

En México, estos fondos usualmente se estructuran y se regulan como sociedades anónimas o como vehículos de propósito especial, de forma que puedan ofertar de manera privada sus acciones. Adicionalmente, les son aplicables las disposiciones de capitalización bancaria establecidas en Reglas para los Requerimientos de Capitalización de las Instituciones de Banca Múltiple y las Sociedades Nacionales de Crédito e Instituciones de Banca de Desarrollo.

Las leyes que regulan el funcionamiento de los hedge funds en México están dispersas y poco definidas. Sin embargo, esto es una situación generalizada en el mundo pues al ser sociedades privadas, que no están disponibles para el público general, la regulación aplicable en los países de acogida suele conceder amplias libertades a los administradores del fondo para operar en mercados e instrumentos de elevado riesgo.

4. Problemas de información

4.1. Empresas sin analistas

Otra barrera al desarrollo del mercado es la escasez de analistas externos que den seguimiento a las empresas listadas en la BMV. Las casas de bolsa e inversionistas institucionales requieren información de analistas para tomar decisiones de inversión. El problema es que estos analistas tienden a enfocarse en emisoras con altos volúmenes de intercambio, pues ellos trabajan por comisión.

Dado que el mercado mexicano se caracteriza por bajos niveles de intercambio y float, muchas empresas no cuentan con analistas que les den seguimiento, lo cual limita su capacidad de levantar capital. En

el mercado mexicano hay 34 empresas que tienen menos de un analista. Destaca el caso de empresas como Liverpool, Cementos Moctezuma e Inmobiliarias Carso por tener un solo analista y ser empresas de un tamaño considerable. Por el contrario, hay empresas como Sports World o Minera Autlan que tienen más de cinco analistas, a pesar de que su tamaño es más de veinte veces menor al de las empresas de mayor tamaño mencionadas anteriormente.

Gráfica 33. Relación entre número de analistas y capitalización de mercado de empresas analizadas, 2014



Fuente: IMCO con datos de Bloomberg.

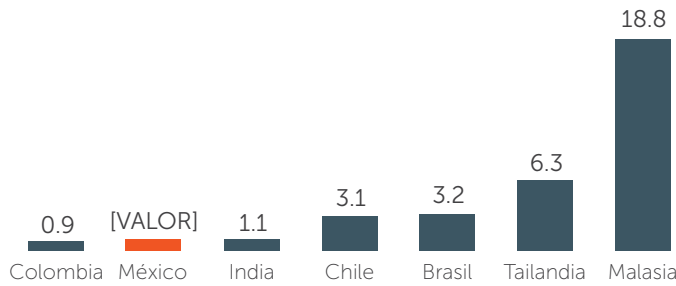
La falta de información puede ser uno de los grandes limitantes para la inversión en una empresa, además que eleva el costo de capital de la empresa porque los inversionistas potenciales demandarán mayor rendimiento por un mayor riesgo percibido. Este es un aspecto en el que el gobierno podría tener un papel importante. Generando información sobre las empresas o financiando a instituciones que se dediquen a evaluar a aquellas empresas que por su tamaño no son atractivas para que el mercado evalúe.

4.2. Preparación por parte de especialistas

Otra posible limitante a la participación de inversionistas en el mercado accionario mexicano es la disponibilidad y preparación de especialistas en capacidad de brindar análisis y gestoría adecuada.

De hecho, México cuenta con un número reducido de profesionales con certificados reconocidos por el sector financiero. Por ejemplo, la cantidad de personas con la acreditación del Chartered Financial Analyst (CFA), que evalúa conocimiento en manejo de inversiones, análisis financiero, bonos, derivados, entre otras cosas, es baja cuando se compara con otros países. En México hay 1.1 acreditados por cada mil habitantes, en Brasil hay 3.2 y en Malasia hay 18.8. Encontrar mecanismos para que más personas cuenten con esta acreditación en México, es una manera de generar mayor profesionalismo en el mercado y promover su crecimiento.

Gráfica 34. Número de CFA por cada mil habitantes



Fuente: IMCO con datos de CFA Institute.

Recuadro 13. Modelos de banca de inversión innovadores: High-frequency trading.

Las Negociaciones de Frecuencia Alta se dan dentro de algunos mercados financieros y requieren un alto grado de especialización y conocimiento técnicos. Estas negociaciones utilizan de manera intensiva herramientas tecnológicas sofisticadas para obtener información del mercado y, con base en ésta, realizar operaciones de compra y venta de acciones y opciones.

Estas negociaciones se caracterizan por el uso de algoritmos para el análisis de datos y la implementación de estrategias de negociación. Las posiciones de inversión duran un tiempo mínimo, incluso fracciones de segundo.

Estos modelos aprovechan el hecho que el volumen de las transacciones institucionales modifica el precio de los valores.

Su implementación enfrenta serios retos: en primer lugar, son muchas las máquinas que operan con Negociaciones de Frecuencia Alta y obtener ganancias depende la velocidad de todas para entablar dichas negociaciones. En segundo lugar, dado que su principal objetivo es generar ganancias de corto plazo, esto inevitablemente tiene repercusiones sobre la planeación de las inversiones.

Acciones para elevar la demanda de títulos bursátiles

Generar incentivos para la participación de inversionistas privados:

- El proceso de inclusión financiera es importante en un país en desarrollo como México. Este proceso es gradual: primero se debe tener una red amplia y profunda de servicios bancarios, seguros y de ahorro para el retiro; luego se debe pensar en profundizar en instrumentos de inversión bursátil.
- La reducción en el uso de efectivo podría dar lugar a mecanismos más baratos para que los intermediarios bursátiles administren recursos. También desincentivaría el ahorro informal que caracteriza a ciertos segmentos de ingreso.
- La política económica y social debería preocuparse más por la capacidad de ahorro, la liquidez de los recursos y el nivel de endeudamiento de los estratos más bajos. La gente de bajos recursos ahorra informalmente porque estos esquemas son relativamente líquidos. Sin embargo, sus deudas pueden estar restringiendo su capacidad de ahorro.
- El canal de ahorro e inversión formal de largo plazo para el trabajador formal es la cuenta de ahorro para el retiro. El Sistema de Ahorro para el Retiro puede ser una plataforma importante para educar al público que ya tiene una cuenta de AFORE y mostrarle que existen otros instrumentos de ahorro e inversión.
- Reducir los umbrales para que los inversionistas individuales puedan acceder a servicios de inversión. Una manera de lograrlo es incrementando la competencia (número de participantes) en el sector. Por ejemplo, necesitamos más casas de bolsa regionales que atiendan lugares de México con baja penetración. Por ejemplo, Azteca o Famsa ofrecen servicios bancarios en segmentos de bajos ingresos; podríamos tener intermediarios con una estructura de negocio diseñada para este mercado.
- Implementar y apoyar programas que acerquen a la población al mundo accionario, como por ejemplo a través de cursos y concursos con jóvenes universitarios (futuros inversionistas), en los que puedan experimentar cómo funciona la bolsa de manera práctica (ej. GBM)
- Dar mayor difusión a través de internet a calculadoras de rendimientos para distintos portafolios, que incluyan un componente de comparación contra otro tipo de inversiones. El mismo sitio puede enseñar a la gente qué es un portafolio, qué es renta variable, qué preguntar a un inversionista.
- Generar, a través de la CNBV, una plataforma tipo EDGAR de la SEC en Estados Unidos. Además de mejorar la comunicación sobre temas relacionados al mercado de valores.

-
- Dar prioridad a herramientas de intercambio basadas en las TIC para que, independientemente de las barreras geográficas, los individuos interesados en invertir en bolsa puedan hacerlo.
 - Promover la certificación de analistas financieros (CFA). No sólo de analistas, sino también de promotores pues actualmente no necesitan certificados. Diseñar mecanismos de rendición de cuentas para los asesores financieros, con el fin de que sean corresponsables de los consejos de inversión que ofrecen.
 - Continuar con la profundización en materia de prácticas de venta que viene realizando la CNBV, con el fin de ofrecer valores idóneos acordes al perfil de cada inversionista.
 - Diseñar, ampliar y vender mejor productos financieros diseñados para el público mexicano y su perfil de riesgo. Hacer más visible que las inversiones en trackers de mercados, en portafolios diversificados de fondos relativamente grandes son un instrumento seguro y con rendimientos
 - Hacer más atractiva la inversión bursátil respecto a otras alternativas tradicionalmente más demandadas, como la inversión en inmuebles. Una manera de hacerlo es que los intermediarios ofrezcan opciones que le permitan al usuario ver fruto de sus rendimientos en el corto plazo.

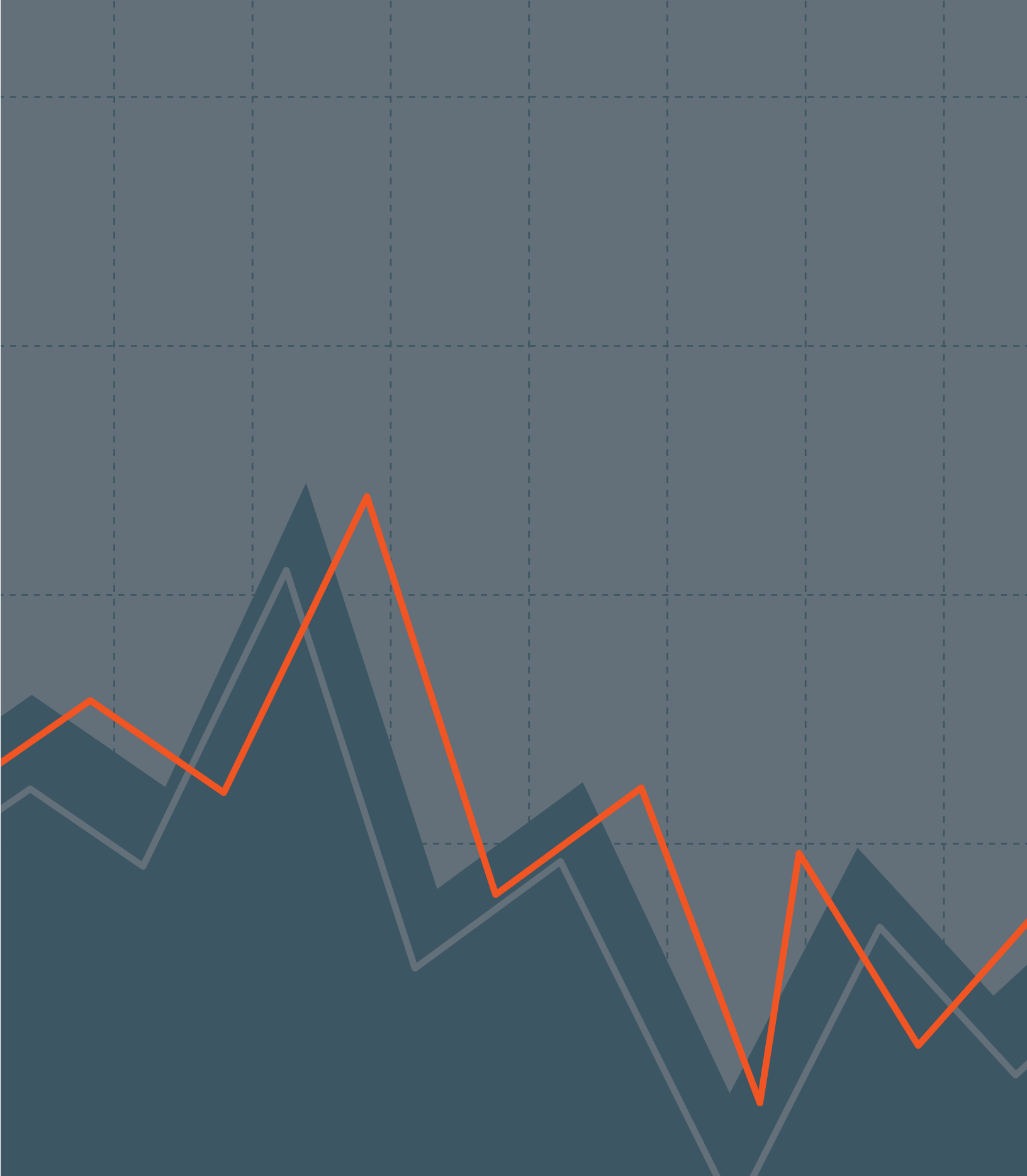
Mejorar las condiciones de operación de los inversionistas institucionales

- Generar incentivos fiscales para garantizar un mínimo de float entre las emisoras (ej. tasas de impuestos decrecientes en el float).
- Dar continuidad a esfuerzos como el de la BMV por poner analistas orientados a small-caps y darles mayor visibilidad.
- Generar un programa de analistas financiado por el gobierno para las empresas de menor tamaño.
- Flexibilizar el régimen de inversión de inversionistas institucionales como las AFORE y las regulaciones en materia de portafolio para otros intermediarios.
- Diversificar el conjunto de inversionistas institucionales más allá de las AFORE, incentivando la participación de clientes institucionales de diversos tipos y tamaños, por ejemplo, como sucede con los fondos de pensiones de las empresas en Estados Unidos.

Referencias

- Banxico (2014). Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, junio 3 de 2014. Disponible en <http://www.banxico.org.mx/dyn/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/expectativas-de-los-especialistas/%7B7E6F9591-ED7E-C51B-9B95-541E143E906C%7D.pdf>.
- Barro (1991) Macroeconomic theory .
- Beck y Levine (2004). "Stock markets, banks, and growth: Panel evidence". Journal of Banking and Finance, Vol 28, pp. 423-442.
- Brown, James R., et.al. (2011). "Law, Stock Markets, and Innovation". Journal of Finance.
- Centro de Empresas Familiares, EGADE Business School, Tecnológico de Monterrey. <http://www.empresasfamiliareregade.mx/>.
- CNBV (2012) Compendio de estadísticas sobre fondos de inversión. <http://www.cnbv.gob.mx/Paginas/Informacion-Estadistica.aspx>
- COFECE (2014) Trabajo de investigación y recomendaciones sobre las condiciones de competencia en el sector financiero y sus mercados. CONSAR (2013) Conocimiento y percepción del sistema de ahorro para el retiro
- Ernst & Young. "Private equity roundup Mexico". Ernst & Young. Noviembre 2013. Disponible en [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_equity_opportunities_in_Mexico/\\$FILE/EY-Private_equity_roundup_Mexico_Nov13.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_equity_opportunities_in_Mexico/$FILE/EY-Private_equity_roundup_Mexico_Nov13.pdf)
- Ernst & Young (SA). Guía de Ernst & Young para empresas que quieren cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores – Lecciones aprendidas de los líderes. Disponible en [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Presentacion_de_EY_BMV-Evento_comites_de_auditoria/\\$FILE/Lecciones_aprendidas_Guia_EY_BMV.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Presentacion_de_EY_BMV-Evento_comites_de_auditoria/$FILE/Lecciones_aprendidas_Guia_EY_BMV.pdf)
- Fernández P., J. Aguirreamalloa y P. Linares . "Market Risk Premium and Risk Free Rate Used for 51 Countries in 2013: A Survey with 6,237 Answers". 26 de Junio del 2013. Disponible en SSRN:<http://ssrn.com/abstract=914160> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.914160>
- Filler, Randall K., Jan Hanousek and Nauro F. Campos. (1999). Do Stock Market Promote Economic Growth?, The William Davidson Institute (University of Michigan Business School). Working Paper Series, No. 267 September.
- Franklin Templeton (2013) Encuesta de Sentimientos del Inversionista Global
- Gómez Martínez, A., García, D. y Marín, S (2009). "Restricciones de la financiación PYME en México: una aproximación empírica". Análisis económico. Núm. 57, vol. XXIV.
- Instituto Mexicano para la Competitividad. "Crecimiento y Profundización del sector financiero en México". 2012. Obtenido en http://imco.org.mx/wp-content/uploads/2012/7/presentacion_sector_financiero.pdfINEGI (2014). Resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, cifras al primer trimestre de 2014. Disponible en <http://www.inegi.org.mx/inegi/contenidos/espanol/prensa/comunicados/estrucbol.pdf>.
- International Council of Securities Associations. "Financing of SMEs through Capital Markets in Emerging Market Countries". Emerging Markets Committee. Febrero 2013. Disponible en [http://www.icsa.bz/img/research_pdf/Financing%20of%20SMEs%20through%20Capital%20Markets%20in%20Emerging%20Market%20Countries\(2013.2\).pdf](http://www.icsa.bz/img/research_pdf/Financing%20of%20SMEs%20through%20Capital%20Markets%20in%20Emerging%20Market%20Countries(2013.2).pdf)
- ITESM (2013). Estudio de Evasión Global de Impuestos. Elaborado para el SAT y disponible en ftp://ftp2.sat.gob.mx/asistencia_servicio_ftp/publicaciones/estudios_evasion/2013/ITESM.zip.
- IXE (2008). "Sobre los Hedge-funds" <http://www.ixe.com.mx/storage/TUTORIAL20081218.pdf>
- KPMG (2013). Empresas Familiares: El desafío de crecer, madurar y permanecer. Disponible en http://www.kpmg.com/MX/es/PublishingImages/E-mails-externos/2013/CONFERENCIA_DE_Prensa/EMPRESAS_FAMILIARES/Empresas%20familiares_130913.pdf

-
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1996). "Law and finance". NBER Working Paper Series, WP 5661.
 - Levine, Ross (1997). "Financial development and economic growth: Views and agenda". Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2, pp. 688-726.
 - Levine, Ross (2004). "Finance and Growth: Theory and Evidence." NBER Working Paper Series, WP 10766.
 - Ley del Impuesto Sobre la Renta. Disponible en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR.pdf>.
 - Ley General de Sociedades Mercantiles. Disponible en http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144_130614.pdf.
 - Ley del Mercado de Valores. Disponible en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>.
 - Martínez Leal, Antonio y Pino del Sesto (2013). Private equity in Mexico: Primed for significant growth. Bain & Company.
 - Robert C. Merton & Zvi Bodie, 2004. "The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure," NBER Working Papers 10620, National Bureau of Economic Research, Inc
 - Mittal, Rishab (2013). "The Effects of Market Capitalization Ratio on GDP Growth and Capital Market Robustness in Newly Industrialized Countries". Undergraduate Business Journal, Vol. 4, pp. 45-54 University of Chicago.
 - OCDE (1999) OECD Principles of Corporate Governance
 - Pew Research Center (2013) Attitudes about Aging: A Global Perspective PricewaterhouseCoopers y Centro de Investigación de Empresas Familiares de la UDLAP (2013). Resultados de la Encuesta a Empresas Familiares 2013. Disponible en <http://web.udlap.mx/cief/censo/resultados-2/>.
 - PWC (2012), Considering and IPO? The cost of going and being public may surprise you.
 - Randall K. Filer, Jan Hanousek, Nauro F. Campos (1999). "Do stock markets promote economic growth". CERGE-EI Working Paper Series No. 151.
 - Joseph Shumpeter (1934) The Theory of Economic Development: An Inquiry Into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle Secretaría de Economía, www.tuempresa.gob.mx.
 - Solow, Robert (1965) A Contribution to the Theory of Economic Growth.
 - The Economist (2014). "Small business in Mexico: The Peter Pan syndrome". Mayo 17 de 2014.
 - UDLAP (SA). Capitulo III: Empresas familiares. Disponible en http://catarina.udlap.mx/u_dLa/tales/documentos/lcp/rueda_d_g/capitulo3.pdf.
 - Zabaleta, Osmar H. & Urbina, H. "Mercados Financieros y desarrollo económico: análisis sobre México". CONCYTEG 6, num.68: 226-235. Febrero 2011. Disponible en http://concyteg.gob.mx/ideasConcyteg/Archivos/68032011_MERCADOS_FINANCIEROS_DESARROLLO_ECONOMICO.pdf
 - Zarinah, Tan S. "Growth Strategies to Expand role of Capital Markets". En Capital Market Masterplan 2. Securities Commission Malaysia. Disponible en <http://www.sc.com.my/capital-market-masterplan-2/>



USAID
DEL PUEBLO DE LOS ESTADOS
UNIDOS DE AMÉRICA



Instituto Mexicano para la Competitividad A.C.