UNIVERSIDAD PANAMERICANA

Facultad de Derecho

Posgrado en Derecho

Con Reconocimiento de Validez Oficial ante la Secretaría de Educación Pública, bajo acuerdo número 985162 de fecha 17 de octubre de 1998.

ASPECTOS LEGALES DEL FINANCIAMIENTO A LA MEDIANA EMPRESA

EN EL MERCADO DE VALORES MEXICANO

Tesis que para obtener el grado de

Doctor en Derecho

Sustenta el

Lic. Alfonso Ascencio Triujeque

Director de la Tesis

Dr. Salomón Vargas García

México, D. F. 2014

I N D I C E

Capítulo I

Antecedentes Históricos

I.I	El Comercio y su evolución ……..…		1
	I.I.I	Primeras actividades comerciales …….....	1
I.II	Desarrollo del Comercio en la Edad Media ……...……		15
	I.II.I	Las Ferias ……..……	15
	I.II.II	Las Lonjas ……..…….	26
	I.II.III	Las Bolsas ……..…….	30
	I.II.IV	Las Sociedades Mercantiles …….....	33
	I.II.V	Desarrollo Bursátil en los Estados Unidos de América …….....	38
I.III	Recapitulación……		49

Capítulo II

Evolución Legislativa del Mercado de Valores en México

II.I	Fuentes de financiamiento en el siglo XIX …….....		53
II.II	Establecimiento de la primera Bolsa de Valores en México ……..		57
II.III	El Sistema Financiero Mexicano al final del Porfiriato y los efectos de la Revolución ……..……..		69
II.IV	Efectos de la Revolución en el Mercado de Valores ……...…….		77
II.V	La Revolución del Sistema Financiero Mexicano ……..……..		84
II.VI	Marco jurídico del Mercado de Valores de la primera mitad del siglo XX…….....……...…….....		90
II.VII	Dos leyes del Mercado de Valores……..		95
	II.VII.I	Ley del Mercado de Valores 1975…..……......	95
	II.VII.II	Ley del Mercado de Valores de 2005…….……..……..…	98

Capítulo III

Derecho del Mercado de Valores

III.I	**Origen de los mercados, clasificación, el Mercado de Valores y su función …….....**	**120**
	III.I.I Origen de los mercados ……..	**120**
	III.I.II Clasificación de los mercados....……..	**125**
	III.I.III Mercado de Valores …….....	**129**
	III.I.IV Función …….	**135**
III.II	**Evolución regulatoria de los Mercados de Valores ……**	**137**
III.III	**Fuentes del Derecho del Mercado de Valores …….....**	**141**
	III.III.I La Ley ……	**146**
	III.III.II La Doctrina ……	**147**
	III.III.III Los Usos, Prácticas y Costumbres ……	**147**
	III.III.IV La Jurisprudencia ……..	**152**
	III.III.V Autoregulación ……	**153**
	III.III.VI Otras Fuentes ……..	**155**
III.IV	**Formación del Derecho del Mercado de Valores …….....**	**156**
III.V	**Principios Generales del Derecho del Mercado de Valores ……**	**164**
III.VI	**Concepto de Derecho del Mercado de Valores …….....**	**173**

Capítulo IV

Estructura y Sujetos del Mercado de Valores

IV.I	**Estructura del Mercado de Valores …….....**	**181**
	IV.I.I Normas prudenciales……	**182**
	IV.I.II Normas de Conducta ……	**186**
IV.II	**Sujetos de Regulación …….....**	**188**

IV.III Sujetos de Supervisión, Inspección y Vigilancia …….. 198
IV.IV Sujetos de Gestión y Administración ……..…….. 214
IV.V Sujetos de Intermediación ……. 222
IV.VI Sujetos de Inversión ……. 227
IV.VII Emisoras …… 229

Capítulo V

Gobierno Corporativo

V.I Antecedentes del Gobierno Corporativo …….. 238
V.II Teoría de la Agencia …… 250
V.III Gobierno Corporativo ……. 258
V.IV Sistema Inglés de Gobierno Corporativo ……. 266
V.V Sistema Alemán de Gobierno Corporativo …….. 282
V.VI Sistema Italiano de Gobierno Corporativo …….. 290
V.VII Sistema Francés de Gobierno Corporativo ……. 298
V.VIII Sistema de los Estados Unidos de América de Gobierno Corporativo ……... 307
V.IX Sistema Español de Gobierno Corporativo ……. 336
V.X La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos 341
V.XI Sistema Mexicano de Gobierno Corporativo …….. 354
V.XII Resumen …… 380

Capítulo VI

Financiamiento de la Mediana Empresa en el Mercado de Valores

VI.I. La Mediana Empresa …….. 388
VI.I.I La Mediana Empresa en México ……..... 388
VI.I.II Definición de Mediana Empresa ……. 394
VI.I.III. Criterios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos ……. 400

VI.II.	**La Mediana Empresa y el Financiamiento en el Mercado de Valore ……**		**404**
	VI.II.I	**Los primeros pasos para acercar a la mediana empresa al mercado de valores ……..……**	**404**
	VI.II.II	**¿Cómo empezar? ……**	**408**
VI.III	**Esfuerzos para impulsar el acceso de la Mediana Empresa al Mercado de Valores ……..…**		**419**
	VI.III.I	**Los primeros esfuerzos y su origen..……**	**419**
	VI.III.I.I	**Las sociedades de inversión de capital..……..**	**420**
	VI.III.I.II	**El Mercado Intermedio ……..**	**422**
VI.IV	**Impacto de las Leyes sobre el desarrollo del Mercado de Valores …… ……..……..**		**441**
	VI.IV.I	**La regulación como detonante del Mercado de Valores ……..……...**	**441**
	VI.IV.II	**Justificación del Derecho dentro del Mercado de Valores ……..……..**	**444**
	VI.IV.III	**El problema de la protección de los derechos del inversionista ……..... **	**457**
VI.V	**El financiamiento de la empresa en el Mercado de Valores en México ……..……**		**460**
	VI.V.I	**La decisión de la empresa ……**	**460**
VI.VI	**Los Instrumentos del Mercado de Valores Mexicano para las Empresas Medianas ……..……..**		**467**
	VI.VI.I	**Los Antecedentes ……..……..... **	**467**
	VI.VI.II	**La estructura de los instrumentos del Mercado de Valores ……..……...**	**477**
	VI.VI.III	**Los títulos fiduciarios creados en 2009 …..……..…..**	**483**
	VI.VI.IV	**Fideicomisos de Bienes Raíces (FIBRAS) ……..……**	**499**
VI.VII	**Reflexiones previas para asistir al Mercado de Valores ……...……**		**502**

VI.VII.I Aspectos clave que México debe atender en el corto plazo 502
VI.VII.II El interés de la empresa para financiarse en el Mercado de Valores 505
VI.VII.III Perfil del candidato 505
VI.VII.IV Ventajas y desventajas del financiamiento en el Mercado de Valores 508
VI.VII.IV.I El Financiamiento 508
VI.VII.IV.II Liquidez 509
VI.VII.IV.III Valoración 510
VI.VII.IV.IV Gobierno corporativo 510
VI.VII.IV.V Las reglas de comportamiento no escritas en el Mercado de Valores 511
Conclusiones 513
Bibliografía 541

Glosario de Términos y Abreviaturas

BANXICO	Banco de México
BMV	Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.
CCE	Consejo Coordinador Empresarial
CEO	*Chief Executive Officer*
CFO	*Chief Financial Officer*
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
CONSAR	Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro
DOF	Diario Oficial de la Federación
EUA	Estados Unidos de América
FTSE	*Financial Times Stock Exchange*
GATT	Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio
INEGI	Instituto Nacional de Estadística y Geografía
LMV	Ley del Mercado de Valores
NASD	*National Association of Securities Dealers*
NASDAQ	*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*
NYSE	*New York Stock Exchange*
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
PRONAFIDE	Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo
SAB	Sociedad Anónima Bursátil
SAPIB	Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil
SEC	*Securities and Exchange Commission*
SIEM	Sistema de Información Empresarial Mexicano
SHCP	Secretaría de Hacienda y Crédito Público
TLC	Tratado de Libre Comercio
UDIS	Unidades de Inversión
WASP	*White, Anglo-Saxon and Protestant* (blanco, anglosajón y protestante).

Introducción

El presente trabajo de investigación surge de la necesidad que existe en nuestro país de desarrollar alternativas viables de financiamiento a través de capital o deuda para miles de empresas medianas dentro del mercado de valores que permitan su adecuada operación y desarrollo.

Pese a su importancia, las empresas medianas enfrentan serios obstáculos para tener acceso al financiamiento en el mercado de valores. Las principales barreras de acceso al capital y al crédito son entre otras, regulatorias, de competencia dadas las prácticas oligopólicas que existen en nuestro país, las que derivan de su propia organización (empresas familiares que concentran un importante cúmulo de poder) y forma de operación.

Bajo la perspectiva del Derecho se requiere entonces, definir cuál es el rumbo que deberá tomar la regulación y organización societaria de las medianas empresas como parte de los esfuerzos que deben plantearse en las políticas públicas que den dirección a las acciones, medidas y estrategias encaminadas a su desarrollo.

A más de siete años de que entró en vigor la nueva Ley del Mercado de Valores de 2005, no se han generado los incentivos suficientes para que el capital del mercado de valores llegue a las empresas medianas. Las empresas grandes siguen siendo las principales beneficiarias de las reformas y la percepción de la gente en su mayoría es que el mercado de valores está diseñado sólo para la gran empresa o para empresas multinacionales, lo que se corrobora al ver las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. Es un hecho relevante que observamos y consideramos prudente profundizar en él.

Se aprecia difícil el que, de manera unilateral las propias empresas desde su interior trabajen en su transformación para tener acceso al financiamiento en el mercado de valores y más complejo se ve la incorporación de estándares mínimos de gobierno corporativo, que se vuelven ahora condición precedente para acceder a ese mercado. Por ello la participación de terceros es fundamental, para dar asistencia técnica y tutela, que resulta nodal para incorporar a las empresas al mercado de valores.

Hemos visto que esos trabajos de transformación lo han desarrollado los fondos privados de inversión nacionales, pero más los extranjeros, denominados *private equity funds*, *business angels* y otros que van variando sus modalidades de participación, retorno y salida. Una de las tareas, que realizan estos fondos justo está encaminada a promover en un principio la llamada institucionalización de las empresas.

La justificación fundamental de éste trabajo se basa en la necesidad de desarrollar empresas medianas, que junto con las micro y pequeñas representan a nivel mundial el segmento de la economía que aporta el mayor número de unidades económicas, generan el mayor número de empleos y por supuesto base gravable, que incide de manera fundamental en el comportamiento de las economías, pero sobre todo en el desarrollo de los países.

No ha sido fácil ubicar en un solo concepto a la empresa mediana. La misma autoridad gubernamental y otros entes gubernamentales, generaron diversos criterios y definiciones, que lejos de aclarar quiénes se encuentran en ese estrato, provocaron confusión.

Después de más de veinticinco años se han conciliado los criterios, incluyendo los internacionales, que nos han ayudado a focalizar con mayor precisión a las empresas medianas que consumen nuestro análisis. También pudimos ver que la "mediana empresa", sobre todo hacia estratos inferiores, llega a ser relativo en cuanto a importancia, sobre todo en lo que se refiere a rentabilidad, ya que hay empresas con menor tamaño y rentabilidad extraordinaria que serían candidatas idóneas para financiarse en el mercado de valores, tal es el caso de empresas del sector de la química y biotecnología.

Consideramos que es necesario trabajar en una nueva estructura del mercado de valores y en la articulación que debe haber con los *"dramatis personae"* del sistema financiero en general y los que personifican al sistema financiero de fomento en lo particular, precisamente en la canalización de sus apoyos.

En nuestro país el financiamiento a las corporaciones y su desarrollo enfrentan un problema de fondo que reside en el carácter y naturaleza del modelo económico mexicano que no siempre ha sido consecuente con las demandas de la sociedad, el reconocimiento de su diversidad y la percepción más clara de sus propios desequilibrios, sus propias contradicciones, sus propias asimetrías. De esta suerte, resulta necesario conciliar visiones y posiciones que permitan abrir alternativas de financiamiento a más empresas en un marco de seguridad para todos los actores del mercado de valores.

En la presente investigación hemos recurrido a documentos, elementos e ideas del pasado a efecto de articularlas en una estructura, que de manera congruente con las tendencias actuales apoyen el desarrollo buscado.

Como método de trabajo recurrimos a la investigación documental y la interpretación de textos. Realizamos algunos análisis con un enfoque fundamentalmente jurídico, aun cuando el análisis de manera recurrente fue multidisciplinario, dada la relación del tema con otras ciencias, disciplinas o técnicas como pudieran ser la economía, la filosofía, la política, las finanzas y la contabilidad.

Al indagar en el pasado, en algunos casos se interpretaron hechos o acontecimientos para profundizar en las formas propias de evolución del financiamiento de las corporaciones en el mercado de valores a través del tiempo.

El papel de la historia como ciencia consiste en hacer ver las bases objetivas reales de estas interpretaciones del pasado y las enseñanzas desprendidas de ellas permitiendo su aprovechamiento más conveniente.

Durante un largo período -1930-1988- algunas instituciones de fomento fueron un instrumento eficaz de intervención del Gobierno en la economía y como proveedor de financiamiento tradicional. En esta perspectiva, la sociedad pasó a jugar un papel de agente pasivo, hasta cierto grado indefenso, cuya protección por parte del propio Gobierno se hizo indispensable y hasta ineludible.

Esa circunstancia en otro momento favoreció a otras corporaciones para atender sus necesidades de financiamiento que encontraron en los mercados voluntarios de capital y deuda, satisfacción al apoyo económico requerido, pero siempre asignándose las prioridades por parte del Estado mexicano a sectores en donde se consideraron elementos de valor que no necesariamente estaban en línea con los intereses de la sociedad civil. Estos hechos -intervención del gobierno *vis a vis* su no intervención- así como sus efectos fueron analizados en diferentes momentos históricos.

Durante el último lustro surgieron acontecimientos que han marcado la historia del sistema financiero en el mundo. Se hizo inevitable el encuentro del mercado de valores, el sistema bancario, sus actores, los estratos productivos y el Estado. Algunos de esos acontecimientos son analizados en este esfuerzo, apuntando que es necesario reconocer errores y reiniciar sobre bases más sólidas.

En materia de gobierno corporativo abordamos algunos aspectos del doloroso trance que experimentan las empresas privadas al convertirse en públicas y lo difícil que resulta compartir información, estrategias y decisiones con los dueños del capital, externos y ajenos a las empresas. Resulta claro que las medianas empresas no tendrán acceso al mercado de valores, si no adoptan nuevas estructuras en su interior.

En éste esfuerzo, en el capítulo I se analizan algunos antecedentes históricos del comercio, su evolución y desarrollo, desde la antigüedad, buscando estructurar en el tiempo el surgimiento del mercado de valores, hurgando entre ferias, lonjas, bolsas y las mismas sociedades mercantiles, para encontrar las bases de ese mercado.

En el capítulo II, nos propusimos recordar algunos acontecimientos que dieron paso a la evolución del mercado de valores en México, a partir del siglo XIX, destacando algunos hechos de la segunda y tercera década del siglo XX, momento en que empieza a tomar forma lo que hoy conocemos como sistema financiero mexicano. Así, llegamos a nuestros días con el análisis de la estructura y sujetos del mercado de valores.

Hicimos énfasis en los periodos previo y posterior al movimiento revolucionario en México, que fueron testigos del nacimiento de un sistema financiero formal, debidamente regulado, así como la creación de las instituciones que le dieron sustento.

Fueron abordados temas relacionados con políticas públicas en el sistema financiero en ciertos periodos que han marcado la vida jurídica e institucional del país, sobre todo a finales del siglo XX y principios del XXI.

Habiendo abordado los antecedentes del mercado de valores, en el capítulo III, hicimos un esfuerzo para explicar cómo se formó desde el punto de vista jurídico el Derecho del Mercado de Valores, recurrimos a explicaciones económicas, al análisis de sus fuentes y a la explicación de sus principios.

Sobre la estructura del mercado de valores en el capítulo IV, hicimos énfasis en los sujetos que asisten a ese mercado, destacado de los participantes su principales roles.

Los países que tienen un mercado de valores más desarrollado que el nuestro, apuntaron como uno de los principales inhibidores del desarrollo de las empresas al gobierno de las corporaciones, razón por la cual dedicamos el capítulo V al gobierno corporativo, en donde encontramos hallazgos interesantes al haber considerado disciplinas diferentes al Derecho en nuestro análisis.

En el tema de gobierno corporativo nos percatamos que en la gran mayoría de empresas medianas se reconoce la existencia de concentración de poder en los diferentes grupos que se forman alrededor de una sociedad mercantil de ese estrato. Por eso, consumimos un importante número de horas en indagar las razones de esa concentración de poder en las empresas y los riesgos derivados de los abusos asociados a las corporaciones, la coherencia entre el marco normativo y la realidad de las estructuras de control corporativo, así como la potencial armonización de nuevas prácticas generadas a nivel internacional, siempre respetando los principios básicos de las sociedades mercantiles.

Existe una opinión generalizada de los estudiosos del tema que señalan la existencia de ciertas asimetrías respecto de la protección a intereses de aquellos inversionistas-accionistas que se encuentran mejor garantizados en los países del *common law, versus* los países de ley y tradición codificadora, lo cual consideramos un mito ya que no existe evidencia empírica suficiente que sostenga esa afirmación. Para confirmar lo anterior, basta advertir, que en los Estados Unidos de América la denominada Ley Sarbanes-Oxley, ha sido objeto de duras críticas a pocos años de su promulgación, ya que no ha alcanzado el nivel de protección legal deseada, ni la cobertura de información al inversor y por otra parte ha generado impactos económicos negativos a inversionistas y a empresas. Es hora de tomar lo bueno de las experiencias internacionales y adaptar lo que nuestras estructuras demandan.

Bajo esas bases, estudiamos algunas especificidades de la mediana empresa de nuestro país, buscando acercarlas al mercado de valores, teniendo en cuenta precedentes que han tenido éxito en otros países y buscando las razones del fracaso en el nuestro, tratando además de identificar aquello que lo provocó, buscando datos, ideas y argumentos que quedaron plasmados en el capítulo VI.

En nuestro análisis del entorno nos percatamos que los cambios legislativos por sí mismos, no son detonadores para incentivar el acceso al mercado de valores de las empresas medianas y por supuesto tampoco del crecimiento, la creación de empleos, ni el desarrollo que siempre son requeridos.

Referimos en este ejercicio aspectos positivos y negativos de la mediana empresa y apuntamos las oportunidades empresariales que se encuentran a nuestro alcance, los efectos que tienen sobre la distribución de la riqueza, fortalecimiento de la competencia, de las exportaciones, base gravable, para arribar a nuestras conclusiones, al final de éste trabajo.

Destacamos que el aparato crítico se concentra en los capítulos V y VI, en virtud de que la parte histórica y otros temas complementarios coadyuvan a generar las bases de nuestros comentarios y articular ideas.

Pretendemos siempre un enfoque constructivo, para un nuevo mercado de valores mexicano incluyente de las estructuras de negocio existentes en nuestro país que complemente al actual, considerando las experiencias, fundamentalmente en el continente europeo y americano que den respuesta a las necesidades del país en los diversos sectores de apoyo, con el uso permanente de las principales herramientas que otorga el Derecho, la política y la economía, siempre dirigidas al fortalecimiento de los diversos sectores de la población en el país, que demandan empleo y una planta productiva creciente y sólida.

Capítulo I

Antecedentes Históricos

I.I El Comercio y su evolución

I.I.I Primeras actividades comerciales

I.II Desarrollo del Comercio en la Edad Media

I.II.I Las Ferias

I.II.II Las Lonjas

I.II.III Las Bolsas

I.II.IV Las Sociedades Mercantiles

I.II.V Desarrollo Bursátil en los Estados Unidos de América

I.I El Comercio y su evolución

I.I.I Primeras actividades comerciales

La preocupación por saber, conocer, hurgar, remite necesariamente al conocimiento histórico, narración y exposición de los acontecimientos pasados que destacan por el interés que generan y nos invita a indagar e interrogar para conocernos mejor y conocer a los que nos precedieron.

La historia nos ayuda a entrar al génesis, desarrollo y evolución de las sociedades y culturas humanas. El enfoque histórico de las cosas de un primer análisis va dando cauce a lo heterogéneo y amorfo para dirigirlo a lo homogéneo y organizado. Este es el enfoque evolucionista de la historia.

El comercio y los mercados que son el objeto de éste capítulo, se consideran como la actividad socioeconómica consistente en el intercambio de ciertos bienes o cosas en su concepción más amplia y en su forma más simple.

En el tiempo el comercio se ha modificado de manera progresiva y constante. Es decir ha evolucionado.

Herbert Spencer, defensor del evolucionismo, señala que todo evoluciona de formas inferiores a formas superiores en virtud de fuerzas o capacidades

inherentes a la materia. El comercio como actividad humana y forma de vida social no es la excepción.

Empezaré por señalar que la vida material es lo que la humanidad ha incorporado a su propia vida como si formara parte natural de la humanidad, que al final del día se han convertido en necesidades cotidianas y banalidades. No deseo matizar la expresión con ideología alguna. Nos queda claro que no es lo mismo este concepto para un tomista, que lo que puede significar para un marxista a la luz del materialismo histórico o bien bajo la visión de otra ideología. La pretensión es solo contextualizar.

A esto hay que agregar un tema demográfico que apunta muy bien Fernand Braudel,[1] al señalar que el juego demográfico tiende al equilibrio, pero éste se alcanza en contadas ocasiones. Sigue mencionando el autor que desde el siglo XVIII, el incremento demográfico no ha parado. Esos equilibrios provocados por pestes, epidemias, guerras, no han sido suficientes, para controlar esos movimientos que provocan demanda de todo.

Dice Braudel que ya entrado el siglo XIX, aún existen muchas imperfecciones de la economía, que no logra asociar toda la producción a todo el consumo ya que una inmensa parte de la producción se pierde en el autoconsumo

[1] Braudel, Fernand, *La Dinámica del Capitalismo,* Fondo de Cultura Económica, Serie Breviarios, no. 427, 5ª. reimpr., trad. Rafael Tusón Calatayud, México, 2012 pp. 15-20.
El autor refiere, reflexionando sobre la vida material lo siguiente: *"En cualquier caso, hasta el siglo XVIII, el sistema de vida se encuentra encerrado dentro de un círculo casi intangible. En cuanto se alcanza la circunferencia se produce casi inmediatamente una retroacción, un retroceso. No faltan las razones para restablecer el equilibrio (demográfico): penurias, escaseces, carestías, duras condiciones de la vida diaria, guerras y, finalmente, una larga sucesión de enfermedades. Actualmente aún están presentes; ayer eran auténticas plagas apocalípticas…"* Sigue mencionando que no podemos relegar al terreno de lo anecdótico ¿Qué es lo que comen? ¿Qué beben? ¿cómo visten? ¿dónde se alojan?…
"*El trigo, que devora a la tierra, que exige que ésta descanse regularmente implica y posibilita la ganadería: ¿podríamos imaginarnos acaso la historia de Europa sin sus animales domésticos, sus arados, sus yuntas, sus distintos tipos de acarreo?"*
Comenta el autor lo que ha significado la técnica en la humanidad señalando *"Todo es técnica desde siempre: tanto el esfuerzo violento como el esfuerzo paciente y monótono de los hombres modelando una piedra, un trozo de madera o de hierro modelando para formar una herramienta o un arma. Las Grandes concentraciones económicas, traen consigo la concentración de medios técnicos y desarrollo de una tecnología: así ocurre con el arsenal de Venecia en el siglo XV, con la Holanda del siglo XVII y con la Inglaterra del XVIII."* En adición y estando en total acuerdo con Braudel, solo apuntar lo que hizo la rueda con la economía Sumeria 3,500 años a. de C., que dio paso al esplendor de Babilonia.

y no entra al circuito del mercado. Enfatiza *"…la economía de mercado constituye el nexo de unión, el motor, la zona estrecha pero viva en la que surgen las incitaciones, las fuerzas vivas, las novedades, las iniciativas, las múltiples tomas de conciencia, los desarrollos e incluso el progreso…"* [2]

Éstos -los mercados elementales- marcan una frontera, un límite inferior de la economía.

> *"Todo lo que queda fuera del mercado, no tiene sino un valor de uso, mientras todo lo que traspasa su estrecha puerta, adquiere un valor de intercambio. Según se encuentre a uno o a otro lado del mercado elemental, el individuo, el agente, se encuentra o no incluido dentro del intercambio, de lo que he llamado la vida económica, para contraponerla a la vida material y para distinguirlo también del capitalismo."* [3]

Vemos entonces que la humanidad con sus necesidades casi desde sus orígenes comercia; en ocasiones lo elemental y en otras no, con sus formas evolucionadas en ocasiones y en otras no. Pero siempre, el comercio se va adaptando a todo y quien lo ajusta o lo adapta es la propia humanidad.

El origen del comercio se remonta a los albores de la historia, fundamentalmente al de bienes físicos que se materializaba por el intercambio de productos en la búsqueda de los principales satisfactores en los orígenes de la humanidad.

El comercio como intercambio de productos destinados al consumo, es tan antiguo como la agrupación humana misma. Tan pronto como el hombre se asentó y dejó la vida errante de la caza o de la agricultura ocasional, necesitó adquirir bienes que requería, cambiándolos por los que cultivaba. A pesar de ello, los actos y los contratos relativos, primero a través de la permuta y después de la

[2] *Ibidem.,* p.24.
[3] *Idem.*

compraventa, no se regularon en una rama autónoma del Derecho, sino que formaron parte del derecho civil en Roma.

El trueque es el origen de las primeras formas de hacer comercio que aparecen en inscripciones rupestres, con claros registros de transacciones o tablas que permiten inferir la existencia de equivalencias entre productos.

Jorge Barrera Graf señala *"Varias son las razones que se aducen para explicar ésta situación –que la regulación del comercio estuviera regulada por el Derecho Civil–; la primera, el escaso desarrollo del comercio y de la industria hasta bien entrada la Edad Media, siglos IX y X; segunda, la actividad del Pretor romano que a través de criterios de equidad y de justicia aplicaba la ley y la hacía menos rígida, más flexible; tercera, cierto desdén del ciudadano y la autoridades de Roma hacia los comerciantes."* [4] Solo recordar que en Roma los comerciantes se encontraban en la base de la pirámide social.

Con relación al "mercado", los autores en su mayoría coinciden en que el mercado surge cuando se deja la economía natural, aquella en la que el hombre produce lo que necesita y después inicia el trueque, esto es, cuando el hombre cambia por otros satisfactores los excedentes de su producción. Es entonces cuando el comercio inicia su desarrollo de la mano con el mercado, en el momento en que aparece aquel individuo que trueca no para satisfacer sus necesidades, sino para realizar otro trueque que le deje un beneficio esperado, esto es el cambio por el cambio.

Surge también la necesidad de un lugar neutral, un espacio que elimine el riesgo de exponerse al ataque de terceros ajenos a la actividad comercial, en el que se pudieran intercambiar bienes entre grupos o comunidades, y es así que nace el mercado como un espacio físico, y uno de los primeros y más antiguos frutos de la creatividad humana.

Ralph Linton, señala que *"…un caso típico, ya en tiempos históricos es mencionado por Herodoto de Halicarnaso (484-425 a C), como práctica de los Cartagineses (establecidos al norte de África en lo que hoy es Túnez) para*

[4] Barrera Graf, Jorge, *Temas de Derecho Mercantil,* Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1983, p.16.

comerciar con pueblos africanos de lenguas desconocidas y carentes de moneda que consistía en colocar una hilera de productos y esperar a que los lugareños se acercaran y pusieran enfrente de cada uno lo que juzgaban equitativo. La operación se repetía, en silencio, hasta que los primeros consideraban satisfecha la contraoferta. Los obsequios recíprocos constituyen una forma de intercambio, costumbre observada en pueblos primitivos y vigentes en la actualidad en comunidades rurales. Entre los antiguos griegos, estos regalos cumplían una función económica asociada al prestigio social como se advierte en la Odisea de Homero." [5] Otros autores comentan que en Grecia al ser una actividad consagrada a sacerdotes, las clases sociales más altas, buscaban en esos obsequios favores divinos, que presumían se encontraban al alcance de esos sacerdotes.

Es en la antigüedad 3,500 años a. de C., cuando comienzan a producirse transacciones entre los hombres y entre los grupos en donde el trueque constituye el primer peldaño de la actividad comercial, permutando bienes de acuerdo con una razón de intercambio o equivalencia, susceptible de ser tabulada.

Se señala, por parte de los historiadores, que el comercio se remonta hacia 3,500 años a. de C., básicamente integrado por trigo, cebada, centeno, sal, madera y pieles.

Marcelo Camerini, refiriendo a los orígenes del comercio comenta que:

> *"…a medida que las tribus salvajes y semisalvajes fueron elevándose desde los tiempos prehistóricos a una etapa cultural más avanzada, y a medida que su actividad económica se hizo más diversa a causa de la división del trabajo fue adquiriendo mayor amplitud el comercio de intercambio y aplicándose a un mayor número creciente de productos mercantiles".* [6]

Finalizada la etapa en donde el trueque representa una actividad importante del intercambio, comienzan a utilizarse "mercaderías patrón", que se utilizan como

[5] Linton, Ralph, *Estudio del Hombre*, Fondo de Cultura Económica, México, 1985, p.150.
[6] Camerini, Marcelo, *Mercado de Valores*, Ad-Hoc, S.R.L., Buenos Aires, Argentina, 2002, p. 89.

medida de comparación para que su relación de valor sea aceptada de manera regular entre los miembros de ese mercado en particular. Así comienzan a circular animales, cereales, y los metales como mercadería patrón o de comparación, siendo el oro y la plata los más utilizados de ese tiempo inmemorial, habiéndose certificado su presencia en el comercio en el siglo VI a. de C., que pusieran en circulación los reyes de Libia a orillas del Mar Egeo (parte del Mar Mediterráneo comprendido entre Grecia y Turquía), recurso de intercambio adoptado por los navegantes del Mediterráneo y las caravanas del oriente medio; en Asía, Europa y el norte de África.[7]

El referente babilónico es imprescindible, pero más aún su hegemonía por el grado de civilización alcanzado.

Desde el punto de vista geográfico el pueblo babilónico se ubicó donde hoy se encuentra Irak, al noreste del Continente Africano arriba de Egipto, en la parte ribereña del Mar Mediterráneo y el Mar Negro, la llamada Mesopotamia.

La geografía de la Mesopotamia fue determinante para que se produjera el alumbramiento de las primeras culturas en esta zona. Los ríos Tigris y Éufrates, que rodeaban este territorio, ofrecieron condiciones óptimas para un desarrollo capaz de cambiar el curso de la historia, básicamente con el desarrollo alcanzado en la agricultura.

Desde hace unos 3,500 años a. C., comenzaron a dejar sus rastros en Mesopotamia los Sumerios, Acadios, Asirios y en general los habitantes del imperio Babilónico.

La región se dividió en tres: i) al norte la región Asiria, ii) al centro la región Caldea, y iii) al sur Sumeria o Baja Caldea.

La ubicación geográfica explica de manera lógica su orientación bélica, por ejemplo; los Asirios se ubicaron en la región montañosa en lo que hoy son los Montes Armenios, pertenecientes a la cadena montañosa del Cáucaso. En cambio la región Caldea, tenía como medio de vida la agricultura, gracias a la topografía de la región habitada que era más plana, por lo tanto eran pacíficos y hacia el sur, estaba la región Sumeria que también eran agricultores y pescadores, por la

[7] Krebs, Ricardo, *Historia Universal*, Zig Zag, Santiago de Chile, 1963, p. 61.

ubicación de los asentamientos humanos en la desembocadura de los dos ríos en el Golfo Pérsico.

Los Sumerios considerados como la primera civilización de esa región, gente culta, dedicada a la agricultura y al comercio se ubicaron en la ciudad de Uruk, que después se extenderían hacia el sur. En esta ciudad aparece la rueda alrededor del año 3,500 a. de C., que revolucionó la forma de hacer las cosas y aparece también la escritura en torno al año 3,300 a. de C. Estos dos acontecimientos marcan la transición entre la Prehistoria y la Historia.

En la región Caldea alrededor de 1000 años a. de C., se establecieron los Acadios quienes ya empezaban a organizarse políticamente alrededor de un líder religioso o militar. Agricultores por convicción y por posición geográfica, como mencionamos y relativamente pacíficos. El Imperio Acadio se fortalece gracias a las conquistas de Sargón de Acad el Grande, que fue el primer monarca capaz de unificar los pueblos de la antigua Mesopotamia.

Los Asirios dominaron las tierras del norte de la Mesopotamia, de orientación bélica desarrollaron armamento importante para su ejército, teniendo como base la infantería pesada, que les colocó en buena posición de dominio y conquista a su alrededor. Su capital fue Nínive, conocida como una de las ciudades mejor protegidas y fortificadas del mundo antiguo. La cultura Asiria se desarrolló entre el 1,800 y 600 a. de C., su gran capacidad guerrera y su crueldad con el enemigo derrotado, son las características de los Asirios.[8]

En ese momento histórico se generan acontecimientos que marcan el rumbo de las civilizaciones, tales como el calendario con doce meses, semanas de siete días, división del circulo en 360 grados, todo lo relacionado al cultivo, para mejorar la agricultura, facilitar la siembra, hacer obras de irrigación.

Aparece la escritura –cuneiforme– que luego se transforma en fonética, en nuestra opinión es la más grande de las aportaciones de los Sumerios, que más tarde sería aprovechada por los demás. Dice Juan Brom:

[8] López Reyes, Amalia y Lozano Fuentes, José Manuel, *Historia Universal,* Compañía Editorial Continental, S.A., México, 1972, pp. 77-88.

"…se sabe que al principio se dibujaban las cosas, pero paso a paso se fueron simplificando las representaciones, hasta quedar puros simbolismos. Se escribía en tablitas de barro húmedo, que se cocían después. Esta forma de escribir, daba una impresión de cuñas, de donde deriva el nombre –cuneiforme– de la escritura…" [9]

Antes del Código de Hammurabi, existieron otros documentos que regularon relaciones entre particulares y algunos aspecto relacionados con la propiedad privada como el de Uruk-Agina de Lagash, Dungi ed Ur, y el de Sumulailú de Babilonia.

Los pueblos de la región de Mesopotamia, fueron los más influyentes de la cultura occidental en materia de comercio. Ellos son el origen de nuestra forma de pensar entender y vivir esa actividad tan importante.

Según Ricardo Krebs, en Babilonia y Egipto junto con la organización del poder central se encomendó la función de banca y acuñación de moneda a las personas que desarrollaban su actividad religiosa en los grandes centros de culto los cuales además de recaudar impuestos eran reguladores de las finanzas públicas.[10]

Babilonia, empezó a tomar fuerza hacia el siglo XVIII a. de C., y ganó independencia después de que dominó básicamente toda la región de Mesopotamia, convirtiéndose en el principal centro político, religioso, cultural y económico de la región.

Los primeros banqueros surgen precisamente en Babilonia, fueron básicamente los sacerdotes, en ellos recaía cierta confianza y seguridad. Fue en el año 1958 a. de C., cuando se inició la actividad de banca recibiendo fondos en dinero, específicamente depósitos pagando un interés, guardando mercancías y objetos de valor, cobrando derechos de custodia, realizando pagos por cuenta de sus clientes así como garantizando compras realizadas por ellos.

[9] Brom, Juan, *Esbozo de Historia Universal,* Grijalbo, S.A., México, 1973, p. 43.
[10] Krebs, Ricardo, *op. cit.,* p. 61.

La actividad bancaria hacia el 1702 - 1750 a. de C., se encontraba en proceso de secularización lo cual se refleja en el Código de Hammurabi que como se señaló regula el préstamo con interés con la formalidad requerida (*si ha prestado con interés, sin testigo, ni contrato, perderá cuanto presto*). La usura estaba castigada con la pérdida íntegra del principal prestado y el depósito también fue regulado. Asimismo, se reguló la comisión mercantil y el depósito que también se formalizaba con inscripción en tablillas de barro en el que se representaba el pacto o contrato ante testigos.

Los fenicios, se destacaron por su gran habilidad y conocimiento de la navegación en la antigüedad, comerciaron en el Mediterráneo y hay hallazgos de su presencia comercial en Nueva Guinea cerca de Australia y hasta el Mar Báltico.

Desarrollaron rutas marítimas que no permitían que las conociera nadie, no conocieron la brújula ni el timón, por lo que se presume que siempre navegaban cerca de las costas.

El comercio fue la base su economía y manejaron toda clase de mercaderías del mundo antiguo. Fueron grandes comerciantes de productos agrícolas, vid y olivo. Los cedros los traían de Líbano y los utilizaban para construir sus embarcaciones.

Utilizaron como base del intercambio comercial piedras, plumas de ave, ámbar y perfumes.[11]

Sin duda los fenicios aportaron mucho al comercio y la economía, grandes importadores y exportadores de mercancías, pero también de ideas, hasta que la hegemonía griega se impuso y tomaron el papel de comerciantes del Mediterráneo y el Adriático.

Otra gran aportación de los fenicios es el alfabeto representado por signos, ya no usan la escritura cuneiforme para expresar ideas. El abecedario de Ugarit

[11] López Reyes, Amalia y Lozano Fuentes, José Manuel, *op. cit.,* pp. 92-95.
Los autores, son prolijos en el detalle de cómo protegían en sus trayectos sus embarcaciones y mercancías, su estructura tributaria, su estructura de Estado y hasta sus esquemas de control interno de su poder marítimo. A través de fábulas del mar que tenían como fin inhibir a los griegos como potenciales competidores, protegían todo lo que en materia de transporte marítimo habían desarrollado. Refieren los historiadores los avances en el desarrollo en el teñido de telas, y la importación de estaño que aleado con el cobre generaban un metal broncíneo, útil para la fabricación de armas. De los egipcios aprendieron a producir vidrio logrando su transparencia y color, que también fue un gran aporte de los fenicios.

(ciudad fenicia en el que se encontraron las tablillas), eran treinta signos, letras que expresaban sonidos escritos. De ahí surgió el alfabeto fenicio con veintidós letras, que sin duda abonó en la comunicación ya que lo propagaron por los sitios que visitaban para facilitar la comunicación en su actividad comercial.

En Grecia con la influencia del modelo babilónico surgen los primeros banqueros que eran también productores y navegantes, en general comerciantes que dado su éxito, empezaron a generar poder económico que en algunas ocasiones y por esa razón mejoraban su posición social y algunos de ellos, de ser esclavos, dado su poder económico, adquirieron poder político.

Los estudiosos de la historia del comercio, coinciden que fue en Asia Menor (lo que hoy conforman básicamente los países del medio oriente), hacia el año 687 a. de C, donde se inventó la moneda para sustituir los lingotes de plata de forma y peso variable por unas piezas denominadas *"electros"* (pepitas), que contenían una amalgama de oro y plata a las que se impuso un sello oficial que denotaba su valor, posteriormente, hacia el 560 a. de C., se acuñaron las *"stateras",* monedas de oro puro que tenían impreso en relieve una cabeza de león y otro de un toro, que eran los símbolos del poder real y más tarde llegaron los "*dracmas"* que utilizaron los atenienses, diseñadas en piezas redondas y troqueladas que se extendió con rapidez además de Grecia en las Islas del Mediterráneo y en una gran cantidad de colonias a las orillas del Mar Negro, en las costas de Asia Menor, África del norte, Sicilia, el sur de Italia, sur de Francia y hasta en España, llegando a convertirse en la moneda internacional del mediterráneo.

En Grecia los sacerdotes realizaban préstamos a particulares sin intereses con dinero ajeno. También aparecieron los *trapezitas* hacia finales del siglo V a. de C., trabajaban con dinero propio y con aquel que le entregaba su clientela que recibían en depósito y luego lo colocaban entre comerciantes.

Los *trapezitas* realizaban préstamos con interés, operaban fianzas, ventas en subasta, inversiones, guarda de objetos (depósito) y practicaron el préstamo a la gruesa.

Los *trapezitas* deben su nombre a la voz "*trapeza"* o mesa en la que en un principio se instalaban para operar cambistas de dinero llamados "*colubistas*", quienes también realizaban una actividad consistente en asegurar la autenticidad de la moneda.

El maestro Humberto Ruiz, señala que hacia el año 687 antes de nuestra era se acuñó la "*statera*" como una de las primeras monedas que se extendió con rapidez en el mundo griego y a final del siglo V surgieron los "*colubistas*" que eran cambistas y aseguraban la autenticidad y valor de la moneda.[12]

La tarea de los *colubistas* adquirió relevancia en Grecia y se fue perfeccionando de todos sus rudimentos hasta nuestros días. La historia de los bancos en Grecia desde las épocas más remotas permitió acumular fortunas y tesoros importantes, en algunos casos formados por medio de la superstición y la tiranía. Sin duda, esta actividad permitió el desarrollo de la civilización actual que no llegó a más por la falta del conocimiento exacto de la idea del crédito, estrechez en la producción y el consumo, basados fundamentalmente en la agricultura y la ganadería, imperfección de su moneda y de los documentos que la sustituyen.

Carlos Juan Zavala Rodríguez, refiere que en la Edad Antigua en Roma se conoció el comercio, pero no el derecho comercial.

Comenta Zavala que existen dos clases de economía: a) la economía de consumo, que es la de quien produce para sus propias necesidades, pero no para vender, entregar o hacer circular productos; y b) la economía de producción o economía de mercado, que se realiza por el trabajo para producir, recoger y cosechar, con el fin de satisfacer necesidades propias, y entregar el exceso a los demás, mediante la venta, la circulación y la distribución de esas riquezas.

[12] Ruiz Torres, Humberto Enrique, *Derecho Bancario*, Oxford University Press, México, 2003, p. 5. El autor refiere otras monedas como los *"dracmas"*, el *"óbolo"*, que fueron surgiendo en forma posterior y también cita la figura del *"trapezita"* que eran personas dedicadas al préstamo de dinero iniciándose así de manera importante el desarrollo de la moneda.

Esto último es el “comercio” –que conocieron y practicaron los pueblos antiguos–, pero no es derecho comercial. Los romanos no conocieron el derecho comercial.[13]

La razón de que no hubiera un Derecho Mercantil o Comercial es simple. El Derecho Romano no era un conjunto de leyes, sino de doctrinas que son expresión de la ciencia del Derecho por parte de los conocedores y especializados, que se apoya en declaraciones de autoridad considerados precedentes y no se trata de imperativos de los gobernantes. Por eso a pesar de los cambios y circunstancias en el tiempo, después de muchos años sigue siendo vigente y fundamental en la estructura del orden jurídico de muchos países.

Los griegos que eran muy superiores en diversas ciencias y artes a los romanos que siempre han sido muy pragmáticos, nunca tuvieron una ciencia del Derecho como la romana.

Los historiadores han dividido en el tiempo la historia de Roma como sigue:

- Del siglo VIII al siglo VI a. de C., corresponde a la Monarquía.
- Del siglo VI al siglo I a. de C., corresponde a la República.
- Del siglo I a. de C., al siglo V d. de C., corresponde al Imperio.

En el año 395 d. de C., Teodosio el Grande, dividió el Imperio Romano entre sus dos hijos, Arcadio que recibió el Imperio Romano de Oriente y Honorio quien recibió el Imperio Romano de Occidente y su destino fue bien distinto. Mientras el Imperio de Occidente desapareció en el siglo V d. de C., por haber sido conquistado por los germanos, el Imperio Romano de Oriente se extendió hasta el siglo XV d. de C., cuando los turcos tomaron Constantinopla. Se precisa que la caída del Imperio Romano de Occidente en el siglo V d. de C., marca el inicio de la Edad Media.

[13] Zavala Rodríguez, Carlos Juan, *Derecho de la Empresa,* Depalma, Buenos Aires, Argentina, 1971, pp. 2-3.

Hasta aquí hemos repasado de manera rápida lo que sucedió en la antigüedad con el comercio y los primeros emprendimientos, donde destaco que siempre fue una actividad que surge de la iniciativa de los particulares.

El financiamiento de la actividad comercial siempre ha existido, siempre ha buscado esquemas, estructuras, estrategias encaminadas a proveer de recursos de diversas formas a esta actividad.

Como elemento común, encontramos que la proveeduría de recursos en esta parte de la historia, primero se encuentra en manos de sacerdotes, después en manos de particulares, cuando entra en un periodo de secularización, después cuando surge la moneda y ésta se orienta como un acto de poder, es éste quien en su carácter de soberano empieza tomar interés sobre la importancia del financiamiento de las actividades productivas, esto sucede ya al inicio de nuestra era.

Si se aprecia que el Derecho Mercantil en el periodo antiguo no trasciende como tal. La actividad de los romanos no fue la de crear nuevas instituciones, sino la de perfeccionar algunas actividades por medio de su regulación a través de la creación de normas jurídicas aplicables a esa actividad.

Tulio Ascarelli, cuando se refiere a los orígenes del Derecho Mercantil, señala que el Derecho Romano no había conocido un sistema de Derecho Mercantil, ello obedecía a la elasticidad del Derecho Pretorio (valoraciones y principios, invocados primeramente *supplendi vel corrigendi gratia* del Derecho tradicional y después en forma siempre más amplia. Los Pretores, ampliaban, suplían, corregían, aunque en estricto sentido no era una facultad de ellos legislar) y la elaboración de las denominadas *juris gentium* a través de las que se satisfacían las exigencias internacionales a las que, como veremos respondió en sus orígenes el Derecho Mercantil.[14]

Continúa Ascarelli apuntando que el Derecho Mercantil empieza a afirmarse en la civilización comunal en contraposición con la civilización feudal, pero en

[14] Ascarelli, Tulio, *Iniciación al Derecho Mercantil,* Publicaciones Real Colegio de España en Bolonia, Bosch Casa Editorial, Barcelona, España, 1964, p. 31.

forma diversa del Derecho Romano común, que casi simultáneamente se constituye e impone.

En cuanto a su origen, señala Ascarelli:

> *"El Derecho Mercantil se nos aparece por ello como un fenómeno histórico, cuyo origen está en la consolidación de una civilización burguesa y ciudadana, en la que se desarrolla un nuevo espíritu de empresa y una nueva organización de los negocios, como la de nuestros municipios."*[15]

La economía de producción permaneció y estuvo vigente por muchos años, pero las invasiones y las guerras la hicieron languidecer y luego desapareció, buscando cobijo en el feudalismo.

En ese periodo también apreciamos que la ubicación geográfica de forma natural coadyuva al desarrollo del comercio y los mercados. La región de Mesopotamia era paso obligado entre oriente y occidente por mar o tierra y vieron en el comercio, sobre todo el marítimo, una oportunidad que coadyuvó en el arraigo de las personas, su desarrollo y su creciente fortaleza económica.

La historia siempre deja aprendizaje. Se puede apreciar que en un periodo de 3,500 años surgió el comercio, los mercados, nacieron los primeros cuerpos regulatorios para su ordenamiento y se empezó a dar participación a las autoridades, con un fin muy particular; propiciar y procurar condiciones de equidad en las relaciones comerciales entre particulares.

En conclusión en Roma no hubo un Derecho Comercial, ni un conjunto de normas con una función exclusiva para regular la actividad comercial, debido a dos razones fundamentales: a) el hecho de que la economía romana descansó en la actividad agrícola, además de que los comerciantes pertenecían a una clase social baja, sin ninguna relevancia política y social, y b) el hecho de que el Derecho Romano fue adecuado y suficiente para su época, sobre todo flexible para regular relaciones personales y patrimoniales en la sociedad romana.

---

[15] *Idem*.

Los documentos históricos encuentran lugares comunes y coinciden en los mismos hechos, ya que había poco interés en narrar lo que acontecía en ese estrato social –el de los comerciantes– que estaba por debajo de militares y artesanos, entre otros, como ha quedado narrado.

En esta primera parte y en general éste capítulo, de manera rápida hemos señalado lo sucedido en el Medio Oriente y alrededor del Mediterráneo, con el comercio, solo para resaltar la influencia de las corrientes del pensamiento de Europa Occidental sobre México en la construcción de nuestro sistema jurídico, las que históricamente han delineado las estructuras del Derecho Mercantil mexicano, sin subestimar ni un ápice los aportes tan importantes de las culturas orientales a la actividad comercial y a los mercados.

I.II Desarrollo del Comercio en la Edad Media

I.II.I Las Ferias

En la Edad Media, que transcurre entre los siglos V y XV de nuestra era, se caracteriza por el auge que tomó la Iglesia Católica en la actividad comercial dado su poderío económico que fue aprovechado por el Imperio Romano de Occidente a su caída precisamente en el siglo V.

La Edad Media se ha dividido en la Alta Edad Media que va del siglo V al siglo X, y la Baja Edad Media que va del siglo XI al siglo XV, periodo en el que alcanza su plenitud el desarrollo económico y como consecuencia el comercio también logra avances importantes.

Dados los abusos de la Iglesia Católica que tenía una presencia importante en la actividad de ahorro y préstamo, se prohibió el préstamo con interés. Ese acontecimiento hizo que se gestara y desarrollara un mercado que aprovecharon los judíos, quienes haciendo caso omiso de la prohibición de la Iglesia Católica, realizaron la actividad con especial éxito, por ello se convirtieron en los comerciantes del dinero por excelencia en el Medio Oriente y en Europa Occidental.

En la Edad Media, tras la crisis de poder que se generó por la caída del Imperio Romano de Occidente, aparece una nueva burguesía, que como en todas

las crisis que abarcan aspectos económicos, algunos empobrecen y otros enriquecen, hubo algunos que aprovecharon la coyuntura para tomar ventaja de esa crisis.

El intenso tráfico de mercaderías que se realizó en los puertos y burgos o nuevas ciudades (palabra de origen francés describía originalmente a los habitantes de la urbe principalmente mercaderes o artesanos en la Alta Edad Media), en donde convergían mercaderes de diferentes países y en especial con motivo de las fiestas religiosas, acontecimientos que congregaban a compradores de regiones aledañas, surgieron las "ferias". Las más notables del mundo antiguo fueron las de Constantinopla y Tesalónica en Grecia, donde coexistían todas las formas de negociación posibles en ese tiempo, desde el trueque entre agricultores o artesanos, el menudeo con monedas de cobre, el mayoreo de monedas, el crédito, el cambio de moneda, las transacciones con barras de oro y plata; hasta operaciones a futuro sobre cosechas, embarques y órdenes de producción.

Corresponde a la Edad Media arraigar las enseñanzas de Bizancio, la cultura musulmana y árabe en general, inmersa en un contexto político, religioso y cultural muy particular.

En la Europa del siglo VII, funcionaban regularmente las ferias situadas en el cruce de importantes caminos y las más concurridas se celebraban en Flandes (ubicada en la región de lo que es hoy Bélgica), famosa por sus variados productos agrícolas y artesanales. Avanzada la Edad Media cobró mayor auge la circulación de mercancías y capitales a raíz de las expectativas abiertas por las Cruzadas. [16]

Las ferias medievales se instalaron básicamente en las ciudades más importantes de Italia, España, Alemania, Francia e Inglaterra, a las que asistían los comerciantes con sus mesas, cajas de seguridad y libros de contabilidad.

Es indudable que las ferias surgen por la necesidad de centralizar la oferta y la demanda de productos proporcionando seguridad a los comerciantes ya que la propia burguesía con el apoyo del Rey las organizaban y ponían sus fuerzas al

[16] Riveroll González, Ernesto, *Cien Años de la Bolsa de Valores en México, 1984-1994*, *Notas y Testimonios*, coord. Bolsa Mexicana de Valores, S.A., México, 1994, p. 20.

servicio de los concurrentes, existía control en el peso de las mercancías y una inspección general a aquellas actividades que lo requirieran.

De la misma forma, las ferias facilitaban las operaciones de cambio, creando así un sistema de pagos, cambio de moneda, órdenes de pago, crédito y giros de feria en feria que es el origen de lo que hoy conocemos como letra de cambio.

Inicia en Italia un movimiento internacional de comercio y cambios que movilizan al continente europeo, son los países bajos principalmente los que aprovechan la influencia de toda esta forma de hacer negocios que se ve reflejada en un período largo de progreso. Las vías de comunicación aumentan gradualmente de importancia y las ferias se multiplican y reorganizan. Es en verdad legítimo buscar en estos momentos posteriores a las últimas Cruzadas los orígenes de la contemporánea organización capitalista.[17]

Un claro ejemplo de éste movimiento de comercio internacional se encuentra aún vivo es la Plaza de San Marcos en Venecia, Italia, lugar que fue testigo del movimiento de mercaderías de Oriente y Medio Oriente a Europa Occidental. Lugar que hizo del comercio marítimo su principal actividad el cual encontró un nivel de desarrollo único, donde tuvieron origen instituciones del Derecho que a la fecha son vigentes en gran parte del planeta, incluyendo nuestro país

Hacia el año 1119, surgen los Caballeros Templarios que era una orden de carácter religioso militar que tenían como actividad principal proteger a los peregrinos que iban a la Tierra Santa, quienes a su vez y gracias a las ferias se convirtieron en el medio para transferir recursos a efecto de proveer dinero en las Cruzadas, pagar los rescates de prisioneros y terminaron financiando las Cruzadas convirtiéndose en los grandes banqueros de la época.

En el siglo XIII, ya muy desarrolladas las ferias, gozaban de ciertas prebendas del poder público del lugar donde se establecían, se crearon funcionarios especiales, guardias de ferias, control de operaciones con una

[17] Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *La Bolsa de Comercio de Buenos Aires en su Centenario*, Buenos Aires, Argentina, 1954, p.15.

orientación semipública, actividades éstas confiadas a burgueses, cercanos al poder público.

Refiere Jacques Le Goff que en el siglo XIV, la decadencia de las ferias que se halla unida a una transformación profunda de las estructuras comerciales, da lugar a la aparición de un nuevo tipo de comerciante; el mercader sedentario en lugar del mercader errante. Este último era un "tragaleguas" siempre en camino; desde entonces, y gracias a técnicas cada vez más evolucionadas y a una organización cada vez más compleja el mercader sedentario dirige, desde la sede central de sus negocios, toda una red de asociados o de empleados que hacen ya innecesarios sus viajes.

Es cierto que la organización y los métodos utilizados por el mercader sedentario comenzaron a desarrollarse desde el mismo nacimiento de la revolución comercial. Pero es en los siglos XIV y XV cuando alcanzan su apogeo y se generalizan de tal modo que nos obliga ahora a tratar aquí a esa nueva clase de mercaderes sedentarios, verdadero centro de la tela de araña formada por sus negocios.[18]

Desde muy temprano –con fuerza cada vez más irresistible a medida que se van ampliando y diversificando los negocios– el mercader ha de buscar capitales al margen de sus propios recursos.

El problema del crédito, como veremos más adelante fue singularmente complicado en el medievo a causa de dificultades religiosas y morales. En el tiempo fue resuelto de diferente forma de las cuales aquí solo podemos esbozar las principales.

La actividad crediticia en la Edad Media estuvo en manos de los usureros, que eran odiados pero imprescindibles. Surgen gracias a la condena y abandono de esta actividad por parte de la Iglesia Católica.

Los cánones de los primeros concilios prohíben la usura a los clérigos, luego la prohibición se extiende a los laicos. Entre mediados del siglo XII y mediados del siglo XIII, se recrudecen las condenas a la usura, lo cual se explica

[18] Le Goff, Jacques, *Mercaderes y Banqueros de la Edad Media,* Editorial Universitaria de Buenos Aires, trad. Natividad Massanes, Buenos Aires, 1975, pp. 26-27.

por el temor de la Iglesia de que la sociedad se trastorne por la proliferación de las prácticas usurarias. El Tercer Concilio de Letrán (1179), declara que son demasiados los hombres que abandonan su estado, para hacerse usureros.

> *"En el siglo XIII, el papa Inocencio IV y el gran canonista Hostiensis temen que se paralice la actividad de los campos por causa de los campesinos convertidos en usureros o por el hecho de verse los campesinos privados de ganado y de instrumentos de trabajo por los propietarios de tierras que se sentían ellos mismos atraídos por las ganancias de la usura.*"[19]

Hay un argumento interesante que explica Jacques Le Goff, quien narra con claridad que la usura es un robo. El usurero no vende al deudor algo que le pertenezca, le vende solo el tiempo que le pertenece a Dios. Como vende una cosa ajena, no debe percibir ningún beneficio. Continúa Le Goff, con parte de un texto de la *Tábula Exemplorum,* que reunían ejemplos con contenido teológico y moral para predicar en la homilía que derivaron de las escrituras, la historia antigua y la mitología*:*

> *"Los usureros pecan contra la naturaleza al querer hacer que el dinero engendre dinero como un caballo engendra un caballo o un asno a un asno. Además los usureros son ladrones, pues venden tiempo que no les pertenece, y vender un bien ajeno en contra de la voluntad de su poseedor es robar. Además como no venden otra cosa que la demora de dinero, es decir tiempo, venden los días y las noches, Pero el día es el tiempo de la claridad y la noche es el tiempo del reposo. Por consiguiente venden la luz y el reposo. No es pues justo que ellos tengan luz y reposo eterno."* [20]

[19] Le Goff, Jacques, *La Bolsa o la Vida*, Gedisa, 3ª reimpr., trad. Albert L. Bixio, Barcelona, España, 2003, p. 36.
[20] *Ibidem.*, pp. 58-59.

Existió, en primer lugar, el préstamo en sus formas múltiples. Una forma especialmente importante fue la letra de cambio, cuándo se presentó como operación de crédito. Pero, junto al simple préstamo, debemos hacer mención especial al préstamo marítimo. Su originalidad procede del hecho de que el reembolso del préstamo estuviera supeditado al regreso del navío sano y salvo en su cargamento, *salva eunte navi*. Tales préstamos casi siempre tenían por limite un viaje o, más exactamente, un viaje de ida y vuelta, unidad de operación comercial por mar durante la Edad Media.[21]

Hasta aquí, considerando los primeros eventos históricos relativos al tráfico de bienes y valores, se aprecia la evolución del intercambio que se da en tres etapas:

a) El trueque (permuta de productos físicos)
b) La referencia a una moneda (representación de un valor producto de una convención), que determina un precio, reconocido como medio de cambio.
c) Negociación de títulos o valores fiduciarios (desarrollado básicamente por navegantes y mercaderes italianos en la Edad Media).

En este periodo se gesta un nuevo tipo de capitalistas. Son personas que surgen de las transformaciones, gracias a que en un determinado momento los dueños del capital adoptan posiciones pasivas, deciden transformarse en Aristocracia y dejan sus roles tradicionales a nuevas generaciones, emprendedores nuevos y osados, audaces, con tendencias nuevas y fuerzas renovadas.

La decisión de los nuevos capitales de volverse aristocracia, no es unilateral, se dan luchas y acomodos a conveniencia que en algunos casos son exitosos y en otros los resultados son insospechados que no necesariamente tienen un final feliz.

[21] Le Goff, Jacques, *Mercaderes y Banqueros de la Edad Media* op. cit., p. 27.

"La Iglesia católica también influye de manera decisiva en este periodo de grandes transformaciones del comercio. De hecho la Iglesia se opone a que los mercaderes escalen a estratos superiores –en la pirámide social-, los repudia y los coloca en el mismo nivel que las prostitutas los juglares, carniceros, posaderos, etc." [22]

Sigue comentando Le Goff que los motivos de la Iglesia están en la misma finalidad del comercio; el deseo de ganancias, sed del dinero, el *lucrum*. Refiere a Santo Tomás quien declara que el comercio es censurado en justa ley porque en sí mismo satisface la apetencia de lucro que, lejos de conocer límite, se extiende hasta el infinito. La literatura y el arte medievales nos han conservado la imagen que tenían sus contemporáneos del mercader ávido de ganancias y, por lo mismo, en conflicto con la moral cristiana, castigado por Dios y por la Iglesia.[23]

Precisando, el mercader y el banquero se ven arrastrados por su oficio a realizar acciones condenadas por la Iglesia, operaciones ilícitas, la mayoría de las cuales entran en la denominación de usura.

En efecto, la Iglesia entiende por usura todo trato que involucre el pago de un interés. De ahí que se halle prohibido el crédito base del gran comercio y de la banca. En virtud de esta definición, prácticamente todo mercader-banquero es un usurero.

Las razones alegadas por la Iglesia para condenar la usura son múltiples. En primer lugar los textos de las Escrituras, en el Antiguo Testamento (Deuteronomio 23:19-20, que completa el Éxodo, 22:25 y otro del Levítico 25:35-37 o Lucas 6:34-35) que a manera de ejemplo enunciamos:

"No exijas de tus hermanos interés alguno ni por dinero ni por víveres ni por nada de lo que con usura suele prestarse."

Deuteronomio 23:19

[22] *Ibidem.*, p. 88.
[23] *Idem*.

"Podrás cobrar interés a un extranjero, pero a tu hermano no le cobrarás interés a fin de que el Señor tu Dios te bendiga en todo lo que emprendas en la tierra que vas a entrar para poseerla."

Deuteronomio 23:20

Las palabras del Nuevo Testamento están en labios del mismo Cristo, quien dice a sus discípulos:

"Si prestáis a aquellos de quienes esperáis recibir, ¿qué gracia tendréis? También los pecadores prestan a los pecadores para recibir de ellos igual favor… prestad sin esperanza de retribución y será grande vuestra recompensa.

Lucas 6:34-35

"Los autores eclesiásticos alegan también cierta cantidad de motivos basados en la moral natural. Dos son particularmente interesantes. En primer lugar, el que presta no realiza un verdadero trabajo, no crea ni transforma una materia, un objeto; explota el trabajo de otros, el trabajo del deudor. Ahora bien, la Iglesia, cuya doctrina se ha formado en el medio rural y artesanal judío, solo reconoce a ese trabajo creador como fuente legítima de ganancias y de riqueza. Tanto más cuanto que la ascensión en Occidente de las clases urbanas entre los siglos X y XIII vuelve a poner en el primer plano social a trabajadores en este sentido tradicional, comprendiendo entre ellos a los primeros mercaderes cristianos errantes." [24]

También interviene la dificultad que canonistas y teólogos encuentran en admitir que el dinero pueda por sí mismo engendrar dinero, y que el tiempo –concretamente el que transcurre entre el préstamo y su devolución- pueda dar origen a dinero. La primera consideración que ha llevado al famoso proverbio:

[24] *Ibidem.,* pp. 88-89.

Nummus non parit nummos (El dinero no pare dinero) viene de Aristóteles y se propago en el siglo VIII con las obras y las ideas de este filósofo.

Siguiendo al Estagirita, Santo Tomas de Aquino y Gilberto de Lessines sostienen que el dinero debe servir para favorecer los intercambios, y que acumularlo y hacerlo fructificar es una operación contra natura. “en lugar de transferir los bienes necesarios para la vida, se acumula con espíritu de avaro”, dice Gilberto de Lessines. Magnífico ejemplo de los resultados de la influencia aristotélica en el pensamiento cristiano medieval. Por una parte, un estímulo y un sostén para la elaboración de una reflexión que procura adaptarse a las nuevas condiciones de la economía, y una teoría de la moneda como instrumento de la circulación de los productos: innegables progresos sobre la acumulación de tesoros practicada por los hombres de la Alta Edad Media, partidarios del ideal de economía cerrada. Pero, por pura aceptación de una nueva autoridad, es también obstáculo, estorbo, y fuente de incomprensión y de nuevas dificultades. Porque esa teoría de la moneda, al negar el valor del crédito, provoca un divorcio entre el pensamiento cristiano y la evolución económica.

Consideramos que el referido criterio tiene una visión limitada, que el mismo tiempo se encargó de derribar, para dar paso a otras formas de ver la actividad del crédito, el mismo Le Goff, en la obra en cita avanza en el análisis del rumbo que tomaron los mercaderes y banqueros, que fueron ocupando posiciones muy importantes dentro de las estructuras sociales primero y luego en las del poder.

Quizás más grave, porque pone en juego estructuras mentales más complejas todavía y más fundamentales, es la concepción cristiana del tiempo. En Santo Tomas y en otros teólogos y canonistas encontramos, en efecto, este argumento: que con la práctica del interés “se vende el tiempo”. Ahora bien, éste no puede ser propiedad individual. Pertenece solamente a Dios. De tal forma que, a pesar de los considerables esfuerzos de pensadores y juristas del siglo XIII, la reflexión cristiana se declara incapaz de llegar a concepciones económicas, al no poder escapar de un marco teológico moral estrecho. Por su lado, tampoco el mercader logra una concepción clara, ni la formulación de las creencias económicas que son el fundamento moral de su actividad; pero no es ésta su

función. Él las expresa en sus operaciones: como el que prueba el movimiento andando, él prueba el crédito comerciando.[25]

Lo anterior nos permite ver como la usura, no es como se entiende actualmente, una tasa de interés excesiva, sino que es una noción más profunda: exigir en devolución cualquier cosa que exceda lo que se ha prestado.

En los casi 100 años entre el Concilio Lateranense (1215) y el Concilio de Viena (1311-1312) se producen los principales desarrollos intelectuales acerca de la usura como pecado y delito.

El contexto sociopolítico tiene dos aspectos importantes: en la faz económica, el acelerado desarrollo mercantil y financiero; en la faz social, el proyecto de la Iglesia católica de lograr la universalización, en la vida en sociedad, de los comportamientos considerados aceptables con la perspectiva cristiana.

Curiosamente, la proscripción de la usura no resulta del Nuevo Testamento sino del Antiguo Testamento como ya se vio.

Comenta Ricardo Fornero que en los libros del Éxodo y Levítico se enuncia *"no darás tu dinero en usura a tu hermano, y no exigirás un sobrepago por los frutos que obtenga".*[26]

Esos textos se refieren al hermano, genéricamente a aquellos de la comunidad en que se convive; por eso es admisible requerir intereses a los extranjeros (Deuteronomio).

El sociólogo Benjamin Nelson resume la evolución de la noción de usura como el paso de la fraternidad tribal a la alteridad universal (*The Idea of Usury. From Tribal Brotherhood to Universal Otherhood,* 1949). El mandamiento se refiere a la solidaridad fraternal. Por el contrario, *"…la concepción económica moderna, en la cual cada uno es como un extranjero para los demás, en competencia por*

[25] *Ibidem.,* pp. 90-92.
[26] Fornero, Ricardo, "Cronología Fotográfica de las Finanzas, los Instrumentos, los Conceptos, las Herramientas", Universidad Nacional de Cuyo, Perú, p. 62. En http://www.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/cronologia_finanzas/cronologia_finanzas_adicional_6_1156_a_1785.pdf Consultada el 19 de marzo de 2013.

los mismos bienes privados, puede describirse como una situación de alteridad universal…" [27]

En el medioevo el proyecto universalista eclesiástico es el que lleva a pensar que todas las personas son miembros de la comunidad, hermanos en el sentido del Pentateuco.

Por eso el derecho canónico excluye completamente los intereses en las transacciones por el uso del dinero.

Estas ideas evolucionaron, dentro de la misma Edad Media, desde muy pronto se puso en evidencia la utilidad de los mercaderes y de su actividad, que al ir a buscar a países lejanos mercancías necesarias o agradables, géneros y objetos que no se hallaban en Occidente y venderlas en las ferias suministraban a las diversas clases de la sociedad lo que estas necesitaban.

Comenta Jacques Le Goff, que los autores cristianos aplicaron a la actividad de los mercaderes la idea del "bien común", de la "utilidad común", tan importante en Aristóteles, por ejemplo. Uniendo esta idea a la de Santo Tomás declara:

> *"Si el comercio se ejerce en vista de la utilidad pública, si la finalidad es que no falten en el país las cosas necesarias a la existencia, el lucro, en lugar de ser considerado como finalidad, es solo exigido como remuneración del trabajo."* [28]

Durante varios siglos, cinco al menos de la Baja Edad Media, pero muy especialmente en el siglo XIII, la mezcla, religión, dinero, usura, economía, mercaderes y banqueros, mantuvieron viva e interesante polémica, que de la mano con innegables progresos, dentro de la Iglesia y en las esferas del poder matizaron los extremos con que se veía la usura.

Sin duda la usura en la Edad Media, constituye el inicio del capitalismo, sin el cual no se entendería la actividad financiera en los mercados como hoy la

---

[27] *Idem.*
[28] Le Goff, Jacques, *Mercaderes y Banqueros de la Edad Media, op. cit.,* p. 1.

conocemos y es precisamente en las ferias ya sedentarias donde el crédito en su faceta de usura hace especial presencia en el siglo XIII.

I.II.II Las Lonjas

En forma posterior a las ferias los comerciantes empezaron a formar gremios y posteriormente se fueron integrando en asociaciones que participaban en mercados diferenciados por el tipo de productos o por el tipo de operaciones que realizaban cada día. Sus operaciones iban adquiriendo mayor grado de complejidad y control ya que empezaron a operar documentos, contratos o títulos representativos de bienes o valores en una región determinada y sin la presencia inmediata de los objetos materia de la transacción. A estas agrupaciones se les denominó lonjas cuando empezaron a funcionar de manera permanente y en lugares estables.

> *"Las logias o lonjas de comercio solían ser plazas o lugares abiertos, generalmente cerca de los puertos, donde se comerciaba básicamente con materias primas. Los antecedentes de estas lonjas son las reuniones de comerciantes en los pórticos de Pireo y en la Plaza de Corinto, desde el siglo XII, se sitúan en lugares bajo galerías del Ponte Vecchio en Florencia o a la sombra de la torre cuadrada de Génova. Estas lonjas hacen prosperar a las ciudades en que se ubican. En España se encuentran lonjas en ciudades mediterráneas siendo las de Valencia y Barcelona las más importantes."* [29]

Se destacan dos características fundamentales de las lonjas: a) Sus actividades las realizan mercaderes establecidos de manera permanente en ciertos lugares debidamente agrupados y, b) Las transacciones que realizan, comienzan a efectuarse sin la presencia inmediata de los productos a ser transferidos o negociados que son objeto de dicha transacción.

[29] Poal Marcet, José, *La Bolsa y la Vida,* Granica, S.A., Barcelona, España, 2003, p. 32.

Señala Ernesto Riveroll González:

> *"La Lonja del Mar en Barcelona levantó su propio edificio en 1382, en donde fue edificada la Bolsa de Barcelona en el año 1772, manteniendo el magnífico Salón Gótico de contratación. De esta lonja se conserva una ordenanza fechada en 1271, en la que se menciona la existencia de un reglamento de corredores de veinte años antes."* [30]

Lo cierto es que hay antecedentes del establecimiento de lonjas, desde 1344, en España. Ya no eran días concretos, ni lugares abiertos como en el caso de las ferias. Las lonjas son más desarrolladas, se construyen edificaciones dedicadas *ex-profeso* a albergar mercaderes, diseñados para proveerles lo necesario para la realización de su actividad, inclusive operaciones financieras.

Recaredo Vilches, señala que es en esta época que aparece el Consulado del Mar como institución jurídico mercantil medieval, formada por dos cónsules, dos "defenedores" *(sic)* un Presidente, Magistrado Municipal, con jurisdicción en materia mercantil y como tribunal mercantil cuya misión era arbitrar en conflictos de carácter mercantil e imponer medidas disciplinarias.

La institución de los consulados principia *(sic)* a desarrollarse en el siglo XII y se extiende rápidamente por toda Europa, gracias a la iniciativa de las repúblicas italianas. En sus comienzos, la autoridad de los consulados o tribunales de cónsules, se limitaba a entender de los pleitos entre los asociados comerciantes, pero debido a la alta estima y rapidez del procedimiento se amplía su jurisdicción a todos los actos mercantiles, sin tener en cuenta que fueran comerciantes o no los demandantes o demandados.[31]

Por su parte Joaquín Garrigues, refiriéndose a las lonjas de Barcelona comenta:

---

[30] Riveroll González, Ernesto, *op. cit.,* p. 24.
[31] Vilches Alcázar, Recaredo *Libro del Consulado del Mar,* Aseguradora Mexicana, S.A., México, 1983, Advertencia, p. 1.

"Esta lonja de Barcelona fue creada en 1339, pero se destinaba a reuniones generales de los comerciantes para defender sus intereses y administrar justicia por parte de los Cónsules, y no a la contratación. Así lo prueba la Real Cédula de Don Pedro IV de Aragón. En España penetra la palabra bolsa muy tardíamente. La palabra española es Lonja o casa de contratación. Así se designan las creadas en Valencia (1283), Burgos (1499) y Sevilla (1583)." [32]

Ya con una estructura más formal surgen en la Alta Edad Media instituciones importantes como el corredor, un auxiliar muy importante en el comercio. Marcos Stanowsky comenta;

"La institución del corredor o agente de negocio se encuentra ligada especialmente al derecho de los mercados y ferias –pero con mayor presencia en las Lonjas-, no obstante la tregua o paz que garantizaba la feria a la actividad del extranjero para atenuar los efectos de la hostilidad originaria –del propio comercio y de su calidad de extranjero del comerciante–. El uso estableció su intervención –la del corredor– como un intermediario en la contratación." [33]

Sigue mencionando Marcos Stanowsky en un comentario al pie de página:

"En la Edad Media se desarrolló un derecho de corretaje muy elaborado, en parte sobre la base del sistema de la Edad Antigua, conocida tal vez por intermedio de los árabes, pero el conjunto independientemente, con inclinación al sistema cooperativo (Genossenschaften) germánico, es significativo que el corredor de comercio se presente siempre con carácter oficial. Es un funcionario al servicio de los municipios o corporaciones (Gilden). Sin embargo, el

[32] Garrigues Díaz-Cañabate, Joaquín, *Curso de Derecho Mercantil,* t.1, Porrúa, México 1981, p. 58.
[33] Stanowsky, Marcos, *Tratado de Derecho Comercial,* t. I, Tipográfica Editorial Argentina, S.A. Buenos Aires, 1957, pp. 302-303.

carácter oficial se perfila en distintos territorios con mayor o menor nitidez."[34]

Refiere Marcos Stanowsky que es en Italia donde se manifiesta –el corredor– en mayor grado el carácter oficial. Desde el siglo XII encontramos allí el empleo como funcionario municipal, la toma de juramento, la prohibición de una actividad comercial propia, la organización en gremios (*Zunften*), el monopolio de intermediarios y la intervención obligatoria de los corredores. Se usan las denominaciones de *sensarius* (del árabe *simsar*) y *proxeneta* (del griego *proxenos*). Este tipo de actividad comercial se trasplanta luego desde Italia a Francia, donde se denomina *curtiers.*

El corredor tiene una posición un poco más libre en Holanda, Inglaterra y en el territorio de la liga hanseática (federación de comerciantes del norte de Alemania y el mar Báltico, los Países Bajos, Noruega, Suecia, Inglaterra, Polonia, Rusia, parte de Finlandia y Dinamarca, así como ciertas regiones de Estonia, Letonia y Lituania). También allí existe una organización gremial y una supervigilancia de las autoridades, pero ninguna intervención obligatoria de los corredores (*Maklerzwang*).

"Por el contrario, a los corredores de Alemania del sur se destaca más el carácter oficial: son personas de una posición oficial e imparcial, que ejercen también en otro sentido cierto control en la vida comercial. Se les denomina también <<sub-compradores>> (Unterkäufer)."[35]

En el siglo XVI, ya existían lonjas en las principales ciudades de Europa que fortalecieron sus relaciones gracias a las *"guildas"* y *"hansas"* alemanas*,* que eran reuniones de comerciantes caracterizadas por su sentido gremial, que inclusive llegaron a tener importante fuerza en el ámbito político ya que habían acumulado grandes capitales, por lo que eran llamadas por el poder político para financiar

[34] *Idem.*
[35] *Idem.*

expediciones y para atender los denominados negocios de ultramar o de comercio exterior.

Hacia finales del citado siglo XVI, Holanda después de haber desarrollado la Compañía Holandesa de Indias Orientales, que había amasado un importante capital distribuido entre más de dos mil inversionistas, se debilita e Inglaterra comienza a dominar el comercio marítimo colonial, floreciendo en la metrópoli un fuerte capitalismo colonial. Así, nace el Banco de Inglaterra, la Compañía de Indias, *South Sea Company y African Company*. En todo el continente funcionan lonjas y mercados limitados aun en sus transacciones a metálico y mercaderías; estas instituciones se transformaron para pasar a denominarse bolsas cuando comienzan a efectuarse negocios con papeles de empréstitos públicos y participaciones en sociedades.[36]

Las lonjas, son parte de la transición entre la informalidad en el comercio y las instituciones comerciales como las bolsas, los tribunales mercantiles y las sociedades mercantiles a finales del siglo XVI y principios del XVII.

Este es un periodo en el que el Derecho Medieval incorpora a la Lex Mercatoria como sistema jurídico utilizado por los comerciantes al que integran sus normas, principios, usos y costumbres. El espíritu es que al no haber flexibilidad para incorporar aspectos de la vida práctica comercial en el Derecho Civil, los comerciantes desarrollaron sus propias instituciones jurídicas.

I.II.III Las Bolsas

El vocablo bolsa deriva del latín "*bursa*" que significa depósito flexible para almacenar objetos, por extensión, dinero y valores.[37]

En 1460, empiezan a transarse títulos en Amberes, Bélgica, en el primer mercado de valores que trascendió tal y como se entiende actualmente. Sin embargo, las transacciones de participaciones en empresas no fueron lo que son hoy, es decir, no son estrictamente equivalentes a las de acciones de capital.

---

[36] Camerini, Marcelo, *op.cit.,* p. 91-92.

[37] Diccionario de la Lengua Española, Real Academia Española, 22ª ed., En http://lema.rae.es/drae/?val=bolsa Consultada el 31 de mayo 2013.

A mediados del siglo XVI las transacciones se intensificaron en Amberes, y allí se construyó el primer edificio dedicado exclusivamente al comercio de materias primas en 1531.

Se dice que Amberes, sucede a Venecia y permanece hasta finales del siglo XVI, por lo tanto no hay una transición directa de Venecia a Amsterdam. Los mercaderes y banqueros genoveses tomaron un papel protagónico en el *inter*, controlaron un porcentaje importante las transacciones financieras, y empezó a desarrollarse la fortaleza de las flotas inglesas.

Pasan casi cincuenta años antes de que exista otro mercado de valores: el de Lyon, en 1506. Durante ese siglo XVI comienzan a funcionar, sucesivamente - las bolsas de Toulouse (1549), Hamburgo (1558), Londres (1571), Frankfurt (1585). En 1602 se forma el mercado de valores de Amsterdam, y unos años después aparece la primera acción en el sentido actual, con cotización y transacciones públicas.[38]

Entre los siglos XVII y XVIII las instituciones comerciales se desarrollan de manera importante. En 1611, se establece la bolsa de Amsterdam, que fue por mucho tiempo el centro financiero más importante de Europa, siendo esta institución la que aportó una decisiva contribución al dominio naval de Holanda y al fortalecimiento de su poderío colonial. La influencia holandesa generó hacia los ingleses el estímulo para constituir la Bolsa de Valores de Londres en 1720, que ha sido uno de los pilares de su economía durante los últimos tres siglos. Posteriormente en 1772, aparece la Bolsa de Barcelona, dedicada principalmente a la negociación de diversos papeles representativos de valores públicos y privados.

Marcelo Camerini, sobre el origen de la palabra bolsa señala:

> "…*se ha dado el nombre de bolsa a esta clase de reuniones porque en la ciudad de Flandes y Bruges (Brujas) (región de Europa que abarcaba territorio de Francia, Bélgica y Holanda), donde las operaciones de cambio habían llegado a un alto grado de desarrollo,*

[38] Fornero, Ricardo, *op. cit.,* p. 63.

los hombres de negocios se reunían en casa de uno de ellos, de nombre Van der Bursa. Otros atribuyen este nombre a la circunstancia de haber visto tres bolsas esculpidas en la puerta de la casa donde concurrían los comerciantes en la misma ciudad para concertar sus operaciones y contratos. Una tercera versión, une las dos circunstancias mencionadas, estableciendo que en el frente de la casa de la familia Van der Bursa existían las tres bolsas referidas (que representaban el escudo de armas de la familia). De estas opiniones la que se ajuste más a la verdad histórica, es la que en Bruges aparece por primera vez el nombre de bolsa.

Es concluyente el relato histórico en cuanto a que el nombre genérico de bolsa deriva de un comerciante holandés de la ciudad de Brujas llamado Van der Bursa, en cuya casa solían reunirse en el siglo XV los negociantes para cerrar sus tratos."[39]

Vemos que desde el siglo XV y hasta el XIX, las corporaciones se fueron desarrollando bajo diferentes formas de asociación, sujetas a pocas reglas ya como organizaciones privadas o públicas, hasta que se definieron como grupos de comerciantes que dieron origen a nuevas formas societarias que respondieron a las necesidades de la naciente Revolución Industrial.

La creación de las bolsas fue ocasionada por la necesidad de mercados más amplios y para dar seguridad y control al intercambio de valores.

Hasta aquí hemos visto cuatro niveles de negociación en la historia:

a) Producto por producto,
b) Producto *versus* instrumento monetario representativo de un precio,
c) Intercambio o negociación de bienes a cambio de un documento que da derecho a esos bienes, participación en un derecho, crédito colectivo o valor monetario o inclusive a un derecho real,
d) Dinero a cambio de títulos.

[39] *Ibidem.,* p. 92-93.

Ya en este periodo los objetivos de los mercados con la creación de las bolsas se van delineando al realizar de manera más eficiente la asignación de recursos a la economía a través de la inversión productiva. La distribución de recursos se realiza con mayor eficiencia reduciendo los costos de transacción.

Entre las funciones más importantes de las bolsas en el mercado y en la economía encontramos las siguientes:

a) Crear los mecanismos que permiten garantizar la eficiente asignación de recursos.
b) Fijar precios a los activos que en ella se comercian (tasas de interés, precios o primas de activos en el mercado, entre otros.),
c) Facilitar el intercambio y negociación de dichos activos,
d) Propiciar el volumen de operaciones,
e) Proveer estructuras necesarias para permitir la liquidación de las operaciones realizadas,
f) Favorecer la transparencia en su funcionamiento,
g) Dotarlos de seguridad jurídica,
h) Proteger los derechos de las partes
i) Abaratar el costo del capital, y
j) Proporcionar la liquidez necesaria.

Este es en su conjunto el aporte más importante de las bolsas.

I.II.IV Las Sociedades Mercantiles

Las bolsas cobraron importancia y trascienden a la vida económica en el mundo, cuando se vinculan con el régimen de las sociedades anónimas.

La sociedad colectiva fue en sus comienzos la unión del esfuerzo dentro de la familia, donde el aporte era el trabajo, más que de capital. En el tiempo fue evolucionando como un ente organizado de vinculación transitoria para emprender negocios dividiendo el riesgo que surgía por todos los obstáculos que se tenían

que salvar en su desarrollo, dados los fenómenos naturales y sociales inmersos en sus actividades.

En Roma llegaron a constituirse grandes asociaciones de capitales para aplicarlos al comercio de tierra y mar, suministro de provisiones al ejército y especulación sobre terrenos y construcciones.

> *"En la Edad Media la inseguridad y los impedimentos derivados de las trabas opuestas (sic) por el feudalismo para las comunicaciones terrestres, dificultaron el desenvolvimiento de las empresas mercantiles. El contrato llamado contrato de "pacotilla" fue de las primeras aplicaciones de la asociación en comandita y por él se confiaba a un capitán de navío o a un mercader dinero o efectos para especulaciones y negociación en plazas lejanas, para dividirse el provecho y ante la prohibición de cobrar intereses en los préstamos ordinarios (por parte de la iglesia católica), fue el de comandita en sus distintas manifestaciones el que se generalizó, recurriendo a él hasta los magistrados, impedidos de aparecer directamente ejerciendo el comercio. A partir del siglo XII la comandita se difundió no solo a los negocios marítimos, sino que se llevó a otras empresas arriesgadas en las que aparecía el gestor o gerente, resumiendo la representación de todos los demás proveedores del capital, que quedaban ocultos para que no les llegara la responsabilidad."*[40]

Luego nacen las sociedades industriales, las que dan paso a las sociedades por acciones, instituidas primero para otorgar préstamos a los gobiernos, posteriormente para empresas de navegación y al final los emprendimientos dirigidos a las actividades de colonización, fundamentalmente en la ciudad de Génova donde se reunía el dinero con el aporte de muchos asociados a efecto de otorgar préstamos a través de los Montes Pietatis en Italia en el siglo XV (mejor conocido como Monte Pío), esta circunstancia exigía una situación

[40] Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *op. cit*., p. 26.

estable de la que surgieron garantías de reembolso de capital con sus respectivos réditos.

La sociedad también llamada *commenda* es un contrato entre un *socio stans* el asociado que permanece en su sitio y un *socio tratactor*, que se embarca en el navío. Uno financia y el otro trabaja; uno recibe tres cuartos de las ganancias y el otro un cuarto. Un mercader capitalista podía participar en varias sociedades, su desarrollo más importante se da en Venecia y en otras ciudades italianas activas en el ámbito comercial.

Dice Georges Ripert, que *"Command"* viene del vocablo latino *commendare,* confiar, y la comandita se escribía en otro tiempo, *commendite.* Con frecuencia se denominaba al comanditado el complementario. Una persona entregaba mercancías o una suma de dinero a un mercader o al dueño de un navío, sobre la base de partición de los beneficios de la expedición. Este contrato fue considerado luego como de sociedad, pero el comanditario no se encontraba en la situación de un socio ordinario. Se vio en esta forma de sociedad, la gran ventaja de permitir que participasen en operaciones comerciales, los nobles, los titulares de cargos públicos y los religiosos que no podían ser comerciantes. Era también el medio de eludir la prohibición de préstamos a interés, efectuando un aporte en dinero mediante una participación. Quizá la prohibición de prestar a interés haya sido mantenida con rigidez para encaminar a los capitalistas hacia los negocios comerciales en lugar de dejarles en la inacción de prestamistas.[41]

Vemos reiterados textos que refieren a la sociedad en comandita como la reunión de personas con sus capitales para participar en negocios en forma encubierta o anónima por parte de aquellos que lo tenían prohibido.

En mayo de 1553, tres barcos capitaneados por Sir Hugh Willaughby zarparon desde Londres para buscar una ruta a China por el norte. Los tres navíos de esta aventura pertenecieron a la primera compañía creada por acciones. Sebastian Cabot, propuso la creación de una sociedad que sería ofrecida al público en acciones de 25 libras y cuya suscripción inicial sería de 6,000 libras. El

[41] Ripert, Georges, *Tratado Elemental de Derecho Comercia* trad. Felipe de Solá Cañizares, Tipográfica Editora Argentina, t. II, Sociedades, Buenos Aires, 1954, p.132.

nombre inicial fue *"The Mistery and Companie Merchant Adventures for the Discovery Regions, Dominions, Islands and Places Unknowen"*. Después de un tiempo la empresa fue popularmente conocida como la Compañía Moscovita. [42]

Durante el siglo XVII se generalizó y reglamentó la formación de sociedades anónimas, con lo cual se activó el arbitraje de acciones y la canalización de ahorro hacia empresas y proyectos de gran envergadura.

En Inglaterra la más antigua de las instituciones fue la *Regulate Companies* constituida por comerciantes que traficaban con un determinado país explotando un monopolio. En forma posterior se transformaron en *Joint Stock Companies*, que eran sociedades con responsabilidad limitada o ilimitada según se pactara. Su auge se dio en los siglos XIX y XX con el nacimiento de la sociedad anónima.

En el siglo XIX, se producen logros de carácter técnico de gran trascendencia como la máquina de hilar, la máquina de vapor y la fundición del hierro en volumen, dando paso a la expansión industrial y a la formación de grandes capitales que se fueron canalizado a través de las bolsas a grandes proyectos que vieron sus retornos con ganancias importantes, comparadas con los esquemas tradicionales de ahorro y crédito a través de la banca.

Así, las sociedades, las empresas, fueron cobrando importancia económica y política. Es un fenómeno que penetró poco a poco en diversas esferas y se posicionó en la discusión de temas económicos, jurídicos, sociales, laborales y financieros después, logrando la atención e importancia adquirida dentro del Estado.

Las sociedades organizadas racional y económicamente son necesarias para la colectividad. Cumplen una misión económica al producir bienes y servicios que satisfacen a una comunidad, producen empleos, base gravable, contribuyen al desarrollo y algo muy importante pueden conservar el capital invertido y formar nuevo capital que puede financiar otros proyectos.

Así es, cómo a través de la historia llegamos a amalgamar ideas, instituciones, capitales y al mismo Estado en un entramado complejo que

[42] Poal Marcet, José, *op. cit.,* p. 34.

provocan los emprendedores, los mercados en general, pero en especial los mercados de valores.

La sociedad anónima de corte liberal como la conocemos hoy, aparece en el Código de Comercio Francés de 1807, dado que fueron mal utilizadas y se hizo necesaria la regulación para frenar abusos y fraudes y proteger intereses colectivos.

Paradójicamente la Primera y Segunda Guerra Mundial, fueron un parteaguas de la sociedad anónima. La Primera Guerra concluyó con la necesidad de capitales privados para reconstruir lo devastado e incentivar las economías de los participantes. El estímulo fue la libertad total y los tenedores de capitales ejercieron derechos políticos a su favor y en exceso dentro de esas sociedades anónimas. Después de la Segunda Guerra Mundial, surgen grandes empresas en donde sociedades anónimas, que negocian con el Estado obra pública, concesiones para la explotación de recursos naturales, contratos públicos, moratorias fiscales. En sus crisis económicas vinieron las nacionalizaciones y los rescates donde surge la dicotomía de un soberano privado supraestatal difuso y un Estado abierto y permeable.[43]

Los años noventa inauguran una nueva capacidad organizativa de la sociedad anónima con concentración de capital, poder y capacidad de decisión muy importante, la que deriva de las atribuciones que da la tecnología informática.

Hoy vemos con naturalidad que aquella diferencia entre el poder político del Estado y el manejo de su soberanía se diferenciaba de manera clara del poder de la esfera privada que básicamente era económico. Ahora, las sociedades mercantiles transnacionales en muchos casos imponen limitaciones, ritmo y cadencia a la actividad del Estado, producto de la concentración del poder económico que detentan y las herramientas que les da la globalización.

[43] La expresión “soberano privado supraestatal difuso y un Estado abierto y permeable” es atribuida a Juan Ramón Capella en su obra Fruta Prohibida, una aproximación histórica teorética al estudio del Derecho y el Estado. El autor recrea con maestría los detalles del poder que logran las transnacionales ante el fenómeno de la globalización y la forma en que se erigen en grupo de presión y de poder fáctico frente al mismo Estado.

I.II.V Desarrollo Bursátil en los Estados Unidos de América

A la llegada de los primeros migrantes europeos en 1620, a bordo del Mayflower, nombre de la embarcación que transportó a las personas que vinieron de la Gran Bretaña a colonizar Massachusetts con fondos reunidos en la Bolsa de Valores de Londres, paralelamente los Estados Unidos de América y el mercado de valores se fueron formando juntos, ya que los orígenes de este país están estrechamente ligados al mercado de valores. Los primeros colonizadores ingleses que llegaron a lo que abarca la región de Nueva Inglaterra aportarían su estructura legal y cultural e impondrían sus bases económicas al resto del país.

Wall Street nace bajo la sombra de un árbol en donde se negociaron títulos por años al lado de una barda utilizada como refugio para los ataques que se daban en esa zona a la llegada de los colonizadores. A ese experimento dieron el nombre de "*Buttonwood Agreement* ", predecesor directo de la bolsa de valores de Nueva York.

> The Financier Company Publishers, publicó la Historia de la Bolsa de Valores de Nueva York y señala: *"The earliest authentic notice of what is now known as the subject of this article, is in 1792, when twenty five of the old-time brokers, whose usual place of meeting was in the shade of a pear tree, or perhaps more truly, a buttonwood tree, in Wall Street, opposite what is now known as No. 60, feeling that the extent of their business and the welfare of their numerous clients required some formal regulation, met, and no doubt with more interchange of views, drew up the following document and signed it, thus launching upon the world the infant which now has grown to the full stature of a man and has forgotten its forefathers-none of whom are now living to witness its glory:*
>
> *We the subscribers brokers, for the purchase and sale of public stock, do hereby solemnly promise and pledge ourselves to each other, that we will not buy or sell from this day for any person whatsoever, any kind of public stock at least rate than one quarter of one percent commission*

on the specie value and that we will give a preference to each other in our own negotiations;

In testimony whereof, we have set our hands this 17th day May A. D. at New York 1792"[44].

Por su parte Michel Van der Yeught, nos da su versión en su libro *"Une Histoire de Wall Street."*

L'institution la plus importante du quartier est le New York Stock Exchange situé au numéro 11 de Wall Street. Son rôle est de proposer un marché où se rencontrent l'épargne qui cherché des investissements lucratifs et les entreprises qui ont besoin de capitaux. Tous les métiers de la communauté financière contribuent à faciliter, accélérer et à rentabiliser cette fonction. Les courtiers servent d'intermédiaires entre les acheteurs et les vendeurs de titres. Les banques d'affaires préparent les entrées en bourse des entreprises et la mise sur le marché de nouveaux titres. Les agences de notation évaluent la qualité de titres. Les analystes conseillent conseillent les investisseurs dans leurs achats. Les indices et moyennes boursières suivent les évolutions des marchés.

Les banques, les sociétés d'assurance, les fonds de retraite, les fonds mutuels fournissent les capitaux.

[44] *The Financier Company, History of The New York Stock Exchange, comenta: "La primera noticia de lo que hoy se da a conocer en este artículo, es de 1792, cuando veinticinco de los antiguos corredores de la época, cuyo lugar habitual de reunión fue la sombra de un árbol de pera, o tal vez más verdaderamente, una árbol de botoncillo, en Wall Street, frente a lo que hoy es conocido como N º 60, la sensación de que el tamaño de su negocio y el bienestar o satisfacción de sus numerosos clientes requería una regulación más formal, los reunió, sin dudarlo y sin más intercambio de opiniones, elaboraron el siguiente documento mismo que suscribieron, con lo que el lanzamiento del niño al mundo, que ahora ha llegado a la estatura de un hombre, han olvidado a sus antepasados, ninguno de los cuales vive ahora para ser testigos de su gloria. Los que suscribimos, corredores, para la compraventa pública de acciones, por la presente prometemos solemnemente y nos comprometemos uno al otro, que no vamos a comprar o vender desde este día para cualquier persona, cualquier tipo de acciones al público, a menos, de una tasa de un cuarto del uno por ciento de comisión sobre el valor de la especie y daremos preferencia frente a los demás en nuestras propias negociaciones; En testimonio de lo cual, nos hemos fijado nuestras manos el día de hoy 17 de mayo A.D. en Nueva York, 1792."* Kessinger Publishing, Legacy Reprints, (trad. nuestra) p. 2.

La Banque de la Reserve Fédérale de New York supervise le secteur bancaire et sert de prêteur en dernier recours. Les organes d´information informent les acteurs des marchés et suivent la conjoncture économique et financière.[45]

Las aportaciones de Michel Van der Yeught, permiten comprender mejor la historia de *Wall Street* y los inicios del mercado y la Bolsa de Valores:

"Ce livre se propose aussi de comprendre en quoi l'histoire de Wall Street diffère de celle d'autres places boursières historiques comme Londres et Paris, il se demande ce que cette histoire a de particulier outre fait qu'elle est marquée, comme celle des autres lieux boursiers, par son contexte national particulier, par les cycles économique et la spéculation. La réponse qu'il propose est la suivante. Selon le cas, ce que les non-anglophones entendent par <<bourse, borsa, bolsa, beurse ou börse>>, peut être rendu par deux équivalents en anglais: stock market et stock Exchange.

La nuance apparemment anodine, est cruciale dans le contexte américain. Le stock market désigne l'ensemble des transactions sur valeurs mobilières tous marchés confondus. En revanche, un stock exchange est un marché institutionnellement organisé et composé des membres sélectionnés. Il est généralement identifié par le bâtiment où

[45] *La institución más importante de la zona es la Bolsa de Nueva York situada en el número 11 la calle Wall Street. Su función consiste en poner a disposición un mercado entre las economías que buscan inversiones lucrativas y empresas que necesitan capital. Todos los negocios de la comunidad financiera contribuyen a otorgar facilidades, acelerar la rentabilidad en esta función. Los corredores sirven como intermediarios entre los compradores y vendedores de valores. Bancos que ayudan a preparar los documentos para la entrada de empresas en bolsa y la puesta en el mercado de títulos nuevos. Las agencias de calificación evalúan la calidad de los títulos. Los analistas aconsejan asesorar a los inversores en sus compras. Índices bursátiles y los índices que siguen las tendencias del mercado. Los bancos, las compañías de seguros, los fondos de pensiones, fondos mutuos de capital. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York supervisa el sector bancario y sirve como prestamista de última instancia. Los medios de comunicación informan a los participantes del mercado y de la actividad económica y financiera. (trad. nuestra)*

el a son siège, tels par exemple le New York Stock Exchange ou le London Stock Exchange.

Historiquement et dans la plupart des pays, le stock market précède les stocks exchanges.

En Angleterre, un stock market informel s´installe dans les rues de la City de Londres à la fin du XVII siècle alors que le London Stock Exchange ne fut officiellement fondé qu`en 1801. À Paris, les agioteurs qui spéculent sur la banque de Law en 1720 dans la rue Quincampoix constituent une première forme du stock market en France. Aux États-Unis, un stock market sur bons du Trésor opère dans quelques grandes villes dès 1790 mais les stocks exchanges de Philadelphia, New York y Boston ne le dépassent en volume qu'au milieu du XIX siècle. Historiquement également, le stock market sert les aspirations spéculatives du plus grand nombre. C'est un marché spontané, souvent anarchique et largement ouvert à toutes les catégories de la population: riches, pauvres, nobles, bourgeois, hommes d'église. Les témoignages attestent également que de nombreuses femmes y prenaient part. Aux États Unis particulièrement, les poussées spéculatives attirent vers le stock market les populations les plus modestes. À la différence des stock exchanges qui opèrent à l'intérieur et qui disposent de leur propre bâtiment, le stock market se tient dans les rues, dans les cafés ou les hôtels d'un quartier financier. Il s'organise parfois en bourses informelles installées dans des locaux provisoires mais, à la différence des stocks exchanges, celles-ci se déclarent <publiques> et <ouvertes> à tous moyennant une contribution minimale.

En Grande-Bretagne, la distinction entre stock market et stock exchange s'est graduellement estompée car le premier y a été absorbé par le second. Au cours des deux derniers siècles, les bourses provinciales britanniques et l'activité boursière de rue disparaissent au profit du marché de la capitale, le London Stock Exchange. La même évolution ce produit en France où la Bourse de Paris absorbe

progressivement les bourse régionales et le petit marché de rue parisien appelé la <coulisse>. Aux État Unis en revanche, la distinction résiste toujours vigoureusement grâce à l'immensité du pays et à son caractère décentralisé. La Bourse de New York, bien que largement dominante, n'jamais réussi à absorber le stock market dans sa totalité. L' ferment spéculatif américain est si puisant que chaque nouvelle flambée déborde les capacités de absorption d'un seul stock exchange, si important soit-il. Il alimente l'émergence de marchés alternatifs qui entretiennent un stock market très vaste, multiforme et en perpétuelle évolution. Ces marchés informels sont moins réglementés moins coûteux, plus ouverts au grand public et aux entreprises novatrices. Au XIX siècle le marché de rue comme les curb markets (marché du trottoir) ou des bourses improvisées se multiplient lors des <folies> spéculatives minières et pétrolières. Phénomène depuis longtemps disparu en Europe, une bourse plein air de ce type est restée opérationnelle à Wall Street, jusqu'en 1921 pour le grand plaisir des touristes qui venaient observer son animation pittoresque. Au XX siècle, le marché de gré à gré sur téléphone (over the counter market ou OTC market) a remplacé le stock market de rue et le NASDAQ informatisé joue aujourd´hui un rôle identique de marche alternatif favorable aux startups des nouvelles technologies. Les day traders qui spéculent sur Internet sont les lointains descendants des agioteurs de rue des premiers stock markets américains du XVIII siècle.

L' histoire boursière américaine a été profondément imprégnée par la dualité stock market/stock Exchange. Ce trait unique explique en grande partie l'efficacité des marchés financiers américains et le rôle monteur qu'ils ont exercé sur ce secteur d'activité au cours du XX siècle. Cette histoire de Wall Street montrera comment cette dualité a

marqué l'évolution des bourses américaines est les a rendu exceptionnellement compétitives " [46]

[46] Van der Yeught, Michel, *"Une Historie de Wall Street" Este libro proporciona una mejor comprensión de cómo la historia de Wall Street se diferencia de otras bolsas históricas en lugares como Londres y París. Se pregunta cuál era la historia particular de otros hechos que la marcaron, que provienen de otros mercados en su particular contexto nacional, por los ciclos económicos y la especulación. La respuesta que se propone es la siguiente. Dependiendo del caso, los que no hablan inglés entienden por <<bourse, borsa, bolsa, beurse, ou börse >>, dos conceptos similares o equivalentes en inglés: mercado de valores y bolsa de valores.*

El matiz aparentemente anodino es crucial dentro del contexto americano. El mercado de valores está diseñado para poner en contacto al conjunto de participantes que realizan operaciones con valores en todos los mercados. En contraste, la bolsa de valores, que es un mercado organizado, reconocido institucionalmente y compuesto por miembros seleccionados. Se identifican generalmente por el edificio en el que se reúnen y donde tiene su sede, como por ejemplo el New York Stock Exchange o la Bolsa de Valores de Londres.

Históricamente y en la mayoría de los países, el mercado de valores precede a las bolsas de valores.

En Inglaterra, el mercado bursátil informal se instalaba en las calles de la ciudad de Londres, a finales del siglo XVII cuando la Bolsa de Londres fue fundada oficialmente en 1801. En París, los agiotistas que especulaban al margen de la ley en 1720 en la calle Quincampoix, constituyen uno de los primeros antecedentes del mercado de valores en Francia. En Estados Unidos un mercado de valores sobre bonos del tesoro operó en algunas de las grandes ciudades desde 1790, pero las bolsas de valores de Philadelphia, Nueva York y Boston no superaron su volumen hasta a mediados del siglo XIX. Históricamente también, el mercado de valores sirve a las aspiraciones especulativas de muchos. Es un mercado espontáneo a menudo anárquico y está abierto a todas las categorías de la población: ricos, pobres, nobles, burgueses, hombres de iglesia. Los testimonios también dan fe de que muchas mujeres también participaron en el desarrollo de estos mercados. En Estados Unidos particularmente, generaban brotes especulativos para atraer a la población más modesta a los mercados de valores. A diferencia de las bolsas de valores que operan en el interior de sus edificios e instalaciones creadas para eso, el mercado de valores opera en las calles, en los cafés u hoteles de una zona financiera. Ellos se organizan a veces en bolsas informales instaladas dentro de los locales de manera temporal en instalaciones provisionales, pero a diferencia de las bolsas de valores, que se declaran <publicas> <abiertas> a todos, sujetos a una contribución mínima.

En Gran Bretaña, la distinción entre el mercado de valores y bolsa de valores se fue desvaneciendo debido a que el primero se fue absorbiendo por el segundo. En los últimos dos siglos, las bolsas provinciales británicas y las actividades bursátiles desaparecieron de la calle en favor del mercado de capitales, el London Stock Exchange. La misma evolución que se produjo en Francia, donde la Bolsa de París progresivamente absorbe las bolsas de valores regionales y all pequeño mercado de las calles de París llamado <coulisse> (también llamado de bastidores o cargadores). En Estados Unidos todavía se resisten vigorosamente gracias a la amplitud del país y a su carácter descentralizado. La Bolsa de Valores de Nueva York, aunque en gran parte dominante, jamás ha conseguido absorber el mercado de valores en su conjunto. El cierre del mercado especulativo americano es muy complicado, cada nuevo intento desborda la capacidad de la absorción para la bolsa de valores. Se alimenta del surgimiento de mercados alternativos que mantienen un mercado de valores muy amplio, polifacético y cambiante. Estos mercados informales están menos regulados, son más baratos, más abiertos al público en general y la innovación empresarial. En los mercados callejeros del siglo XIX o mercados ambulantes donde se improvisaban se multiplicaban las bolsas especulativas de minería y el petróleo. Fenómeno que después desapareció en Europa, una bolsa de este tipo al aire libre operó y se mantuvo operativa en Wall Street hasta el año 1921, para el deleite de los turistas que llegaban a ver su animación pintoresca. En el siglo XX, el mercado "over the counter" o mercado no reconocido reemplazó a las bolsas de valores y a la calle y el Nasdaq que es el mercado computarizado o informático hoy

En 1896, el 26 de mayo, Charles Dow, co-fundador del periódico *The Wall Street Journal*, dio a conocer por primera vez el índice Industrial Dow Jones, compuesto por las doce empresas de alta capitalización y más sólidas.

Con el tiempo, el Dow Jones aumentó los componentes de su índice a veinte empresas en 1916 y a treinta a partir de 1928, el auge económico que siguió a la Primera Guerra Mundial, tuvo el final más cruento jamás reportado, en donde debido a la falta de regulación suficiente y eficiente vino la caída de la bolsa de Nueva York el 29 de octubre de 1929, con consecuencias devastadoras para la economía de los Estados Unidos de América.

El presidente Franklin D. Roosevelt impulsó las primeras leyes regulatorias del mercado de valores y del sector bancario; hecho que le hizo ganar popularmente el apelativo de el "Primer Policía de Wall Street". El mercado prolongó su depresión hasta 1935, cuando empezó un lento repunte.

Al iniciar su mandato Roosevelt, tomó decisiones históricas que modelaron el nuevo sistema financiero en los Estados Unidos de América, entre ellas se destacan las siguientes:

La separación de la banca comercial de la banca de inversión es el principio en la organización del mercado de capitales americano.

Hacía 1933, se publicó la *Banking Act de 1933,* mejor conocida como *Glass Stegall Act,* que materializaba la decisión con los principios siguientes:

- Los bancos no pueden invertir para su propia cartera en acciones o títulos que no tengan el grado de inversión permitido y con las limitaciones que se establecen en dicha ley,

---

identificado como un mercado alternativo con un rol de apoyo a empresas de nueva tecnología que inician actividades principalmente, sustituyó a la calle como la alternativa favorable de empresas de las nuevas tecnologías que inician. Hoy en día los comerciantes operan y especulan en Internet, son descendientes de lejanos de los especuladores callejeros de los mercados de valores de principios del siglo XVIII.

La historia del mercado de valores de Estados Unidos ha estado profundamente influida por la dualidad del mercado de valores/bolsa de valores. Esta característica única explica en gran medida la eficacia de los mercados financieros de Estados Unidos y el papel que han ejercido en las actividades del sector durante el curso del siglo XX. La historia muestra cómo esta dualidad ha marcado la evolución de las bolsas estadounidenses que las hace excepcionalmente competitivas. (trad. nuestra), Editions ESKA, Bonchamp lès- Laval, Francia, 2009, pp. 16-18.

- Los Bancos no pueden involucrarse en emisión de títulos excepto los públicos o emitidos por agencias del gobierno con la garantía estatal,
- Los bancos comerciales no pueden estar afiliados a una casa de Corretaje o *broker dealer,* cuyo objeto principal sea emitir o publicar en forma general al público o distribuir a mayoristas o minoristas títulos de deuda o capital.
- Ningún directivo –de un banco– puede serlo en una casa de bolsa.

Representantes en el Congreso Federal de los E.U.A., tenían dos posiciones en relación a las ofertas de valores.

Por un lado, se encontraban aquellos que sostenían un patrón de oportunidad y méritos, relacionado con la conveniencia económica y financiera en la aprobación de la oferta pública por parte de las autoridades.

Otro sector defendía el principio de información plena *"full disclousure"* en el cual la autoridad se circunscribe a realizar actividades de control y legalidad de la aprobación de la oferta.

Finalmente, permaneció el principio de información plena.

Dentro del marco legal del mercado americano de capitales podemos decir que se encuentra estructurado fundamentalmente en dos leyes de carácter federal que regulan la emisión y venta de títulos valor:

- ***Securities Act de 1933***.- Regula la oferta y distribución de títulos valor de los mercados de capitales de los Estados Unidos de América, y las conductas que deben observarse en la oferta de valores.
- ***La Securities Exchange Act de 1934***.- Establece la regulación de la negociación y mercadeo de valores, procedimiento de registro, ante la *Securities and Exchange Commission* en donde se imponen los requisitos de información periódica que deben cumplir los emisores que hayan ofrecido y vendido valores, así como la regulación de los mercados no reconocidos denominados *Over the Counter.*

Se crea la *Securities and Exchange Commission* que es un organismo creado y regulado por la *Securities and Exchange Act de 1934*, encargado de aplicar las dos leyes de valores, en aspectos relacionados con la oferta pública y la negociación secundaria de títulos especialmente tiene entre sus facultades:

- El registro de títulos valor, emisoras y bolsas de valores,
- La supervisión sobre la aplicación de reglas y prácticas de la negociación bursátil y extrabursátil de valores,
- Recepción de los informes periódicos de los emisores de títulos,
- Emitir disposiciones relacionadas con información privilegiada,
- Registro de "*brokers y dealers*" operadores bursátiles y extrabursátiles,
- Registro de asociaciones,
- Ofertas de compra (*tender-offer*),
- Registro y solicitud de poderes fundamentalmente; y
- Recepción de la información de hechos relevantes así como reportes anuales, trimestrales y periódicos.

De manera adicional, fueron promulgadas otras leyes, que modelaron el orden jurídico del mercado de valores de los Estados Unidos de América.

- ***Investment Company Act de 1940***, tiene por objeto el registro de las sociedades de inversión, así como la información sobre su condición financiera, información sobre sus políticas de inversión, prohíbe las transacciones entre compañías y personas vinculadas, obliga a emitir reportes periódicos y fija reglas sobre información privilegiada.
- ***Trust Indenture Act de 1939,*** aplicable a todo bono, nota o instrumento de deuda semejante, ofrecido en oferta pública al amparo de un contrato de fideicomiso *(Trust Indenture)* utilizado como vehículo para emitir.
- ***Investment Adviser Act de 1940***, establece requisitos similares por el acta de 1934, para corredores y negociadores de valores denominados

“brokers y dealers”, asesores de inversión, regula sus procedimientos de registro, los criterios de conducta en sus operaciones y algunas otras normas relacionadas con la transparencia de las operaciones y la sanción a la violación de éstas.

Existen otras normas llamadas “*blue sky laws*” que tienen por objeto la protección de inversionistas previniendo fraudes.

Pasaron alrededor de treinta años sin que en los Estados Unidos de América hubiera algo que cambiara las cosas, hasta 1971, año en que nace la primera bolsa electrónica denominada *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* mejor conocida como (NASDAQ). Este mercado surge como idea en 1961, cuando el Congreso de los Estados Unidos de América exigió a la *Securities and Exchange Commissión (SEC)* (autoridad supervisora del mercado de valores), un estudio sobre los mercados de valores con el objeto de hacer una revisión del funcionamiento de las disposiciones en esta materia, dicho estudio fue solicitado fundamentalmente por la existencia de un mercado informal fragmentado y oscuro por lo que la SEC, consideró necesario regular y automatizar ciertas operaciones habiendo encargado dicho proyecto a la *National Association of Securities Dealers,* por ello, el 8 de febrero de 1971, se adoptó el nombre de esta asociación para el mercado electrónico en donde se negocian títulos de cientos de empresas.

Este mercado gracias a su sofisticación y sistema electrónico permitió un acceso rápido y eficiente al mercado generando una bolsa de gran liquidez que siempre ha acogido a empresas dinámicas, de vanguardia, sobre todo aquellas que no cumplían con los requerimientos más estrictos del New York Stock Exchange.

La popularidad del NASDAQ innovó la forma de hacer negocios bursátiles ya que no requiere operadores especialistas, ni un punto de encuentro físico para presentar órdenes de compra y venta o para mantener el flujo de operaciones. Este mercado fue parte importante del golpe de timón en el ámbito bursátil que dirigió el rumbo del planeta hacia la globalización.

El crecimiento y desarrollo del mercado y la bolsa de Nueva York han registrado el pulso de esta ciudad y modelado su silueta. Sus triunfos y sus aciertos se han capitalizado en obras monumentales. Desde sus orígenes el mercado de valores ha ocupado un papel preponderante en la vida económica y cultural de los Estados Unidos. El optimismo de los mercados está simbolizado por el movimiento ascendente de la cornamenta de un toro al avanzar. El pesimismo en cambio está dibujado por la expresión del movimiento descendente de las garras del oso al atacar; de ahí los términos *bullish -(*toro con la cornamenta hacia arriba*) bearish* (referido al oso impulsado en todo su cuerpo por las patas traseras y sus extremidades delanteras hacia abajo).

El Presidente Ronald Reagan, durante su mandato, instrumentó una reducción a las ganancias de capital y la Reserva Federal empezó a relajar su política monetaria, combinación que impulsó al mercado hasta alcanzar niveles record, marcando así un periodo de optimismo, conocido como "La Década de la Avaricia". Después sobrevino el “crack” del otoño de 1987.

A finales del siglo XX, se dieron una serie de abusos en el manejo de información, se relajó la supervisión y sus consecuencias se vieron materializadas en una serie de hechos, algunos de ellos de naturaleza delictiva que trastocaron el mercado de valores en los Estados Unidos de América. Se trata de los escándalos provocados por las empresas Worldcom, Tyco International, Peregrine Systems, Enron y Parmalat.

Al igual que en casos anteriores, surgió la regulación que trató de eliminar o mitigar estos hechos y surge la denominada *Sarbanes Oxley Act* del 30 de julio de 2002.

Esta ley reforma los criterios de registro e información de la contabilidad de las empresas, en protección de los inversionistas. Su finalidad es evitar fraudes y riesgo de bancarrota, protegiendo al inversor.

La Ley toma el nombre del senador Paul Sarbanes (Demócrata) y el congresista Michael G. Oxley (Republicano). La primera y más importante parte de la Ley da origen a una nueva agencia denominada *“The Public Company Accounting Oversight Board",* entidad reguladora, encargada de revisar, regular,

inspeccionar y tomar las medidas disciplinarias a los auditores. La Ley también se refiere a la independencia de los auditores, el gobierno corporativo y la transparencia financiera. En nuestra consideración éste es uno de los cambios más significativos en la legislación empresarial, desde la década de los treinta.

Esta ley, más allá del ámbito de los Estados Unidos de América, afecta a todas las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Nueva York, así como a sus filiales.

Durante la primera década del siglo XXI, se dieron una serie de acontecimientos fundamentalmente por el auge del crédito sobre todo al sector inmobiliario.

La administración de riesgos se convirtió en una moda que llevó a tomar pobres decisiones, en donde los actores abandonaron sus roles o los sobre estimaron y se colapsaron las estructuras financieras y regulatorias, dando lugar a la denominada crisis *"suprime".*

El riesgo se dispersó tanto, que nadie tuvo capacidad para monitorearlo, ciertos principios se rompieron y ningún actor tuvo los incentivos suficientes para limitar su apetito de riesgo, como para reducir el peligro al que se enfrentaron que derivó en un contagio sistémico a otros actores.

El colapso del sistema financiero de los Estados Unidos de América inicio en 2007 y tuvo sus efectos más severos después de octubre de 2008, ante la quiebra de una de las instituciones más importantes y emblemáticas de la llamada banca de inversión en los Estados Unidos de América, *Lehman Brothers*.

Ese evento provocó una serie de decisiones que tuvieron por efecto la crisis financiera más severa de que se tenga memoria, después de la de 1929.

I.III Recapitulación

Después de haber realizado un recorrido breve de cómo han evolucionado los mercados en el mercantilismo que abarca varios siglos e involucra corrientes del pensamiento diversas, con la fisonomía particular de cada momento histórico, de cada país, en el que fueron surgiendo intereses frente a otros antagónicos, apreciamos que el poder religioso en algunos casos y político en otros, generó un

papel de primer orden en la dirección y creación de políticas públicas para determinar su papel de rector de las políticas económicas desde la antigüedad.

Destacamos la importancia de muchas aportaciones de Oriente, para equilibrar ideas y pensamientos que colocan en una posición superior a Occidente. Solo recordar que la escritura, la imprenta, el álgebra, la rueda, los puentes colgantes, la brújula, la pólvora, la ballesta, el vidrio, que sin duda han sido clave en el desarrollo de la humanidad.

El manejo de los metales y luego su transformación en metales amonedados y su rol en el desarrollo del comercio como medio de intercambio hiperfungible, han sido decisivos en el desarrollo, la concentración de riqueza y luego la forma de orientarla, canalizarla y administrarla.

El papel del cristianismo y el vuelco que tomó la actividad económica al establecer una serie de ideas que no favorecieron más que a aquellos que no eran cristianos, así como los excesos de ambos y sus efectos sobre el desarrollo.

Los efectos de la evolución de la actividad eminentemente primaria y lo que significó la conquista de los mares para esa actividad, pero aún más para el comercio. La gran cantidad de instituciones jurídicas surgidas de la actividad marítima.

Destacar que cada momento histórico tuvo una solución a sus necesidades económicas, todas de muy diversa índole con sus carencias y fortalezas, con soluciones creativas en algunos casos y en otros no tanto. Pero siempre con el cobijo de los mercados.

Enfatizamos el importante papel de los mercados en el desarrollo, el papel del Estado para alinear incentivos, con una participación en la que los más recalcitrantes pregoneros de las ideas liberales han reconocido como indispensable moderador, generador de equilibrios y corrector de distorsiones, aunque en algunos casos en su importantísimo rol asistencialista él mismo las provoque, pero que se hacen indispensables para generar equilibrios y tutela hacia la parte más débil en las relaciones mercantiles, para que más tarde logren su emancipación.

Destacamos las formas de asociación que fueron surgiendo en la historia, para refrendar y destacar la importancia e impacto en el desarrollo de las personas, pero en especial la sociedad anónima, que surge en el siglo XIX y encuentra su clímax en el XX.

El entorno en el que surge la sociedad anónima se ve marcado por los ideales del individualismo, favorecido por la práctica del comercio, pero en especial del comercio internacional. Después en una segunda etapa, en pleno siglo XX, se aprecia la intervención pública en las relaciones privadas. Se incrementa la vigilancia y administración burocráticas de las personas y los bienes con una lógica distinta a la que al menos en cuatro siglos privó.

Apreciamos que los axiomas de los juristas y economistas cambiaron en el siglo XX. Los más pregonados fueron: 1) todo puede ser una mercancía. Las cosas como mercancías pueden ser cambiadas por dinero, para concluir que casi todo puede ser mercancía y por tanto toda mercancía puede ser intercambiada, básicamente permutada o vendida, 2) refiriéndose al intercambio, para que se dé debe haber acuerdo en la mercancías y cada mercancía tiene su lugar y preferencia y las personas son las voces de esas mercancías quienes las poseen a la vez que son patrimonio. En tanto que patrimonio, genera la atención del Derecho, que se adapta de tiempo en tiempo ante todo tipo de circunstancias.

Los equilibrios en estas relaciones, cuando llegaron al desbalance derivado de las nuevas ideas desarrolladas en el siglo XIX y XX, fueron buscados por los Estados, al percatarse de los excesos de producción depredadora y destructiva, consumismo masivo con miras a la expansión irracional del capital y la falta de sostenibilidad de los emprendimientos. En este esfuerzo surgieron los derechos de segunda generación, denominados derechos sociales con un Estado asistencial e intervencionista que afianzó las libertades básicas y medió en la parte económica.

Destacamos ahora que hubo un efecto péndulo en el segundo tercio del siglo XX, donde el intervencionismo estatal ahogó las libertades y el emprendimiento enarbolando banderas como la de beneficios de acciones colectivas y asistenciales, que en México vivimos de manera intensa y con efectos

devastadores. Transitamos de un Estado policía a otro intervencionista que buscaba redistribución de la riqueza, crecimiento económico y paz social.

En este mismo periodo, podemos ver como en los Estados Unidos de América y en la Gran Bretaña, fueron fortalecidas políticas públicas liberales que generaron importante desarrollo industrial y económico, sobre todo después de la Segunda Guerra Mundial.

Las formas de asociación de regímenes antiguos, privilegiadas por Estados con control absoluto y vinculación total a las esferas del poder, se disipan y surgen otras que adquieren el anonimato que les permiten separar condiciones personales para dar lugar a las de socios, limitando su responsabilidad al monto de sus aportaciones, que hoy hace que el límite de esa responsabilidad que tradicionalmente los tratadistas no analizan ni reparan en su importancia, ante el fenómeno de la globalización, adquieren importancia y consideramos pertinente sobre hechos consumados, reparar en ello a través de señalamientos que quedaron plasmados en éste capítulo.

Derivamos de ésta parte histórica la importancia de los mercados, de la participación del Estado, de las formas de asociación en el tiempo, de la importancia de la sociedad anónima y la forma en que evolucionó a grado tal que ha adquirido importancia y poder enorme por ser dueña del capital y de los medios de producción, que como he señalado, algunos la han considerado el soberano privado supraestatal difuso.

Capítulo II

Evolución Legislativa del Mercado de Valores en México

II.I Fuentes de financiamiento en el siglo XIX

II.II Establecimiento de la primera Bolsa de Valores en México

II.III El Sistema Financiero Mexicano al final del Porfiriato y los efectos de la Revolución

II.IV Efectos de la Revolución en el Mercado de Valores

II.V La Revolución del Sistema Financiero Mexicano

II.VI Marco jurídico del Mercado de Valores de la primera mitad del siglo XX

II.VII Dos leyes del Mercado de Valores:

II.VII.I Ley del Mercado de Valores de 1975

II.VII.II Ley del Mercado de Valores de 2005

II.I Fuentes de financiamiento en el siglo XIX

La política económica en México, seguida por el gobierno colonial se diseñó con base en controles directos sobre la explotación de los recursos naturales y humanos. No tomó en cuenta la necesidad de una mejor organización del crédito que se requería de tiempo atrás, ni la falta de medios de cambio que también eran necesarios.

El crédito acrecentó su importancia dada la necesidad de actividades productivas comerciales, agrícolas y principalmente para la explotación de las minas, actividad económica muy importante que sin duda había generado progreso, razón por la cual se continuaban utilizando metales de forma irregular, troquelados con el Cuño Real, para dar certeza del peso y calidad del metal dado que eran utilizados como instrumentos de cambio, práctica que dio origen al vocablo denominado “peso”.

De manera paralela y ante la falta de apoyos de naturaleza financiera en la actividad agrícola, surgieron los agiotistas y los usureros que otorgaban a los agricultores créditos a corto plazo y altas tasas de interés. En este grupo de

financiadores se encontraba el propio clero, que andando el tiempo llegó a ser el mayor prestamista de la Nueva España, quien apoyó también la actividad minera. Esta es una de las razones por las que la Iglesia se convirtió en el principal propietario de inmuebles producto de la ejecución de garantías hipotecarias a su favor, otorgadas por particulares al concederles algún crédito. Es un rasgo común que se puede apreciar en la primera mitad del siglo XIX.

Después de más de una década de verdadera turbulencia política y social desde el inicio del movimiento de Independencia y después de consumada en 1821, siguieron treinta años sumamente complejos para nuestro país desde el punto de vista político, social y económico.

La Independencia de la Nueva España, tras once años de lucha continua provocó entre otras cosas, un profundo trastorno y postración del comercio y en general de la vida económica del recién configurado país. La guerra de independencia desarraigó a los hombres de las tareas productivas, dejó en estado deplorable el campo, trastornó a una incipiente industria, destruyó riquezas considerables, causó el atesoramiento y la salida de grandes capitales del país y modificó totalmente los causes ordinarios de todas las actividades económicas en su conjunto.

Esta circunstancia de depresión económica y carencia de capitales, obedeció, principalmente a la emigración primero y a la expulsión decretada después el 20 de marzo de 1829, de gran número de acaudalados españoles que se llevaron consigo sus riquezas, propiciando un crédito escaso y de carácter usurario.[47]

Según Guillermo Beato:

> *"...sobre las actividades especulativas como las finanzas y el comercio en donde la Iglesia tuvo un papel muy importante durante y en el período posterior (a la Independencia), hubo una pronunciada escasez de capitales en particular del capital líquido. La falta de disponibilidad*

[47] Manero, Antonio, *La Revolución Bancaria en México*, ed. Facsimilar 1957, Miguel Ángel Porrúa Librero Editor - Banco Mexicano Somex, S.N.C., México, 1991, pp.12-13.

de capital, extremó el margen de maniobra especulativa de quienes contaban con recurso para financiamiento.

La delicada situación fiscal de los nuevos gobiernos independientes, padecimiento compartido por diversas administraciones latinoamericanas, contribuyó en México a magnificar la significación de los escasos capitales en manos de los especuladores, al punto que se ha calificado a estos años como la época de los "agiotistas". La sobredimensión del papel financista trascendió las fronteras del sector penetrando en el conjunto de actividades económicas y afectando tanto a nivel público como privado".[48]

Bárbara Tenenbaum, refiriéndose a esa etapa, señala que a los mexicanos les gusta poner nombre a los diversos periodos de su historia; hablan comúnmente de la "Reforma", la "República", el "Porfiriato", etc. En contraste, el intervalo que va desde la consumación de la Independencia hasta la Reforma, unos 36 años, aún no tiene nombre, tan es así que hasta en los textos de historia general aparece descrita algunas veces con términos tan vagos como "los años difíciles". Esos años, confunden al historiador como al ciudadano ordinario porque carecen de nombre, además de una caracterización específica. Tenenbaum precisa:

"Una buena parte de su anonimato proviene de la profunda sensación de fracaso y de ineptitud que brota de sus estadísticas vitales tan peculiarmente sombrías. En los años transcurridos de 1821-1857, México soportó 53 (cincuenta y tres) gobiernos distintos, varios cientos de ministros, 4 (cuatro) organizaciones políticas y constitucionales diferentes, tres invasiones de tres potencias extranjeras distintas y la pérdida de aproximadamente una tercera parte del territorio de la nación.

[48] Beato, Guillermo, *Historia Económica de México: de la Independencia a la Revolución*, coord. Enrique Semo, Universidad Nacional Autónoma de México, Océano, México, 2004, p. 57.

Después de 1821, México tuvo que hacer frente a una economía en ruinas por no decir inexistente, elaborar una estructura fiscal pues la que existía, había quedado en el pasado colonial además de una clase dirigente dividida, un vecino poderoso y voraz y naturalmente líderes que en algunos casos no pudieron percatarse y emprendieron proyectos de nación con visiones diversas sobreestimando una supuesta grandeza de un nuevo Estado."[49]

En ese periodo la Iglesia había acumulado importantes capitales derivado de limosnas, donaciones, préstamos hipotecarios con intereses, rentas por alquiler de inmuebles, diezmos, cofradías, entre otras, razón por la cual empezaron a surgir grandes diferencias económicas entre la jerarquía eclesiástica y el poder público.

Es destacable señalar por otra parte que la iglesia católica en su función financiera perdía dinero ya que prestaba a tasas más bajas que las existentes en el mercado de los agiotistas.

A mediados del siglo XIX la Iglesia fue disminuyendo su predominio financiero frente el poder del Estado, sus ingresos no tenían un costo relacionado con los costos del mercado, los especuladores privados iban cobrando mayor importancia dada la facilidad y la ausencia de formalidad en sus transacciones. Tenía un costo muy alto mantener el aparato eclesiástico y más aún, el mantenimiento de los inmuebles adjudicados que en gran parte se encontraban abandonados e improductivos. La racionalidad económica de la actividad financiera de la Iglesia, estaba fundamentada sobre un criterio de atesoramiento distinto al de máxima rentabilidad, sin embargo la realidad era otra. Sin duda trascendieron a este continente las ideas alrededor de la usura de la Iglesia católica del siglo XV en Europa, ya analizadas en el capítulo anterior.

Importante resultó el hecho de que el Gobierno y la Iglesia entraron en pugna de manera frontal y sostenida a partir del 11 de enero de 1847, año en el

[49] Tenenbaum, Bárbara A.*, México en la Época de los Agiotistas, 1821-1857*, trad. de Mercedes Pizarro, Fondo de Cultura Económica, México, 1985, p. 11.

que se aprobó una ley (Ley de Desamortización de los Bienes de la Iglesia, también llamada Ley de Desamortización de Bienes en Manos Muertas) que autorizaba obtener 15 millones de pesos por parte del Gobierno con garantía hipotecaria sobre los bienes de la Iglesia. La reacción no se hizo esperar esgrimiendo la Iglesia su soberanía frente a la del propio Gobierno en donde se señala que en México había dos soberanos uno de los cuales era eclesiástico.[50]

Es entonces cuando surge un rompimiento total entre la Iglesia y el Estado convertido ya en una República con un orden constitucional establecido que dejaba bien clara esa división, obvio, con consecuencias importantes sobre la economía del país.

II.II Establecimiento de la primera Bolsa de Valores en México.

A mediados del siglo XIX, aparecen las denominadas Juntas Mercantiles de Comercio y en 1862, comenzó a funcionar la Lonja Minera, integrada por cuarenta y un socios, dado el auge de la actividad en esa época.[51]

Los productos que se negociaban eran: azúcares de caña, mezcal, pulque, vino, aguardiente, jabón, aceites, loza, vidrio, papel, hilados, tejidos de algodón, lana, sedas, tejidos hechos de ixtle, palma y henequén. Había tres mil explotaciones mineras, sobre 5,000 vetas, preponderantemente de plata, de las que se obtenían doce millones de quintales de frutos limpios. Las vetas principales estaban situadas en Guanajuato, la Veta Madre era la más rica del mundo, Zacatecas, Real del Monte y Real de Catorce. No había explotación extensiva de metales industriales por falta de otros medios de transporte que los existentes de arriería. La mayor parte de las explotaciones mineras eran extranjeras, sobre todo de capital inglés.

El Código de Comercio de 1854, no contenía regulación alguna sobre bolsas de valores o disposiciones reguladoras del mercado de valores. Había una total carencia de especialización legislativa en materia bursátil e inclusive bancaria.

---

[50] Knownlton, Robert J., *Los Bienes del Clero y la Reforma Mexicana (1856-1910)*, Colegio de México, México, 1971, p. 47.
[51] Riveroll González, Ernesto, op. cit., p. 58.

El desarrollo de las fuentes productivas a base de inversión de capitales resultaba extraordinariamente difícil a mediados del siglo XIX, independientemente de los factores de inestabilidad política, por las luchas intestinas y por las sostenidas con el extranjero. Prácticamente no existían en el país recursos para conceder financiamientos a base de créditos y menos dichos créditos podrían ser concedidos por organizaciones profesionalmente habilitadas y reguladas para tal fin.

Comenta Oscar Castañeda Batres, en el estudio introductorio a la obra de Luis G. Labastida intitulada "Estudio Histórico Filosófico sobre la Legislación de los Bancos", que a partir de la desamortización de 1856, el progreso de la economía de cambio creó la necesidad de medios de pago de más rápida circulación que el monetario metálico, se sintió aquí en México la urgencia de un sistema bancario.[52]

El año 1857, es un año de especial importancia dado el nacimiento de un nuevo orden constitucional en el que se fincaron muchas esperanzas, básicamente por los equilibrios que recoge hacia los Poderes de la Unión, en donde se exalta la participación del pueblo en la elección de sus representantes.

> *"Por lo que se refiere a las facultades del Congreso contempladas en el artículo 72, Fracción X, de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, lo faculta para establecer las bases (sic) de la legislación mercantil (establecer las bases no es legislar), texto infortunado que no soportaba mayor escrutinio de carácter jurídico para que surgiera la duda respecto de las facultades que los estados tenían en materia de banca, comercio y minería, hecho que hizo necesaria una modificación posterior para aclarar esta facultad en 1883.*[53]

Dado que el Congreso Federal nunca expidió las citadas bases generales, los Estados reconocieron vigencia en materia mercantil, unos a las Ordenanzas de

[52] Labastida, Luis G., *Estudio Histórico y Filosófico sobre la Legislación de los Bancos,* Estudio Introductorio de Oscar Castañeda Batres, Miguel Ángel Porrúa, Librero Editor - Banco Nacional del Pequeño Comercio, México, 1989, p. 13.
[53] Tena Ramírez, Felipe, *Leyes Fundamentales de México 1808-1983*, Porrúa, 12ª ed., México 1983, p. 618.

Bilbao y otros a las disposiciones contenidas en el Código de Lares, ya sea declarándolo vigente o bien mediante la aprobación de códigos locales que contenían las prevenciones de aquél. Como esas leyes no incluían disposiciones específicas sobre banca, el procedimiento para crear y operar instituciones de crédito fue usualmente el de contrato-concesión, base jurídica utilizada comúnmente, aun cuando algunos bancos se constituyeron sin solicitar autorización gubernamental.

Durante el imperio de Maximiliano se derogaron las Ordenanzas de Bilbao y se declaró vigente el Código de Comercio denominado también Código de Lares de mayo de 1854, el cual había sido desconocido por los liberales cuando Santa Anna fue derrotado. De conformidad con el artículo 253 del Código de Lares, Guillermo Newbold obtuvo el 22 de junio de 1864, la inscripción y matrícula de una sucursal de la sociedad inglesa denominada *London Bank of México and South America Limited"*.[54]

Un acontecimiento importante en el desarrollo del mercado de valores fue que durante el Imperio de Maximiliano de Habsburgo se expidió la Ley Reglamentaria del Corretaje de Valores que dio origen a un Colegio de Agentes de Negocios. Los corredores habilitados al amparo de esta ley podían intervenir en la negociación de toda clase de valores negociables de crédito público, nacionales, extranjeros, acciones, seguros, monedas, metales amonedados y actuar como peritos contadores. Para realizar esta actividad se requería título expedido por la Secretaría de Hacienda, prestar caución y cubrir otros requisitos adicionales como abstenerse de participar en los consejos de administración de las emisoras, actuar por cuenta propia, además de obligarse a llevar un registro preciso de las transacciones en las que hubiere intervenido.[55]

Esta referencia de Alfredo Lagunilla, es interesante, ya que no he encontrado otro antecedente de una Ley Reglamentaria de Corretaje de Valores de esa fecha como lo menciona.

---

[54] Alvarez Garibay, Jaime Manuel, "Aspectos Jurídicos sobre Financiamiento a la Banca de Desarrollo", *Tesis Doctoral*, Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Derecho, División de Estudios de Postgrado, México, 1996, p. 7.
[55] Riveroll González, Ernesto, op. cit., p. 58.

Tenemos en la época un Código de Comercio vigente desde 1954, que en su Sección Primera, Título Cuarto, Libro Primero del artículo 81 al 97, reguló la correduría entre otras actividades.

El Doctor Salomón Vargas refiere que en el Código de Comercio de 1854, o Código de Lares, por haber participado de manera importante en su redacción Teodocio Lares a la postre Ministro de Justicia, Negocios Eclesiásticos e Instrucción Pública durante la Presidencia de Antonio López de Santa Anna, para ejercer la actividad de Corredor se requería autorización, se excluía a las mujeres, militares, empleados y extranjeros, tenían obligación de llevar libros y se les prohibía ejercer el comercio. Sigue comentando el autor:

> *"En esta codificación mercantil, conocida también como Código de Lares, se le concedieron al Ministerio de Fomento las facultades relativas a la reglamentación de Corredores y al efecto expidió el Reglamento y arancel el 13 de julio de 1854, vigente hasta la promulgación del Código de Comercio de 1884,"* [56]

Dado que fue una copia de diversas disposiciones de ordenamientos europeos, su aplicación fue prácticamente nula ya que había operaciones que no se conocían en México, inclusive no faltó quien la tachara de inconstitucional por no existir base jurídica en la Constitución vigente en esa época para la realización de esas actividades.

Existen antecedentes de que en la segunda mitad del siglo XIX ya se gestaban algunas iniciativas encaminadas a la creación de una bolsa de valores. A principios de los años ochenta se formó un circulo de ingenieros de minas, empresarios de renombre e inversionistas mexicanos y extranjeros, por iniciativa del señor Emilio Trigueros, con interés por crear un mercado de valores. Esta Lonja se reunía periódicamente en la oficina del señor Trigueros, ubicada, según se cree, en la calle de Plateros, hoy calle de Madero, para estudiar títulos,

---

56 Vargas García, Salomón, *Algunos Comentarios sobre el Comercio Electrónico y la Correduría Publica en México,* 2ª ed., Porrúa, México, 2007, p. 134.

examinar y formular escrituras y negociar las acciones recomendadas por expertos.[57]

Hay otros antecedentes y anécdotas de la época. Uno de ellos es el de la viuda de Genin. Como sabemos hubo muchos europeos que se fueron avecinando en México, que incursionaron en negocios ferreteros, ultramarinos, restaurantes, cafeterías, prendas de vestir hilados, tejidos, fundos mineros y bancos. Entre ellos hubo una familia belga atraída por la riqueza del subsuelo mexicano, la familia Mayeu, quien entre sus miembros tenía a una joven de nombre Filomena Mayeu, quien contrajo nupcias con el francés Alexis Genin, avecindado también en México, quien compró a Antoine Plaisant, un inmueble ubicado en la esquina de Plateros y Espíritu Santo (hoy Isabel La Católica y Madero). El matrimonio procreó tres hijos y tras la prematura viudez, doña Filomena decidió sacar adelante el negocio y lo transformó en un atractivo lugar de reunión al que puso el nombre de "Dulcería y Pastelería de la Viuda de Genin", donde asistía gente importante.

Entre los salones de ese lugar se daban cita, literatos, políticos, además de hombres de negocios franceses y catalanes. Los concurrentes a la pastelería empezaron a formalizar sociedades anónimas y a colocar sus títulos como sucedió con el Palacio de Hierro, negocio en el cual doña Filomena Mayeu viuda de Genin, invirtió treinta mil pesos en acciones fundadoras. En breve la trastienda se convirtió en un dinámico centro bursátil, que inclusive mantenía un pizarrón para registrar posturas. La propietaria resultó una amable y entusiasta promotora y sus opiniones eran solicitadas por prominentes personajes de la vida pública, entre ellos los llamados "científicos" encabezados por el ministro Ives Limantour.[58]

Ahí se daban cita personas que fueron importantes agentes de valores como Agustín Quintanilla, Julio Aspe, Paulino Ortega, Alfredo Barreiro, Luis y Guillermo Uhink, que hacían a diario corro en los umbrales de la Pastelería.

Los esfuerzos de la viuda de Genin se vieron recompensados al tiempo en lo personal y sus hijos hicieron matrimonio con los hijos y las hijas de los empresarios más prominentes del país y dueños de empresas tan importantes

[57] Riveroll González, Ernesto, *op. cit.,* p. 60.
[58] *Ibidem.,* p. 62.

como la Compañía Industrial de Orizaba, Cervecería Moctezuma, dos de sus hijas se casaron con miembros de la familia Tront, fundadores del Palacio de Hierro.

Todo parece indicar que la actividad bursátil en nuestro país tiene su nacimiento formal el 31 de octubre de 1894, fecha en que queda inscrita la escritura pública que da nacimiento a la Bolsa de Valores de México, S.A., teniendo como accionistas a agentes de valores y gente de negocios, que tuvo como propósito crear un centro de operaciones estable, así como dar cauce a la negociación de valores con normas que contribuyeron y fomentaron la confianza de la comunidad bursátil de la época.

Alfredo Lagunilla Iñarritu, señala que los modestos orígenes del mercado de valores mexicano al igual que tantos otros mercados de esta clase en el mundo-nacieron en alguna esquina (el nuestro en ésta capital), donde se dice que un experto en información sobre títulos valoraba o compraba títulos mineros en boga, gracias a sus altos rendimientos. Posteriormente, los corredores con alguna clientela trabajaban a pie y también un grupo de ellos adquirió coches rojos de dos caballos, cuyos aurigas (hombre que gobierna las caballerías de un carruaje), servían de guía para conocer al corredor que se buscaba. Estos carruajes llevaban a sus ocupantes en busca de compradores por los ámbitos de la naciente burguesía citadina.[59]

Los últimos meses de la primera presidencia de Porfirio Díaz (1876-1880) y los cuatro años del período presidencial de Manuel González de febrero de 1880 a 1884, marcaron un reajuste de la política mexicana sobre inversiones extranjeras. Se permitió la participación de éstas en la actividad económica que era en su consideración la única manera efectiva de acabar con el espíritu de guerra y subversión que en forma continua acechaba a nuestro país. El cálculo de la decisión fue bueno, las inversiones no tardaron en llegar, sobre todo en los sectores comunicaciones y transportes desde Europa.

[59] Lagunilla Iñarritu, Alfredo, *La Bolsa en el Mercado de Valores de México y su Ambiente Empresarial,* t. I., ed. ilustrada de la Bolsa Mexicana de Valores, México, 1973, pp. 3-4.

Por Decreto del 19 de octubre de 1887, se aprobó el contrato celebrado el 21 de mayo del mismo año entre el Gobierno General y los señores Aspe y Labadie para el establecimiento de una bolsa mercantil.[60]

El establecimiento se denominó Bolsa Mercantil de México, nombre utilizado desde 1896, que fue el año en que inició operaciones informales y sus cotizaciones se publicaron en El Economista Mexicano desde el 22 de enero de 1887, en el que se incluían cambios y cotizaciones de Londres, París y Nueva York.

El 6 de junio de 1888, se expidió un decreto en el que se aprobó otro contrato fechado el 21 de febrero del mismo año entre el Gobierno Federal y Don Feliciano Navarro, para continuar los negocios de la Agencia Mercantil establecida desde 1885.

Un acontecimiento importante se gesta después de la autorización de la primera y segunda bolsas en México, se publica el Código de Comercio de 1889, que incorpora previsiones importantes a la actividad de los corredores: a) se otorga la facultad al Ministerio de Fomento de expedir títulos y después deriva de este un Reglamento de Corredores para la Plaza de México del 1 de noviembre de 1891, con una estructura más sólida y una clasificación, dependiendo de la actividad o la intervención que tuvieran en los diversos actos jurídicos.

Hacia 1890, existían casas de comisionistas en la calle de Cadena (hoy Venustiano Carranza) en la Ciudad de México, destacando las de Castro de la Mora, P. Pérez y Cía., J. Ituarte, Salvador de la Fuente, etcétera. También manejaban envíos de pesos fuertes del interior para comprar abastecimientos en la capital y Veracruz. Este manejo de caudales se transportaba mediante grandes caravanas de carros debidamente escoltados por caballería e infantería. Este tráfico dejó de realizarse a finales del siglo XIX.

Fue también que en ese año, 1890 que Joaquín Casasús, elaboró una propuesta para incorporar en la Ley General de Instituciones de Crédito, a las

[60] *Ibidem.,* p. 3.
El autor señala que respecto a la antigüedad de los corredores y sus estatutos, en 1862, ya existían en México las Juntas Mercantiles de Fomento y una Lonja de México, sin más formalidades de constitución que la señalada del 31 de octubre de 1894.

bolsas de comercio, sus funciones, tipo de negociaciones y normas operativas. Lamentablemente la Ley de 1897, no recogió la propuesta y hubo necesidad de esperar más tiempo para ver el nacimiento del marco jurídico de las bolsas de valores.

La bonanza y lo volátil de los negocios mineros atrajeron a numerosos personajes foráneos a este mercado de títulos y algunos de ellos acabaron siendo patricios de nuestra oligarquía industrial y financiera.

La intervención del corredor se extendía a toda clase de contratos, entre otros a los de bienes raíces. Cada día adquirían mayor importancia.

Los corredores se dividían en titulados y "coyotes". En 1897, existió un Colegio de Agentes de Negocios, cuya lista de ciudadanos agentes titulados autorizados para ejercer, por haber cumplido con lo que prevenía la Ley del 17 de octubre de 1867, con expresión del lugar donde despachaban. El colegio estaba presidido por el señor Gregorio Landa y por el señor Ignacio Solares, vicepresidente.[61]

Sin duda hay antecedentes previos al señalado que intentaron crear institucionalidad en la actividad bursátil, sin embargo, no se dieron los frutos deseados, sino hasta la fecha que se menciona como la más exacta con los acontecimientos formales encaminados a este fin.

La razón parece ser la misma en los documentos consultados. Deslumbrados por el auge de los valores mineros e industriales, creció la anarquía en su negociación toda vez que surgieron advenedizos de la actividad, inversionistas imprudentes, aventureros en busca de fortuna, que obligó a los profesionales de esta actividad a crear su marco regulatorio.

Otro grupo encabezado por los señores Francisco A. Llerena y Luis G. Necochea, formaron otra sociedad con idénticos fines, quedando suscrita la escritura pública respectiva el 14 de junio de 1895, que contenía el contrato social de la Bolsa de México, S.A., con un capital de cuarenta mil pesos.

La coincidencia de objetivos y la estrecha relación de sus miembros, dio lugar a la fusión con la Bolsa Nacional de México, que ya existía y que quedó

[61] *Ibidem.,* p. 4.

formalizada el 3 de septiembre de 1895, subsistiendo el nombre de Bolsa de México, S.A.

Acto seguido los socios y otros participantes, se dieron a la tarea de generar el marco regulatorio y fueron lanzadas las convocatorias dirigidas a otros corredores diferentes a los fundadores a inscribirse y registrarse conforme a la normativa que fue diseñada *ex – profeso,* iniciando a la vez, la inscripción de las empresas emisoras. El presidente del Consejo de Administración de esta sociedad fue Manuel Nicolín y Echánove y la inauguración de la actividad de la Bolsa de México, S.A., dio inicio a sus operaciones el 21 de octubre de 1895, su solemne inauguración apareció detalladamente descrita en el Boletín Diario de la recién fundada Bolsa de noviembre del mismo año.[62]

El periódico "El Universal", el 23 de octubre de 1895, daba cuenta de la apertura del local en donde se estableció la Bolsa de México, S.A., en la segunda calle de Plateros (hoy Francisco I. Madero), en la Ciudad de México, así como de las operaciones realizadas, sobre todo las relacionadas con la industria minera.

---

[62] *Idem.*

Nota.- Don Alfredo Lagunilla Iñarritu refiere lo siguiente en la página 4 de la obra citada: *"*Los prolegómenos de esta Bolsa de México son como sigue: *en junio 14 de 1895 fue establecida una sociedad anónima denominada Bolsa de México, con un capital de 40 mil pesos, representado por 200 acciones de 200 cada una. En aquella época, encontramos una compañía llamada Bolsa Nacional de México, la cual en el mes de septiembre del mismo año se fusionó con la Bolsa de México, creándose así una nueva Bolsa de México, la cual contaría con el capital de la antigua Bolsa de México que era de 40 mil pesos, más un aumento de capital de 20 mil pesos, representando por 100 acciones de 200 pesos cada una, entre fundadoras y liberadas. Un aviso del 25 de octubre de 1895 determinó la fusión de los derechos entre ambas compañías. La nueva Bolsa de México inició sus operaciones comerciales en la indicada fecha del 21 de octubre de 1895, dirigida por un Consejo de Administración formado por cinco vocales propietarios y cinco suplentes.*

Consejo de Administración

Propietarios:	***Suplentes:***
Manuel Nicolín Echánove	José Viadero
Francisco de A. Llerena	Gervasio Vegambre
Hugo Scherer	J. Watson
Nicolás Álvarez	Manuel García Goytia
Francisco Cortina	Ulises Bassetti

Comisarios

Propietarios:	***Suplentes:***
Luis G. Necoechea	Fernando Duret
Julio Limantour	Francisco de la Maza"

"El Economista Mexicano" (publicación semanal) del 26 de octubre de 1895, anunció la inauguración la Bolsa de México, Sociedad Anónima, señalando que había tenido lugar *"con mucho brillo en esta ciudad, el lunes 21 de octubre, y hacía votos porque los resultados para ella y para el público, sean del todo satisfactorios".*

El "Siglo XIX" en publicación de fecha 22 de octubre de 1895, informó por su parte *"Ayer por la mañana se inauguró La Bolsa de México situada en el número 9 de la calle de Plateros. El edificio de la Bolsa es amplio y está dotado de todas las oficinas necesarias".*

"El Minero Mexicano" anunció solemne inauguración de la Bolsa de México *"cuyo objeto es crear un centro de contrataciones para la compra y venta de valores negociables del país o del extranjero, públicas y privadas, mercantiles, industriales y mineras, legalmente emitidas, así como para la compra y venta de efectos y mercancías. Las transacciones se verificarán sobre los valores inscritos y cotizados por ésta, únicas sobre las cuales podrán verificar operaciones. Estas operaciones formarán la base de las cotizaciones oficiales de "La Bolsa", las que se publicarán en un periódico de la misma, para el conocimiento del público".*

Vale mencionar que también en las calles de Palma y 16 de Septiembre, en donde estuvo el hotel y café de la Bella Unión, después Hotel Independencia, en sus billares, se operaron valores mineros en los comienzos del siglo XX.

La Bolsa de México adoptó la figura de sociedad anónima, según nuestro Código de Comercio vigente en ese tiempo. Fueron emitidas 300 acciones, representativas del capital social de 60 (sesenta) mil pesos, del cual fueron exhibidos sólo el 25 (veinticinco) por ciento.

Se estableció también un procedimiento para la existencia de socios suscriptores y se fijó un número de cincuenta agentes e intermediarios de los negocios. Los agentes quedaban sujetos a la calificación de honorabilidad o garantizadas sus operaciones con una fianza de cinco mil pesos a satisfacción del Consejo de Administración para los casos previstos en los estatutos sociales. Fue acuerdo unánime no limitarse a los valores mineros sino a toda clase de valores negociables públicos, privados y aún a los efectos y mercancías.

Los diarios que en ese momento eran publicados en la época, sin ser especializados, publicaban listas de cotizaciones de “La Bolsa Mercantil de México” y por otro lado, aparecían listas de las cotizaciones “en plaza” del mercado minero. Las cotizaciones de dicha Bolsa Mercantil incluían fondos públicos, valores mexicanos, mercado monetario, cambio sobre el exterior y efectos. A veces, las noticias se referían sencillamente al “Sector de Bolsa” sin otra especificación, como es natural se daba más importancia a las operaciones mercantiles (algodón, trigo, etcétera) y a las transacciones con el exterior.

Señala Alfredo Lagunilla, que el sistema de selección para ingresar a la Bolsa, el distinto procedimiento de operaciones y otra serie de circunstancias, hicieron que se formara otro grupo de corredores que se estableció en la Calle de la Palma y que regenteó Don Miguel Calapiz. La deficiente organización que se dio a la Bolsa de México, contrastando con las facilidades que se daban para operar en el local de la Calle de la Palma, adjudicaron el triunfo a quienes se congregaban en este último lugar. Poco a poco la Bolsa de México de la segunda Calle de Plateros, fue perdiendo interés; el movimiento se redujo a su mínima expresión, los remates a veces no se efectuaban por falta de asistencia y por último, en abril de 1896, ya no se registraron operaciones de ninguna clase, por lo que la institución fue clausurada y su nombre pasó a ser un recuerdo histórico.[63]

Parece lógico que, como consecuencia de la desaparición de la Bolsa de México el centro de operaciones de la Calle de la Palma hubiese logrado conquistar posiciones hasta adquirir la categoría de instituciones oficial. Sin embargo y no obstante las favorables condiciones en que ciertas circunstancias la habían colocado, no pudo lograr tales progresos. Los disensos entre los dirigentes y otras dificultades de orden pecuniario motivaron que aquel centro bursátil desapareciera poco tiempo después que la Bolsa de México.

Para llenar el vacío que causó la desaparición de las bolsas mencionadas, un agente de apellido Munguía tomó por su cuenta un local en la calle Cinco de Mayo, asequible a todos los corredores mediante el pago de cinco pesos

[63] *Ibidem.,* p. 12.

mensuales. Pero al no encontrar aceptación sólida por parte de estos últimos, fracasó también esa iniciativa.

Los corredores, a partir del momento en que cesó operaciones la Bolsa de México, comenzaron a reunirse en una vieja casona que fue derruida para construir el actual Casino Español ubicado en las calles de Isabel la Católica, entre Venustiano Carranza y 16 de Septiembre. Más tarde se establecieron en lo que hoy es el local que ocupa la Casa Boker en Isabel la Católica y 16 de Septiembre en el Centro Histórico del Distrito Federal, y de ahí se trasladaron a los billares del Hotel de la Bella Unión en las calles de Palma y 16 de Septiembre.

Posteriormente, el señor Munguía volvió a establecer un local en la Calle de Capuchinas (hoy Venustiano Carranza) cerca del inmueble que hoy ocupa el Banco Nacional de México, S.A., el denominado Palacio de los Condes de Valparaiso, ubicado en la esquina que forma esa calle con Isabel la Católica.

El 4 de enero de 1907, nace la Bolsa Privada de México, S.C.L., que reglamentó la liquidación y registro de los valores mineros, bancarios e industriales, en 1910 cambió su nombre a Bolsa de Valores de México, S.C.L., operó bajo bases de autorregulación y con un negocio que crecía cada día.

Un suceso muy importante y de carácter mundial fue la crisis de 1907, que tuvo particular influencia en México. Se ha señalado por varios historiadores y economistas que fue uno de los factores que propiciaron la Revolución de 1910. Se dieron algunos acontecimientos que lastimaron el sistema bursátil en Estados Unidos de América, que debilitaron el sistema financiero de ese país y se fue creando cierto pánico bancario que generó una severa depresión que afectó a México en 1908 y 1909. La parálisis económica causada por la depresión de 1908, fue uno de los catalizadores de la Revolución de 1910. México dependía mucho de mercados y capital extranjeros, sobre todo de Estados Unidos, la depresión en Estados Unidos dañó a la economía mexicana, generó amplia insatisfacción con el gobierno de Porfirio Díaz, y fue uno de los factores que provocaron la rebelión de los maderistas y otros revolucionarios en 1910.

II.III El Sistema Financiero Mexicano al final del Porfiriato y los efectos de la Revolución

El período de 1894 a 1911, ha sido señalado como uno de los períodos más prósperos en la historia de nuestro país, pero no menos cierto es que en el aspecto económico y financiero las cosas no estaban organizadas de manera adecuada, por lo que en casi dos décadas la organización en el rubro económico y financiero tuvo cambios significativos.

Es evidente que ante la necesidad de fuertes inversiones y transacciones de diversa naturaleza, surgió la necesidad de un sistema financiero sólido que soportara las necesidades y los embates del desarrollo que hubo durante ese periodo.

Se dice que Porfirio Díaz tuvo a tres grandes hombres que se convirtieron en los artífices de los mejores momentos de la dictadura, se trata de don Manuel Romero Rubio, Joaquín Baranda y Carlos Pacheco, dos de los cuales mueren hacia finales del siglo XIX (Romero Rubio y Pacheco), quienes ya no alcanzan a ver la segunda etapa del Porfiriato encaminada a la reconstrucción económica y financiera del país, la cual queda en manos de José Yves Limantour, quien ocupa en ese periodo el cargo de Secretario de Hacienda teniendo como principal mentor a Don Manuel Romero Rubio.

Un personaje del Porfiriato que no podemos dejar de citar es Don Joaquín D. Casasús, miembro señero del grupo de intelectuales conocido bajo el nombre de los “Científicos” por el conocimiento y la preocupación de saber y aplicar diversas ciencias resolviendo por ese camino los problemas del país, destaca entre ellos debido a su inteligencia, vasta cultura y gran calidad humana. Este prestigiado abogado no dejó de participar prácticamente en ninguna de las iniciativas que surgieron en materia financiera en las postrimerías del siglo XIX.

Casasús es designado por el Gobierno para presidir la Comisión redactora del Código de Comercio de 1889, misma que trabajó en un proyecto de ley para la organización de las instituciones de crédito en 1890, la cual no llegó a publicarse en ese periodo. La Ley de Instituciones de Crédito de 1897, incorpora muchas de las ideas del proyecto Casasús.

El citado proyecto de 1890, recoge en su Capítulo VII, artículos 94 y siguientes, la regulación de las bolsas de comercio, señalando como requisito el de la concesión por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y un capital de veinte mil pesos, regula el objeto del denominado contrato de bolsa, los valores cotizables y algunas reglas para la realización de operaciones por parte de los corredores de la plaza en donde se ubicara la bolsa. Este proyecto nunca llegó a ser derecho positivo, pero se aprecia con claridad el interés que sobre este tema puso Don Joaquín Demetrio Casasús.[64]

Comenta Jorge Vera Estañol, que José Yves Limantour lleva a cabo los siguientes trabajos:

> *"Reorganiza las finanzas, nivela los presupuestos, obtiene superávit por primera vez, reforma el sistema bancario, suprime las alcabalas, consolida la deuda pública interior y exterior, levanta considerablemente el crédito nacional en las bolsas europeas, interesa a los capitales extranjeros en las empresas privadas –mexicanas-, y todavía más allá de ese período– en la decadencia del Porfiriato realiza la reforma monetaria en 1905 y nacionaliza cuatro años más tarde las grandes líneas ferrocarrileras de la República"*.[65]

Se trata de actividades sumamente encomiables por el momento histórico vivido y por la situación específica del país. Por tal motivo, hacemos un merecido reconocimiento y apreciamos en su justa dimensión los inmensos avances que en materia financiera hubo durante la administración de Porfirio Díaz. Los logros están a la vista y son materialmente palpables como lo hemos podido observar.

Gran parte de la infraestructura pública, se debió a la importante actividad del ministro Limantour, quien a pesar de la simpatía de que fue objeto por parte de la oligarquía financiera, no pudo cristalizar sus aspiraciones a la presidencia del

[64] Casasus, Joaquín, *Las Instituciones de Crédito,* ed. Facsimilar 1890, Miguel Ángel Porrúa, Librero Editor, México, 1991, p. 407.
[65] Vera Estañol, Jorge, *Historia de la Revolución Mexicana,* Porrúa, México, 1976, pp. 79-80.
.

país, pues ya durante el cuatrienio 1896-1900, teniendo 70 años Díaz, empezaron a correr algunas dudas, respecto de la inmortalidad que sus aduladores le empezaban a conferir. Por su parte, los banqueros, los industriales y los grandes comerciantes, formados en el núcleo de los antiguos "científicos" empezaron a evaluar los nombres de potenciales sucesores inclinándose dada la prosperidad financiera y económica de la nación por la persona de José Yves Limantour y por otra parte los militares se inclinaron por Francisco Z. Mena en ese momento Ministro de Comunicaciones y Obras Públicas. Dos personas que habían destacado en ese periodo por una serie de proyectos que habían materializado y eran razón de esa bonanza que la sociedad veía materializada.

Desafortunadamente el estado de salud del Ministro Limantour fue uno de los principales motivos para que desistiera de la propuesta de convertirse en Presidente de la República de nuestro país, hecho que dejó el camino más que propicio para un próximo período del general Porfirio Díaz.

Carlos Díaz Dufoo da cuenta de que ya en el mes de noviembre de 1895, el señor Limantour, convaleciente de una enfermedad que padeciera de la vista, se presentó a la Cámara de Diputados, a iniciar ante aquella Asamblea diversos trabajos relacionados con el presupuesto de 1896 y con una serie de iniciativas, que lo tenían más ocupado en sus tareas de Secretario de Hacienda, que en las aspiraciones presidenciales.[66]

Otro de los argumentos que se mencionan para no continuar con sus aspiraciones presidenciales es que la inhabilidad desde el punto de vista constitucional de Limantour para la Presidencia de la República, por ser hijo de padre extranjero y no mexicano por nacimiento como lo exigía la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos de 1857, fue un argumento de último momento esgrimido para que el General Díaz se convirtiera en una ocasión más por las circunstancias del momento histórico en el Presidente electo para un período adicional.[67]

---

[66] Díaz Dufoo, Carlos, *Limantour*, Eusebio Gómez de la Puente, 2ª ed. Nuevo México, 1910, pp. 92-93.

[67] Vera Estañol, Jorge, *op. cit.*, p. 87.

Nota.- Señala el autor que tres abogados inteligentes, ambiciosos y llenos de ardor, sin mencionar sus nombres fundaron el periódico "La Protesta", con el único y exclusivo objeto de atacar la personalidad política de Limantour en donde también refiere que el propio Bernardo Reyes a la

Victoriano Salado Álvarez, en sus memorias señala que:

"…derivado del discurso de Francisco Bulnes sobre la reelección en el que fue aplaudido como gran orador y valiente en el discurso, el círculo de amigos del General Díaz se escandalizaron de los aplausos de los legisladores sobre dicho discurso y rasgando sus vestiduras no siempre limpias del fango de la calle, y cubriendo sus cabezas con ceniza, no siempre ardiente y capaz de calentarse un poco las seseras fueron con el chisme al General Díaz, asegurándole que eran unos conspiradores y unos pésimos gobiernistas… de ellos fue el dicho Félix Romero, admirado entre jacobinos por haber sido –casi nada– ¡Constituyente del 57!".[68]

Señala José Yves Limantour en su informe de 1906:

"La experiencia ha señalado, desgraciadamente, que los bancos pueden constituirse con capital ficticio por sus organizadores, que se reservan los cargos del Consejo de Administración y se hacen préstamos en cuenta corriente por cantidades iguales a las que enteran para establecer el banco. También se ha visto que personas influyentes que dirigen estos establecimientos, han absorbido para sus ocupaciones particulares, una parte considerable del capital social, sin dar las mismas garantías que hubieran exigido a cualquier extraño".[69]

Se dice que el principal crítico de la Ley de1897, fue el propio Secretario de Hacienda quien propuso reformas en dos ocasiones (1905 y 1908), sobre todo por la anarquía existente entre los bancos de emisión.

---

postre Secretario de Guerra y con ambiciones de poder estaba detrás de toda esta campaña de ataques incluyendo a su hijo Rodolfo Reyes.

[68] Salado Álvarez, Victoriano, *Memorias de Victoriano Álvarez Salado*, Iberoamericana de Publicaciones, México, 1946, pp. 350-351.

[69] Manero, Antonio, *op. cit.*, p. 25.

El 10 de febrero de 1908, se expidió una circular que tenía por objeto la realización de un concurso para realizar trabajos preparatorios a efecto de reformar la Ley de Instituciones de Crédito de 1897, y otras disposiciones en materia financiera en la que exponía diversas deficiencias y en la mayoría de los casos propuso la forma de atacarlas. Se dice que el autor de esa circular fue en lo particular don José Yves Limantour.

Los primeros resultados de los vicios derivados de esa anarquía quedaron patentes al venir la crisis de 1907, derivada por la situación política del país, provocó la baja de todos los valores y de la propiedad dejando con garantías insuficientes a los bancos, sin embargo, en ánimo de no sacrificar ni un centavo de su cartera los bancos iniciaron una serie de negociaciones lesivas en donde tenían a su favor créditos con saldos muy abultados pero incobrables.

Infortunadamente, existieron diversas anomalías en la distribución del crédito, fundamentalmente privilegios hacia los propios accionistas, importantes comerciantes, latifundistas e industriales de la época, sin una posibilidad real de recuperación que hizo nulos los esfuerzos de desarrollar la estructura del sector bursátil.

Por otro lado, el ochenta por ciento de las instituciones de crédito tenían la categoría de instituciones de emisión, depósito y descuento con la facultad de otorgar préstamos a un plazo no mayor de seis meses. En la práctica los bancos de emisión aceptaban regularmente obligaciones a término mayor de seis meses que se renovaban en forma indefinida.

El hecho es que no fluyó el dinero hacia las ramas productivas, las actividades de emisión derivaron fundamentalmente a la especulación, ya que recibían billetes a descuento del cinco por ciento e inmediatamente hacían liquidez en cien por ciento mediante el canje de billetes emitidos por bancos estatales aprovechando los problemas generados por la circulación fiduciaria en los estados.

Todas estas contradicciones del sistema financiero, en específico la falta de liquidez de la mayoría de los bancos, las enormes dificultades de los bancos

yucatecos derivados básicamente por la disminución del precio del henequén, provocaron el estancamiento y la restricción del crédito.

Así, el 9 de mayo de 1908, el Congreso expidió una "Ley Reformatoria *(sic)* de la Ley de Instituciones de Crédito de 1897". El hecho es que después de once años de vigencia de la citada ley, los resultados de la actividad dejaron mucho que desear, aunque es innegable que si hubo desarrollo de la banca en México. La reforma tenía en el fondo la pretensión de evolucionar hacia un sistema tendiente a su perfeccionamiento , tratando de remediar las contradicciones internas de los bancos, restituir sus funciones genuinas, un sistema de pagos que brindara confianza y eliminar potenciales riesgos sistémicos, evitar arbitrajes en el canje de billetes de banco, entre otras.

La reforma trató de ampliar las expectativas de crédito de corto a mediano y de mediano a largo plazo procurando que los bancos de emisión se convirtieran en bancos refaccionarios y suspendiendo el otorgamiento de nuevas concesiones para la fundación de bancos de emisión. En forma paralela se establecieron medidas para unificar la circulación fiduciaria de los billetes de banco.[70]

El año de 1908, marca el inicio de una crisis decisiva y el principio de una rápida decadencia del sistema bancario porfirista.

Señala Verónica Allende que:

> *"Casi la totalidad de los Bancos de emisión estaban funcionando sobre bases inestables, sus capitales y sus inversiones y préstamos carecían de la suficiente garantía y necesaria liquidez, a lo que se agregaban los crecientes conflictos sociales"* [71].

[70] Allende Acosta, Verónica, "Economía Mexicana Durante el Porfiriato*", Tesis* No. 1741, Universidad de Puebla, México, 2003, p. 148.
Nota: La autora en el capítulo tercero de su investigación, al tratar la evolución del sistema financiero durante el Porfiritato, refiere al Banco Central Mexicano como uno de aquellos que fueron constituidos en 1898, con una serie de privilegios hacia sus accionistas quienes aprovecharon el momento coyuntural para hacer un extraordinario negocio siendo éstos fundamentalmente gente cercana al poder como don Fernando Pimentel y Faguaga.
[71] *Ibidem.*, p. 149.

Las reformas de 1908, habían venido a precipitar una crisis económica que era resultado de la contradicción interna con que los bancos porfiristas tuvieron nacimiento y se fueron desarrollando a través de los años. A falta de efectivo, por la inmovilidad de la cartera bancaria, los establecimientos de crédito solo pudieron sostenerse explotando el negocio de la emisión de billetes.

Las reformas del señor Limantour, introdujeron figuras tendientes al resguardo de los intereses de los establecimientos y de la mejora de la economía favoreciendo la agricultura, la irrigación, la exportación, el transporte y la sustitución de importaciones. Se prohibieron las operaciones a plazo mayor a seis meses, la aceptación de letras en descubierto, la apertura de créditos no revocables, la aceptación de emisiones de valores en firme por una cantidad mayor de la suma del capital y fondos de reserva; la explotación directa y por su cuenta de negociaciones industriales. Se impidió que los individuos del Consejo de Administración, los gerentes de bancos y directores de sociedades colectivas o comanditarias realicen operaciones de crédito en las cuales puedan resultar sus deudores.[72]

El ministro Limantour explicó al Poder Legislativo lo siguiente:

> *"La notoria importancia de los bancos –que suscribieron el convenio de constitución de que se trata, el crédito de que gozan y su papel innegable de directores de mercados, en el que han prestado eficaz cooperación al progreso del país, eran circunstancias que señalaban a muchos establecimientos como los más a propósito para dar vida a la nueva institución, destinada a desempeñar funciones que no le era posible ejercitar a aquellos dentro de la naturaleza especial de las suyas, perfectamente limitadas ya por las leyes bancarias y por los respectivos contratos de concesión".*[73]

[72] Díaz Dufoo, Carlos, *op. cit.*, pp. 206-207.
[73] *Ibidem.,* p. 213.

Sobre Limantour se ha escrito mucho. El Doctor Jaime Alvarez Garibay escribe sobre una faceta poco conocida del Secretario de Hacienda y Crédito Púbico y señala:

> "*Las relaciones entre Limantour y Diaz, debieron haber sido complejas dados los antecedentes de los dos hombres y pese a haber sido compadres. Es indudable que había tensiones e incluso hay quienes afirman que, secretamente, Diaz animaba a los detractores de los científicos a que los atacaran, porque nunca les tuvo confianza. Por otro lado, las diferencias de educación, edad, metas, etc. entre Diaz y varios miembros del grupo colocaba de fondo a unos y otros en esferas muy diferentes…*
>
> *…entre Limantour y algunos de sus amigos que se sintieron traicionados cuando el ministro aconsejó a Diaz removerlos de sus cargos, o bien, entre él y el propio don Porfirio, cuando el ministro decidió ausentarse del país pretextando su mala salud y habiendo dejado solo a Diaz a punto de estallar la Revolución; incluso hay quienes afirman que Limantour negociaba secretamente la vicepresidencia con Madero una vez que Díaz dejara el poder"*[74]

Así, la primera década del siglo XX, apreciamos que fue atribulada y se caracterizó por el inicio y desarrollo de operaciones con valores representativos de capital y derechos de crédito de bancos, empresas industriales, comerciales y mineras. Los corredores titulados utilizaron su viejo reglamento y principios normativos de 1895 y continuaron sus intercambios y operaciones en la calle de Tiburcio número 22, hoy Uruguay 45, en 1907, se constituyó así la Bolsa Privada de México, S.A.

[74] Álvarez Garibay, Jaime Manuel, "Letrados de Finales del Siglo XIX y Principios del XX. Los Científicos", *Tesis Doctoral* en Historia, Universidad Iberoamericana, 2011, pp. 391-392.

Los suscriptores de la escritura constitutiva fueron los señores Carlos Scherer, Pablo Northey, Alfredo A. Guzmán, Agustín Quintanilla, Adolfo Levy, Alberto Morales Manzo, Humberto Andraguez y Francisco Javier de Vertiz.[75]

II.IV Efectos de la Revolución en el Mercado de Valores.

Desde inicios del siglo XX se dejaba ver una situación compleja en la hacienda pública. José Yves Limantour en su informe de 1906, lo mencionó. Los primeros resultados de los vicios derivados de esa anarquía quedaron patentes al surgir la crisis de 1907 y agravados por la situación política del país; la baja de todos los valores y de la propiedad dejó con garantías insuficientes a los bancos, sin embargo, en ánimo de no sacrificar ni un centavo de su cartera los bancos iniciaron una serie de negociaciones lesivas en donde tenían a su favor créditos con saldos muy abultados, pero incobrables.

Antonio Manero reproduce una circular de 1908, que se expidió para los bancos de emisión que refleja la situación del sistema financiero en ese momento:

> *"Existe la idea, muy difundida en las diversas clases sociales, de que las funciones de los bancos de emisión y depósito, son las mismas que las de los banqueros particulares y aun de los simples prestamistas; que la principal carga que han asumido los bancos, por el hecho de haber obtenido del gobierno una concesión, es el deber de prestar al público hasta el último centavo que tengan en caja; que toda persona que cree merecer confianza personal o que posee propiedades más o menos valiosas o realizables, tiene derecho a exigir que se le faciliten fondos; que los bancos faltan a su misión y por lo mismo incurren en la más severa censura, si rehúsan hacer operaciones precisamente en los momentos de escasez de dinero, que es cuando cierran sus puertas los banqueros particulares y prestamistas, éstas apreciaciones y otras muchas semejantes contribuyen a falsear el concepto público, con respecto a las instituciones de crédito; y lo que es peor, a que*

[75] Lagunilla Iñárritu, Alfredo, *op. cit.*, t. I Apéndice 7, p. 329.

dichas instituciones se vayan desviando aunque –otros– menos cautelosos, les arrebaten la clientela."[76]

Es importante mencionar que dentro de la legislación bancaria se incluía la del mercado de valores. A partir de 1910, no se percibieron cambios inmediatos en la economía en México y los capitales extranjeros se mantuvieron en el país. Fue en 1912, cuando iniciaron una serie de movimientos volátiles dentro del Mercado de Valores Mexicano, en términos generales la minería, la industria y el comercio no se vieron afectados, sino hasta 1913, año en que Victoriano Huerta perpetró el asesinato del presidente Francisco I. Madero y del Vicepresidente José María Pino Suárez. A partir de ese momento, la bolsa descendió de manera importante; se habla de la cantidad de $731,000.00 y se agravó cuando se agudizó el conflicto interno que tuvo de manera paralela un efecto simultáneo derivado del inicio de la Primera Guerra Mundial en 1914.

La industria petrolera comenzaba a cobrar gran importancia internacional al inicio de la Revolución, México ocupaba el cuarto lugar como exportador mundial de petróleo, ese sector se vio seriamente afectado y las empresas concesionarias eran de las más antiguas cotizando en la bolsa de valores.

En este contexto de inseguridad derivado de la guerra y deterioro de la infraestructura en México, se dieron una serie de acontecimientos importantes que afectaron el mercado bursátil, como fue la extensión de los servicios postales y telegráficos, la nacionalización de las principales líneas de ferrocarril y se obtuvo un crédito de corto plazo que otorgaron bancos de Nueva York y Europa al Gobierno Maderista para cubrir gastos militares por la cantidad de diez millones de dólares.

Las operaciones en bolsa hacia 1912, habían disminuido en un 78% respecto del año anterior, sin embargo se mantenían las expectativas de que el conflicto armado tuviera un final de corto plazo.

El régimen de Victoriano Huerta para sufragar sus gastos militares contrató empréstitos con Francia y los Países Bajos hasta por 16 millones de Libras

[76] Manero, Antonio, o*p. cit.,* p. 27.

Esterlinas, siendo un fracaso su negociación, por lo que solo pudo disponer de 6 de los 16 millones solicitados.

A partir del mes de enero de 1914, también se suspendió el servicio de la deuda para evitar fuga de capitales, fundamentalmente de oro y plata y se establece un impuesto de diez por ciento a las operaciones de exportación de estos metales. Así pues, se gesta una crisis monetaria muy severa debido a un incremento en los impuestos y un rumor adicional sobre la aplicación de un impuesto de quince por ciento de guerra sobre los depósitos bancarios, lo cual provocó un retiro generalizado de depósitos en los bancos existentes a quienes se ocasionó serias afectaciones en sus finanzas.

La noticia del comienzo de la Primera Guerra a nivel internacional ocasionó que la bolsa de París cerrara sus operaciones en el mes de agosto de 1914 y en septiembre lo hicieron las bolsas de Nueva York y Nueva Orleáns, reduciendo de manera importante el movimiento de recursos a nivel mundial.

La Revolución Mexicana, acabó con todo el desarrollo económico obtenido tres décadas antes. La lucha armada afectó establecimientos mineros, industriales, comerciales, ferroviarios, los bancos sufrieron quebrantos importantísimos ocasionados por la inseguridad, la agricultura también fue dañada seriamente, la escasez de mano de obra y la falta de crédito afectaron de manera directa la producción agrícola, que era de las actividades productivas más importantes del país.

El 10 de Octubre de 1914, inicia la Convención Revolucionaria de Aguascalientes. La reunión de las distintas facciones de la Revolución, trataron de dirimir las divergencias entre los grupos revolucionarios. Los trabajos de la Convención de Aguascalientes, tenían en cartera dos problemas fundamentales a resolver: la elección de un nuevo presidente interino y establecer la armonía entre Villa y Carranza

La elección de presidente recayó en Eulalio Gutiérrez y el diferendo con Villa y Carranza, surgido de la propia Convención, determinó que ambos renunciaran a sus respectivos cargos.

De acuerdo con Eulalio Gutiérrez, sin los carrancistas su gobierno encontraría obstáculos por parte de los villistas para gobernar, de ahí su intención de hacerlos regresar, actitud que causó malestar entre villistas y zapatistas, quienes efectivamente, procuraron dificultar el ejercicio del presidente provisional.

Después Eulalio Gutiérrez Ortiz, desconoció la Convención y trasladó los poderes a la ciudad de Veracruz, punto estratégico de las comunicaciones ferroviarias y aprovisionamiento de elementos bélicos.

Las complicaciones político revolucionarias tuvieron efectos sobre los cambios en materia monetaria entre 1915 y 1916, que sin duda constituyeron un antecedente para poner orden en la materia dando lugar a la creación de la Comisión Monetaria y la Comisión Reguladora de Instituciones de Crédito, donde se advertían mejores perspectivas para el mercado de valores. En 1916, en el mes de marzo se inauguró otro centro de negociación en la Ciudad de México denominado Bolsa de México, Centro de Corredores y Comisionistas, S.C.L., que quedó instalada en la calle de Palma en el centro de la Ciudad de México.

Un acontecimiento muy importante derivado de la recomposición monetaria en el país fue que al cambiar el régimen de circulación metálica, dada la creación de moneda fiduciaria, la bolsa debió convertir en oro todos los saldos de sus cuentas, ingresos, cuotas y existencias, lo que redujo considerablemente su importe.

En 1916, también se expide un decreto en el mes de mayo para clausurar las Bolsas de Valores en México, el cual señala Don Alfredo Lagunilla, tuvo efectos saludables en cuanto a que puso en claro las reglas con las que se podría orientar el desarrollo del Mercado de Valores. Por una parte la propia bolsa se abocó a la actualización de su reglamento de subastas y a generar condiciones propicias para negociar acciones. Por otra parte, por primera vez la actividad bursátil adquiría carácter público al ponerla el Gobierno bajo la intervención de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y a la reglamentación que ésta autoridad dictara.[77]

[77] Lagunilla Iñaritu, Alfredo*. op. cit.,* p. 100.

Tres meses después el 18 de julio de 1916, se expidió un nuevo ordenamiento que reguló la actividad bursátil, por el cual se levanta la clausura de las bolsas considerando que ya había pasado la crisis que motivó su cierre, se autorizó la apertura de una sola bolsa por plaza, lo cual ponía en tela de juicio el funcionamiento del Centro de Corredores recién inaugurado. Al respecto, tanto las autoridades como algunos corredores y empresarios realizaron gestiones ante la bolsa para negociar la fusión entre la nueva bolsa autorizada y el Centro de Corredores.[78]

Otra de las innovaciones fue que después de la reapertura se fijó un impuesto de uno al millar sobre las operaciones de remate, pagadero por cada contratante. Luego de novedosas gestiones se consiguió que el impuesto fuera cubierto a mitades por ambas partes, asignando un cuarto al millar para la bolsa. No obstante, no se logró obtener de la Secretaría de Hacienda una resolución favorable para operar valores petroleros. Ante estos problemas, los vocales de la bolsa renunciaron y se hizo urgente buscar el acercamiento con las autoridades a fin de estudiar una regulación más clara y estable.[79]

El año 1917, fue marcado por dos acontecimientos importantes, el primero el 5 de febrero se promulga la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos en donde expresa y retoma algunos principios de la de 1857, sobre todo en el ámbito de desarrollo institucional y económico del país, destacando el contenido del Artículo 27 Constitucional en el que con claridad se reafirma que el suelo, subsuelo y sus riquezas pertenecen al dominio de la Nación, quien podrá imponer las modalidades y otorgar concesiones para su explotación. Otro acontecimiento importante fue que uno de los efectos de la Primera Guerra Mundial restringió el comercio con Europa, encareció las importaciones y dificultó la compra de maquinaria e insumos para la industria, necesarias para el desarrollo del país.

[78] Comentario: A raíz del Decreto de 1916, las autoridades actuaron en forma unilateral, sin importar la opinión del gremio afectado, esto provocó en alguna medida que el mercado se debilitara dado que toda la normativa, usos y costumbres desarrollados alrededor de esta actividad, fueron variados sin tener en consideración la opinión de sus actores.
[79] Lagunilla Iñarritu, Alfredo, *op. cit*. p. 100.

Para 1918, se aprobó un nuevo reglamento de remates y en septiembre de ese año la Secretaría de Hacienda, dejó sin efectos el impuesto sobre operaciones bursátiles. En mayo se operaron muy pocos títulos mineros y en julio ante el anuncio de dividendos la actividad cobró mayor ánimo con precios a la alza. A partir de septiembre los valores se sostuvieron, el año 1918 terminó con un repunte de consideración.

Una vez alcanzada una mayor estabilidad el ambiente político en el país, se empezó a regularizar el entorno de las operaciones bursátiles y fue reconstituido el mercado, cambiando el volumen de sus operaciones y en alguna medida se fue dando el arraigo de los inversionistas.

En 1919, la bolsa dejó sus oficinas de Isabel la Católica número 33, y construyó mediante obras de mejoramiento el piso de remates de la bolsa en el inmueble que había adquirido en la calle de Uruguay número 35, en el que también fueron acondicionadas las oficinas en donde se instalaron teléfonos privados para los operadores del piso. Este hecho tajo consigo el incremento de manera importante en las operaciones bursátiles.

También en 1919, en septiembre la Secretaría de Hacienda promovió otra reforma, mediante la cual se acuñaron nuevas monedas de plata como parte de las actividades del fortalecimiento de la política monetaria de nuestro país.

En 1920 los valores mineros y petroleros prácticamente cubrían las operaciones en el piso de remates y los bancos empezaron a regularizar sus operaciones, relacionadas fundamentalmente con la emisión de moneda y financiamiento al sector público.

Ya en un ambiente de paz y sin los exabruptos de la Revolución se decidió tomar en arrendamiento un local más amplio que era una casa donde funcionaba el Banco Francés, ubicada en Uruguay # 53, no obstante que prevaleció la idea de adquirir una casa en Uruguay # 68, en la cantidad de ochenta mil pesos. La adquisición se materializó y es donde permaneció la Bolsa Mexicana de Valores hasta antes de que se construyera el Centro Bursátil en el Paseo de la Reforma número 255, en la Colonia Cuauhtémoc, que fue inaugurado en 1990.

Se advertía ya una mejora en la economía en 1920, sin embargo, se habían dado algunos acontecimientos todavía con motivo de la Revolución que vendrían a perturbar el orden institucional alcanzado después de la promulgación de la Constitución de 1917.

También en 1920, se dan modificaciones a la legislación mercantil en lo que se refiere a sociedades anónimas que fue bien acogida por el sector bursátil, en donde se incorporaban derechos a los accionistas minoritarios y se daban nuevas bases para la inspección del funcionamiento de las sociedad bursátiles.

Se generan algunas rivalidades entre diversos caudillos de la Revolución y las múltiples alianzas. En ese año, 1920, lograron ponerse de acuerdo y unificarse suscribiendo el 23 de abril lo que se denominó Plan de Agua Prieta, en donde se desconoce el gobierno de Venustiano Carranza, se conjuran algunos levantamientos y se adhieren los revolucionarios a la vida institucional. La noche del 21 de mayo de ese año, fue asesinado el Presidente Venustiano Carranza y resultó necesario fijar por parte del Congreso de la Unión fecha para elecciones generales, designando como Presidente Interino al Gobernador de Sonora Adolfo de la Huerta, impulsor del mencionado Plan de Agua Prieta. En las elecciones resultó vencedor el general Álvaro Obregón, quien asumió el cargo el 1º de diciembre de 1920.

Sin duda el general Álvaro Obregón es una de las personas que tuvo la visión de revolucionar el sistema financiero mexicano, las primeras medidas de su gobierno estuvieron todas encaminadas a dar una nueva institucionalidad a todo el sistema financiero, fundamentalmente a la regulación de los bancos y otras instituciones financieras, dejando en manos de privados dichas instituciones eliminando muchas de las acciones tomadas en el pasado.

Nuevamente, el petróleo y la minería reactivan en alguna medida la economía, por consiguiente el comercio y los negocios bursátiles que resintieron la crisis derivada de la muerte del general Venustiano Carranza, hacia 1922, inician de nueva cuenta operaciones con buen volumen, en el edificio de Uruguay # 68 que era un austero y viejo caserón de dos pisos en cuya planta baja se instaló el

Salón de Remates; durante ese período la bolsa redujo sus oficinas y rentó los espacios disponibles.[80]

Pese a haber sido un momento sumamente complicado desde el punto de vista político, social y económico para nuestro país, el desarrollo de la actividad bursátil tuvo importantes avances regulatorios y de infraestructura, tendientes siempre a su especialización y perfeccionamiento que se forjó al lado de un ambiente de inestabilidad de todo tipo. Sin duda, resulta *sui generis* el hecho de que hubiera importantes avances en materia bursátil en una situación tan convulsa como la que se vivió en nuestro país durante la Revolución.

II.V La Revolución del Sistema Financiero Mexicano.

Cuenta la crónica bursátil que en 1910, mejoró el mercado de valores registrando los precios más altos en su historia, sobre todo el papel de la industria minera.

Por otra parte, a la par de que se iba gestando el Plan de San Luis, el Gobierno estaba reestructurando su deuda y el Secretario de Hacienda, José Ives Limantour, se encontraba en París colocándola. El 23 de noviembre de 1910, la noticia del levantamiento había llegado a Francia, junto con una orden para el Ministro de Hacienda para que comprara cartuchos para la fusilería del Ejército.

En ese momento los capitales extranjeros se mostraron cautelosos en comprometer nuevos intereses en México. De hecho Francisco I. Madero, no desaprovechó oportunidad para generar confianza a inversionistas en su campaña como candidato del Partido Antirreeleccionista a la Presidencia de la República, señalando que se respetarían los compromisos del Gobierno Mexicano a los extranjeros.

Los Bancos por su parte, reconocieron la existencia de disturbios, pero generaron discursos que invitaban a mantener la confianza en el sistema financiero mexicano.

Llegó el año 1911, con la misma incertidumbre y con más noticias sobre el movimiento armado en los mercados de Estados Unidos de América, Londres y

[80] *Ibidem.,* p. 103.

París, que eran los mercados con mayor movimiento bursátil de valores de mineras, petroleras, bancos y empresas textiles cotizados en esos mercados, junto con el papel de deuda de los Estados Unidos Mexicanos.

Madero gana las elecciones y el 6 de noviembre de 1911, asume la Presidencia. De inmediato se ocupa de hacer lo necesario para devolver la confianza con un discurso de triunfo de la Revolución y restablecimiento de la paz que tenía como fin devolver la confianza de los inversionistas.

Durante 1912, hubo una mejoría notable en la cotización de valores mexicanos en el mundo, que solo se vio afectada por la llamada guerra de los Balcanes, ocurrida en el sureste de Europa de 1912 a 1913, que enfrentó al Imperio Otomano con la llamada Liga de los Balcanes formada por Bulgaria, Montenegro, Grecia y Serbia, que tenía por objeto recuperar territorio ruso perdido.

A finales de 1912, se presentó una racha bajista junto con mucha volatilidad en los mercados internacionales y para 1913, se solicitó autorización por parte de la Secretaría de Hacienda para contraer empréstitos por 120 millones de pesos que serían destinados a pagar indemnizaciones derivadas de los efectos de la Revolución.

En la parte final de 1912 y principios de 1913, la situación política era crítica, Madero tenía todo en contra, incluyendo a los Estados Unidos de América, hasta que como consecuencia de su asesinato el 22 de febrero de 1913, se presentó una disminución muy importante en la negociación de valores en México y en el exterior, terminando el año 1914, prácticamente sin operaciones.

Para 1915, en la sesión de consejo de la Bolsa de Valores de México, se decidió anunciar su clausura y se acordó nombrar una comisión para visitar al Ministro de Hacienda, para que nombrara un interventor. De la misma forma el Gobierno declaró una moratoria, desconoció algunos billetes (papel moneda) y no se hicieron esperar una serie de tropiezos y decisiones poco atinadas en materia económica que lastimaron mucho la economía mexicana.[81]

[81] Lagunilla Iñarritu, Alfredo, *op. cit.,* pp. 81-97.

Para el año 1916, se anuncia el cambio de domicilio de la Bolsa de Valores de México, que se trasladó a Isabel la Católica 33, en el Centro de la ciudad, se empezó a trabajar en la elaboración de un reglamento para subastas. Las transacciones se dieron con mucha dificultad dada la inestabilidad de la moneda y la desconfianza en el papel moneda emitido por el Gobierno, que provocó que las operaciones se liquidaran en oro, por lo que la Secretaría de Hacienda obligó a liquidar las transacciones en papel infalsificable.

El tema monetario fue atendido y poco a poco se fue reestableciendo la confianza en la moneda. Surgieron las instituciones que determinaron la solidez de nuestra moneda en los siguientes años (nueva Ley Monetaria, creación de la Comisión Monetaria entre otras).

Hay un momento en la segunda década del siglo XX, en la que viene la reflexión respecto de lo que se había hecho hasta ese momento. Definir de manera clara y transparente las funciones del Estado en el orden económico y elaborar la normativa necesaria para regular la actividad y a sus actores.

Era necesario determinar las funciones y atribuciones para dictar reglas con el objeto de normar los actos de la vida civil y mercantil. Era necesario un correctivo a la anarquía generada en los gobiernos revolucionarios que llevaron al extremo el manejo de los asuntos económicos de un debilitado sistema financiero. Entre privilegios, condiciones de excepción y abusos de poder el desarrollo era nulo, sino es que imposible.

Un hecho que debe destacarse es la actividad siempre constructiva de Manuel Gómez Morín, quien tuvo el infortunio de no haber pertenecido al grupo político del Partido Nacional Revolucionario y posteriormente del Partido Revolucionario Institucional, toda vez que el mérito de la creación de instituciones como el Banco de México, el Banco de Crédito Agrícola, la redacción de la primera Ley del Seguro Social, la Ley de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios entre otras, son obra no reconocida en toda su magnitud de Don Manuel Gómez Morín. Sobre este aspecto, Carlos Castillo Peraza comenta que:

"Una vez cerrado el periodo militar de la Revolución, muchos jóvenes intelectuales -que no habían tenido la edad o posibilidad de haber participado en la lucha armada- empezaron a colaborar con los gobiernos revolucionarios. El intelectual se convirtió en consejero, secreto o público lo mismo del general analfabeto, del líder campesino o sindical, del caudillo del poder. La tarea era inmensa y había que improvisarlo todo." [82]

En una de sus cartas Manuel Gómez Morín señala al referirse a los bancos:

"La Revolución vino a desenmascarar muchas cosas y a poner de manifiesto todos sus sucios detalles, el trabajo y el espíritu de muchas viejas instituciones, aunque la misma Revolución ha sido incapaz de corregir eso males y en cierto modo los ha agravado y consentido." [83]

Sergio Cabrera Morales comenta:

"En este período se instrumentaron algunas leyes cuya finalidad era levantar la incautación de los bancos dictada en 1921, tales fueron, durante 1924, la Ley Moratoria para los Deudores de los Bancos Hipotecarios; la Ley sobre Bancos Refaccionarios; la Ley de Suspensión de Pagos y Establecimientos Bancarios; la Comisión Nacional Bancaria; y la Ley de Reorganización de la Comisión Monetaria. Durante 1925 se instrumentaron la Ley de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios y por supuesto la Ley del Banco de México." [84]

---

[82] Castillo Peraza, Carlos, *Manuel Gómez Morín, Constructor de Instituciones*, Fondo de Cultura Económica, México, 1994, p.13.
[83] *Ibidem.,* p. 123.
[84] Cabrera Morales, Sergio, *Economía Financiera Contemporánea,* t. IV*, Construcción Institucional del Sistema Financiero Mexicano*, 1854-1955, Eugenia Correa y Alicia Girón, coord., UNAM, UAM, Senado de la República, Miguel Ángel Porrúa Grupo Editorial, México, 2004, pp. 35-36.

El ingeniero Alberto J. Pani, pero particularmente Manuel Gómez Morín fueron los artífices del desarrollo de la primera política financiera coherente e integral del México moderno. Como Obregón y Calles en lo general, Pani, colaborador de ambos, establece en lo hacendario los primeros cimientos institucionales de la política financiera. Se trata en efecto de lo que el propio Pani denominó la Política Hacendaria del Nuevo Régimen.

Así, en las postrimerías de 1923, Pani, inició la reconstrucción hacendaria, persiguiendo lo que él mismo estableció como cuatro objetivos:

- La rehabilitación hacendaria que pretende la nivelación del presupuesto y la eliminación del crecido déficit heredado de ejercicios anteriores.
- La reorganización del sistema fiscal para que produzca el rendimiento máximo compatible con la potencialidad económica de la República y se distribuya equitativamente la carga de los impuestos.
- El establecimiento de un sistema bancario capaz de fomentar las actividades económicas nacionales.
- La reestructuración del crédito interior y exterior del Gobierno de la República.[85]

La primera Convención Nacional Bancaria se reunió el 2 de febrero de 1924, estando representadas en ella todas las Instituciones de Crédito del país, y la Secretaría de Hacienda. Los dictámenes sobre las Instituciones Bancarias fueron aprobados y nace así la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios que fue promulgada el 7 de enero de 1925, se establece en ese ordenamiento, la creación de la Comisión Monetaria y se dieron las bases de lo que es el Banco Central.

En noviembre de 1924, fue elegido el general Plutarco Elías Calles, Presidente de la República, reactivándose en ese período la actividad bancaria de

[85] Pani Arteaga, Alberto José, *La Política Hacendaria del Nuevo Régimen,* en Alberto J. Pani, *Tres monografías*, Atlante, México, 1941, pp. 66-67.

manera muy importante. Se considera a Plutarco Elías Calles promotor indeclinable de la idea del restablecimiento de un Sistema Financiero Mexicano sólido.

La Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios de 1926, estableció el criterio para fijar el valor oficial a las cotizaciones de la bolsa de valores, solamente a aquéllas que tuvieran concesión; señaló las bases para la formación de bolsas y la calificación de valores para efectos de cotización, y prohibió aquellas transacciones que revistieran el carácter equívoco de operaciones de azar.

Comenta el licenciado Octavio Igartúa, que esta Ley consolidó un largo proceso legislativo de acuerdo con las nuevas necesidades del país y estableció las bases generales que fueron conservadas largo tiempo en las reformas posteriores.[86]

Por Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación, del 12 de julio de 1928, se facultó a la Secretaría de Hacienda, por conducto de la Comisión Nacional Bancaria al ejercicio de la inspección de las bolsas de valores y para dictar las disposiciones sobre transacciones que en ella se realicen.

La promulgación de la Ley General de Instituciones de Crédito, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 29 de junio de 1932, tuvo el propósito de armonizar el régimen de operación de la banca especializada con la estructura del Banco de México el cual se perfilaba ya claramente, como un Banco Central. En este ordenamiento se incorporó un capítulo específico aplicable a las bolsas de valores en donde ya son consideradas organizaciones auxiliares de crédito, se establece la necesidad de contar con concesión para el establecimiento de bolsas de valores. La concesión solo se otorgaría en términos de la legislación a sociedades de capital variable integradas por socios que tuvieran el carácter de corredores de cambio titulados, pudiendo la Comisión Nacional Bancaria vetarlos. Eran materia de contratación, valores y efectos públicos, títulos, metales

[86] Igartúa Araiza, Octavio, *Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano,* Porrúa, 2ª ed., México, 1998, p. 13.

amonedados o en pasta. Se señalan los requisitos de inscripción de valores y la obligación de negociar sólo títulos inscritos.

En esta etapa de nuestra vida institucional, creemos que se forjan con un mejor entendimiento las bases de lo que es hoy nuestro sistema financiero, con instituciones jurídicas y políticas más enfocadas, especializadas y con orientaciones más claras de lo que la política económica de nuestro país deseaba de ellas, para arrancar el desarrollo tan necesario y anhelado por todos los mexicanos que se encontraba paralizado desde hacía prácticamente tres décadas.

II.VI Marco jurídico del Mercado de Valores de la primera mitad del siglo XX

En la Ley General de Instituciones de Crédito de 1932, se hace referencia a un "*Reglamento",* con especial énfasis a la regulación de las operaciones y los operadores (agentes, corredores y bolsas); se empieza a generar la obligación de informar de manera recurrente a las autoridades sobre la situación financiera de las emisoras, mediante la entrega de estados financieros certificados por contador público.

El 20 de febrero de 1933, se publicó el Reglamento del Capítulo III del Título Segundo, de la Ley General de Instituciones de Crédito de 1932, que estableció lo que era materia de negociación en bolsa, requisitos de inscripción y de carácter jurídico de los títulos valor objeto de negociación. Otorgó a la Comisión Nacional Bancaria la facultad de aprobar los reglamentos interiores de las bolsas

En el mencionado Reglamento se incorpora la posibilidad de que los corredores puedan ser socios de las bolsas. Aquellos que no sean corredores, tendrán que acreditar ante la Comisión Nacional Bancaria tener conocimientos mercantiles, bancarios y bursátiles.

La referencia a los corredores públicos titulados se encuentra en el Reglamento de Corredores para la Plaza de México de 1891, el cual contemplaba una clasificación entre las que se encuentran cambios, bienes raíces, seguros y transporte. A su vez existían categorías, de la que dependía el tipo de operaciones en las que podría intervenir.

De ahí que se haga referencia con frecuencia al “corredor” o “agente de bolsa” de manera indistinta al que se desempeñaba como operador del piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores.

Entonces, resulta importante aclarar que el Reglamento de Corredores para la Plaza de México de 1891 y el Reglamento del Capítulo III del Título Segundo, de la Ley General de Instituciones de Crédito de 1932, hacían referencia al “agente”, como aquellas personas que habían sido admitidas como socios de una bolsa, sin perder por ese hecho la calidad de corredor titulado.

Muy pronto, sería complementada por la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito publicada el 27 de agosto de 1932, en el Diario Oficial de la Federación, la cual entró en vigor el 15 de septiembre de ese mismo año. Los aportes al mercado de valores de éste ordenamiento han sido invaluables. Con reformas importantes el 31 de diciembre de 1946, que introdujo un capítulo V Bis al Título Segundo de la Ley relativo a certificado de participación y las reformas en materia de fideicomiso y prenda publicadas en el Diario Oficial de la Federación del 25 de mayo de 2000 y 13 de junio de 2003.

Las disposiciones del Reglamento del Capítulo III del Título Segundo, de la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios, de 1932, estuvieron vigentes hasta que entró en vigor la Ley del Mercado de Valores de 1975.

La primer concesión otorgada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, conforme a las disposiciones de la Ley General de Instituciones de Crédito de 1932, fue el 29 de Agosto de 1933, al amparo de la cual se estableció la primera bolsa de valores de la ciudad de México con la razón social Bolsa de Valores de México, S.C.L., formalizada mediante escritura pública del 5 de septiembre de 1933, con un capital de $120,000, dividido en 120 acciones. Ese mismo año la Comisión Nacional Bancaria, aprobó su Reglamento Interior y la Bolsa quedó bajo su vigilancia como ya referimos.

La denominada “Gran Depresión” de los Estados Unidos de América, hizo que en México, a principios de la década de los treinta del siglo XX, surgieran iniciativas y oportunidades de coyuntura, que tuvieron su efecto en la industria, el

mercado de los metales y en general en el mercado de valores. Francisco Suárez Dávila, refiere que:

> *"En septiembre de 1933, el presidente Abelardo Rodríguez, pidió su renuncia a Alberto J. Pani, nombrando en su lugar como Secretario de Hacienda al General Plutarco Elías Calles, ya que dado el prestigio que el Secretario había logrado obtener entre los hombres de negocios, temía se produjera alguna crisis de carácter económico... De hecho quien llevó el despacho desde el primer momento fue el señor Marte R. Gómez, quien también fue Secretario de Hacienda durante el mandato del Presidente Lázaro Cárdenas, quien tomó posesión como Secretario del ramo el primero de enero de 1934."* [87]

En realidad las orientaciones del Secretario Marte R. Gómez, fueron más cercanas a las del Plan Pani, que a las del Plan Calles de 1931, estas últimas eran más estructurales y enfocadas a dar institucionalidad al sistema financiero que diera estímulo al desarrollo. Las de Alberto J. Pani, en ese momento histórico, buscaban precisamente la reactivación de la economía, mediante las llamadas políticas de expansión monetaria. Una política de expansión monetaria explicada de manera sencilla, busca producir mayor demanda derivada básicamente de una mayor oferta monetaria, lo que origina una baja de los tipos de interés y, por tanto, un aumento de la inversión. Ello hace que la demanda agregada o inflación también se desplace, pero se mantienen más o menos controladas esas variables, provocando necesariamente crecimiento económico.

En cuanto a las políticas enfocadas a la estructuración e institucionalización del sistema financiero a principios de los años treinta, surge la idea de crear a la

[87] Suárez Dávila, Francisco*, Política Hacendaria y Economía Política en el México Posrevolucionario,* p. 371. Sobre este mismo tema, Suárez Dávila abunda en el estudio introductorio que hace en la Colección de Clásicos Financieros a la obra de Antonio Manero *La Revolución Bancaria en México*, en la página 29, en la que se refiere a una posición más o menos triunfalista de Manero, en el sentido de que la reforma bancaria había terminado, hecho que Suárez Dávila considera como una afirmación prematura, la cual comparto ya que se empezaba a gestar el orden jurídico de lo que en los siguientes quince años se conformó.

Nacional Financiera, con el propósito de fortalecer al incipiente sistema bancario y a las entidades auxiliares del crédito.

En el informe que el Presidente Rodríguez rindió ante el Congreso de la Unión el 1° de septiembre de 1934, se dijo, respecto de la Institución, lo siguiente:

> *"Para ayudar a la constitución de un mercado de valores y dar oportunidad de que se apliquen sin temor los depósitos que están prácticamente inmovilizados en los bancos, se creó la Nacional Financiera, que viene a sumarse a las Instituciones Nacionales de Crédito. Se le proporcionaron inicialmente veinte millones de pesos de capital y se procura completar la asignación hasta veinticinco millones de pesos que, a juicio del Ejecutivo, la capacitarán para llenar su misión".*[88]

El 1 de septiembre de 1939, dio inicio la Segunda Guerra Mundial y junto con la conflagración se inició un periodo de bonanza en México, ya que fue requerido de materias primas y mano de obra, colocándose en una mejor posición negociadora frente a los Estados Unidos de América, después de la expropiación petrolera, que ubicó a nuestra balanza de pagos en una posición favorable.

Un antecedente de importancia que se suma a los acontecimientos históricos que fueron conformando la estructura del mercado de valores mexicano, fue la promulgación de la Ley que Establece los Requisitos para la Venta al Público de Acciones de Sociedades Anónimas, promulgada el 30 de diciembre de 1939, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 1 de febrero de 1940. La Ley meses después contó con un Reglamento, publicado en el Diario Oficial de la Federación del 15 de agosto de 1940, que prevé los requisitos y la documentación para la venta al público de acciones y otorga a la Comisión Nacional Bancaria facultades de investigación a operaciones y emisoras.

[88] "Informe de Gobierno" del Presidente de la República Abelardo L. Rodríguez del 1° de septiembre de 1934.

Por lo que se refiere a las bolsas de valores, el 31 de mayo de 1941, se publica la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, en la que se les dio el carácter de organizaciones auxiliares de crédito a las bolsas de valores, requiriendo para ello de la autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la inscripción ante la Comisión Nacional Bancaria, de las que solo podían ser socios, los corredores de cambios o agentes de bolsa en términos del Reglamento. También se estableció en ese ordenamiento cuales eran los valores y efectos, susceptibles de negociarse en bolsa.

El 20 de junio de 1945, se prohibió a particulares inscribir títulos valor en bolsas del extranjero, sin la autorización especial de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa consulta con Nacional Financiera, que fortaleció su carácter de Agente Financiero del Gobierno Federal, que le dio a ganar a esa institución un gran prestigio en el foro financiero internacional.

La Comisión Nacional de Valores, nace por Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 16 de abril de 1946, el cual otorgó a esta institución el carácter de órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con un cúmulo de facultades que iban desde autorizar tasas de interés máximas y mínimas de los títulos, hasta aquellas de inspección y supervisión sobre las bolsas de valores. El 7 de diciembre de 1946, se publicó en el Diario Oficial de la Federación su Reglamento.

El Reglamento curiosamente señala que se trata de un organismo federal autónomo y sus resoluciones son obligatorias para autoridades y particulares y contra ellas no había recurso administrativo alguno. Otorgó derecho de veto para admisión y exclusión de socios de las bolsas de valores. Abundó en las facultades de registro de valores en el extranjero, así como el veto para inscribir valores a emitir en territorio nacional, así como el correspondiente capítulo de sanciones.

La legislación se complementa con el Reglamento Especial para el Ofrecimiento al Público de Valores no Registrados en Bolsa del 15 de enero de 1947. Este reglamento reconoce la existencia de operaciones realizadas fuera de mercado y exige autorización de la Comisión Nacional de Valores para ser ofrecidos al público, excepto los emitidos por los bancos y el Gobierno Federal.

El concepto de oferta pública se concibió como el hecho de realizar publicaciones invitando a la suscripción o compra, efectuar transmisiones por radio, telégrafo o cualquier otro medio, fijar avisos en lugares públicos con ese objeto o bien circular propaganda o comunicaciones a personas con las que el remitente no tenga relaciones de negocios o se establezcan oficinas, se nombren agentes o se utilice cualquier otro procedimiento que signifique distribución o venta de personas indeterminadas.

En cuanto al tema de intermediación bursátil establece disposiciones relativas a la necesidad de contar con autorización para realizar esta actividad de manera habitual.

Las instituciones nacen, empiezan a funcionar y sus efectos de inmediato se dejan ver, ya que serían la base de lo que hoy conocemos como el periodo del "Desarrollo Estabilizador", en el cual nuestro país tuvo uno de los momentos más importantes de su historia económica.

II.VII Dos leyes del Mercado de Valores

II.VII.I Ley del Mercado de Valores de 1975

El 2 de enero de 1975, fue publicada en el Diario Oficial de la Federación la primera Ley del Mercado de Valores, misma que abrogó las disposiciones antes señaladas.

Conforme a la Exposición de Motivos, el objeto de la Ley fue:

a) *Dotar al mercado de valores de mecanismos que permitan conocer las características de los títulos objeto del comercio en términos de la oferta, demanda y operaciones, para facilitar a los inversionistas la toma de decisiones que favorezcan sus intereses y con esto aumentar las operaciones,*
b) *Dar a las transacciones liquidez, rapidez y seguridad,*
c) *Regular las actividades de los intermediarios, estructurar un régimen especial para emisoras,*
d) *Desarrollo de operaciones con títulos bancarios para captar y canalizar recursos a actividades productivas,*

e) *Protección de los intereses del público inversionista,*
f) *Estimular la organización de agentes de valores personas físicas en personas morales,*
g) *Desarrollo y control integral del mercado de valores para que se realicen operaciones dentro y fuera de bolsa,*
h) *Excluye operaciones con divisas,*
i) *Se dota de amplias facultades a la Comisión Nacional de Valores en materia bursátil,*
j) *Delimita la actuación de la banca en el mercado de valores,*
k) *Igualmente delimita la actuación de las instituciones de seguros y fianzas en el Mercado de valores y crea el Instituto para el Depósito de Valores, y*
l) *Prevé ciertos requisitos de agentes de valores e intermediarios bursátiles, que deberán acreditar frente a la autoridad.*

Esta Ley pese a varias reformas, fue un ordenamiento útil que se adaptó en el tiempo, pese a que le tocó subsistir ante eventos de gran relevancia como el "Crack de 1987", la transformación del mercado de valores ante la llegada de los medios electrónicos en las operaciones y la globalización, solo por mencionar algunos.

La Ley del Mercado de Valores, en vigor desde 1975 y hasta 2006, avanzó con múltiples reformas y de manera importante, con la reforma efectuada en junio de 2001, en la que se incorporaron, entre otros: (i) el reconocimiento de mejores derechos a favor de los accionistas minoritarios; (ii) un mínimo de prácticas de gobierno societario en las emisoras; (iii) los límites para la emisión de acciones sin voto o de voto limitado o restringido; (iv) las contrapartes centrales para mejorar la liquidez, y (v) un sistema que privilegia la revelación de la información en sustitución del régimen de inscripción de valores y aprobación de su oferta pública basado en méritos.

No obstante los avances logrados, la reforma dejó fuera dos aspectos fundamentales:

- No se previeron medidas expresas para fomentar el acceso de empresas medianas al mercado de valores, pese a que hubo un intento promovido por Nacional Financiera que fracasó ante un mercado intermedio débil, entendido éste en su más amplio sentido que incluye al mercado de capital de riesgo. Tampoco se tomaron otras medidas para desarrollar inversiones en estas empresas a fin de detonar y complementar el mercado de valores. La experiencia indica que el desarrollo de mercados como el de capital de riesgo, tratado más adelante, debe potenciar y complementar el desarrollo del mercado de valores tradicional. No se tomaron medidas para fomentar el desarrollo de empresas otorgando facilidades que permitieran e incentivaran a las de carácter familiar para ser empresas públicas listadas en bolsa con mayor facilidad.
- Al no haberse modificado la estructura corporativa de las empresas emisoras, la forma en que se organiza la administración, se refleja una disociación entre el régimen jurídico vigente y la realidad moderna operativa y práctica del mercado de valores. Tal es el caso de las funciones y responsabilidades que asumen los consejeros, directivos y comisarios. El hecho de que en nuestro mercado existan empresas emisoras con estructuras societarias desactualizadas, coexistiendo en un ambiente moderno del mercado de valores global, no contribuye al desarrollo de la formación de capital.

Esta situación debió ser resuelta en una primera instancia por la normativa y posteriormente por las fuerzas del mercado. Este cambio incidió sobre la piedra angular de la legislación relativa al mercado de valores vigente e hizo aconsejable plantear su solución, no a través de una reforma, sino mediante la expedición de una nueva ley que retomó el contenido de las reformas llevadas a cabo en el 2001 y consolidó, en un texto unificado y con esfuerzos de congruencia las reformas que a lo largo del tiempo tuvo la Ley del Mercado de Valores de 1975 y la incorporación de algunas otras novedades.

II.VII.II Ley del Mercado de Valores de 2005

En términos de lo dispuesto por los artículos 25 y 26 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, corresponde al Estado la rectoría del desarrollo nacional, entre otras cosas a través del fomento del crecimiento económico, es decir, queda en manos del Estado la planeación nacional.

La nueva Ley se veía venir desde el Plan Nacional de Desarrollo 2001-2006, en el que se estableció como estrategias del objetivo rector sobre la conducción responsable de la marcha económica del país, promover esquemas de regulación y supervisión eficaces en el sistema financiero e impulsar la eficiencia en el mercado de valores. Así, ante la necesidad de revisar integralmente la legislación relativa al mercado de valores y de incorporar los mejores estándares internacionales en esta materia, respetando las características que distinguen a nuestro sistema jurídico.

En términos de lo que disponen los artículos 9, 15 y 16, de la Ley de Planeación, se señala que las dependencias y entidades deberán planear y conducir sus actividades en congruencia a la Planeación Nacional del Desarrollo, a través de los programas sectoriales. Eso sucedió en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, que junto con la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, trabajaron para cumplir con ese objetivo, una nueva Ley del Mercado de Valores.

El Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo (Pronafide) 2000-2006, incorporó las estrategias para impulsar el mercado de valores, así como las metas, tiempos, líneas de acción para lograr los objetivos conforme al Plan Nacional de Desarrollo y al propio Pronafide y correspondió en términos de los artículos 9 y 31 de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público esta tarea.

La estructura del Pronafide incorporó temas relacionados con el crecimiento económico y desarrollo, así como un diagnóstico y las respectivas estrategias para la consecución de sus objetivos.

Dentro de las pretensiones del Pronafide en cuanto al desarrollo institucional y desregulación económica se señala que es necesario contar con instituciones que provean a los agentes económicos de información, seguridad y

certidumbre en sus transacciones. En el caso de los mercados existentes, el Pronafide incorporó tareas dirigidas a las instituciones para que los fortalezcan a través de lo siguiente:

a) *Difundir información,*
b) *Reducir costos,*
c) *Facilitar el acercamiento de socios estratégicos,*
d) *Facilitar la tarea de identificar corporaciones fraudulentas,*
e) *Promover la competencia en los mercados,*
f) *Regular aquellos en donde los competidores sean escasos,*
g) *Promover la innovación y crecimiento económico,*
h) *Promover seguridad jurídica en las transacciones que redundará en el fortalecimiento del Estado de derecho,*
i) *Fomentar el ahorro de largo plazo y desincentivar aquel de carácter puramente especulativo, y*
j) *Hacer congruente la regulación con los mercados financieros internacionales, dado el entorno globalizador que priva en los mercados de todo el mundo.*

En ese momento los esfuerzos habían sido insuficientes, asimismo, se detectó la falta de un marco jurídico adecuado, que inhibió la oferta de nuevas colocaciones, lo que se refleja en una reducida penetración del mercado bursátil, en relación con los niveles de penetración en otros mercados internacionales.

En el diagnóstico, se hace referencia a algunas modificaciones a la regulación realizadas en 1994-1995, cuando cambió el enfoque regulatorio de un enfoque de méritos al esquema de revelación de información, considerando que la protección de los inversionistas y la propia eficiencia del mercado de valores dependen en gran medida de la revelación oportuna de información.

También refiere que en 1997, se hicieron otras reformas relacionadas con los temas de revelación de hechos relevantes que en consideración de la autoridad pueden influir en el valor de los títulos.

Se menciona en el referido Pronafide la existencia de problemas estructurales significativos en el mercado bursátil, tales como alta concentración en la propiedad de emisoras, falta de liquidez, concentración de operaciones en otros mercados como es el caso de Nueva York, falta de una base sólida de inversionistas nacionales (tanto institucionales, como de menudeo), entre otros.

Por lo que se refiere a la seguridad jurídica como elemento inhibidor del desarrollo del mercado, se menciona lo siguiente:

a) *Falta de estabilidad, certeza, equidad y protección adecuada de los intereses del inversionista,*
b) *Ausencia de una definición clara respecto a los derechos de inversionistas minoritarios,*
c) *Necesidad de la incorporación de mejores prácticas de gobierno corporativo,*
d) *Necesidad de establecer limitaciones para emitir acciones sin voto o de voto restringido,*
e) *Regular adecuadamente los procedimientos para regular cambios de control,*
f) *Promover la diversificación del riesgo y flexibilizar el régimen de inversión en las sociedades de inversión, y*
g) *Fomentar el desarrollo del mercado de deuda, mediante títulos de fácil emisión.*

Dentro de las actividades estratégicas para alcanzar los objetivos del Pronafide se contempla la creación de un entorno legal y económico que faciliten la participación del sector privado. La agenda de reformas buscó perfeccionar el sistema regulatorio y coadyuvar así a alinear incentivos de los diferentes participantes en los mercados, garantizando una protección oportuna y expedita de la propiedad y otorgar seguridad jurídica a los inversionistas.

En este sentido, el Pronafide contempla una reforma financiera con el objeto de convertir al sistema financiero en un promotor del ahorro y la inversión productiva.

Como se puede observar, el Pronafide fue construido a partir ciertos antecedentes, de un marco legal, un diagnóstico que puso en su momento de manifiesto la problemática y una estrategia para arribar a los objetivos de la planeación. Es decir, a través de juicios prácticos, estimativos y normativos se dio justificación a los objetivos planteados en la planeación del sector.

El anteproyecto de la Ley del Mercado de Valores, surgió como un documento, difundido por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, quien a su vez organizó con personas que en su consideración representaban a los participantes en los mercados o los representantes de los destinatarios de la ley, grupos de trabajos en donde se discutió, propuso, modificó o incorporó un nuevo texto de las disposiciones del anteproyecto referido. Sobre la forma, el primer comentario es el relativo al método utilizado para construir un ordenamiento jurídico de la envergadura de una Ley del Mercado de Valores.

Es conocido que en términos del artículo 71 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, la facultad de iniciar leyes corresponde al Presidente de la República, a los senadores, a los diputados y a las legislaturas de los estados.

Lo anterior, no significa que en la elaboración de una ley sólo deben participar esas personas. Existen fuentes del Derecho históricas, reales y formales, precisamente en ese nivel en donde se da la expresión de las fuerzas históricas, sociológicas, económicas, etc., que convertidas en realidad, son abstraídas para que previa valoración filosófica, sociológica, económica, jurídica, se incorporen en una norma por quien tiene la facultad para hacerlo.

Lo cierto es que en el caso que nos ocupa el método no fue considerado como el óptimo, por no haber tenido en cuenta disposiciones jurídicas constitucionales y secundarias relativas a la planeación y en la delegación de la facultad que corresponde sólo a la autoridad que refiere el dispositivo Constitucional antes invocado de iniciar leyes; obvio, considerando y atendiendo las opiniones y comentarios del sector y destinatarios de la ley, pero de ninguna forma delegando esta facultad en órganos desconcentrados, foros, órganos colegiados o reuniones de trabajo en donde hasta los textos de los artículos fueron

redactados por abogados que representan intereses específicos y en donde cada quien defiende y define sus intereses que no necesariamente se encuentran alineados con los fines supremos del Derecho, de la Planeación Nacional, el Pronafide y con las realidades abstraídas que se pretende regular. Parece un retroceso a la *Lex Mercatoria* que referíamos en el capítulo primero en donde las empresas que han ganado un poder inmenso a través de firmas transnacionales de abogados, contadores, bancos de inversión, cabilderos, entre otros, diseñan políticas y en este caso leyes a modo, ante un poder del Estado abierto y poroso.

En el caso del proceso legislativo tal y como constitucionalmente está estructurado, cuando las propuestas o iniciativas se generan fuera de los recintos legislativos, se está obedeciendo a la voluntad de grupos con intereses diversos y el legislador tendrá en ese caso, la tarea de valorar la conveniencia, inconveniencia, eticidad, riesgo, exposición, afectación, costo de cualquier reforma, lo cual obliga a una valoración jurídica, social y filosófica de cualquier pretensión legislativa.

En ese orden de ideas, el licenciado Rodolfo León León[89], profundo conocedor del tema, señaló en su momento falta de técnica jurídica en el anteproyecto de Ley del Mercado de Valores, al existir imprecisiones conceptuales y gramaticales, además de no estar de acuerdo con algunas de las definiciones insertas en el anteproyecto que confundió instituciones jurídicas con simples definiciones.

Lo anterior, trajo consigo falta de coherencia, consistencia y construcción hermenéutica adecuada en la elaboración de la Ley del Mercado de Valores, que más adelante veremos con precisión.

Desde el punto de vista del licenciado Rodolfo León, faltó un diagnóstico profundo a la Ley del Mercado de Valores de 1975, no se justificó la razón por la que una ley de ciento treinta artículos más sus respectivos Bis y transitorios, pasó a ser una ley de poco más de cuatrocientos artículos más los correspondientes

[89] León León, Rodolfo, "Deficiencias del Proyecto de Ley del Mercado de Valores", Artículos periodísticos publicados en Dos partes, periódico *El Economista*, el 15 de junio y 23 de julio de 2004, México.

transitorios que en primera instancia la hacen más compleja y representa un contrasentido a los principios de desregulación contenidos en el propio Pronafide.

Otro de los aspectos que están a la vista ¿ameritaba la creación de una nueva Ley del Mercado de Valores? La respuesta es que a sus casi 30 años la de 1975, fue el sostén del desarrollo del mercado de valores en México.

En una etapa donde el desarrollo de los mercados ha sido importante, sobre todo de 1990 a la fecha, período en el cual tanto la globalización como las comunicaciones han cambiado en forma constante, la manera de realizar operaciones en los mercados bursátiles, permitirían inferir la necesidad de una nueva ley, sin embargo, es claro que no había necesidad de triplicar su contenido. Ser demasiado casuístico en la regulación de conductas, necesariamente lleva a la imposibilidad práctica y material de regular todo.

La Ley del Mercado de Valores de 1975, tuvo múltiples reformas y no existe duda de que ameritaba una revisión e incorporación de nuevos conceptos, operaciones y figuras de carácter jurídico que habían surgido a últimas fechas y que requerían una regulación adecuada, pero de ahí, al cambio radical que se dio, se aprecia que fue un exceso. Parecería estéril la reflexión a toro pasado, pero creo que es necesario decirlo para no incurrir en errores a futuro.

¿Qué es lo que está sucediendo después de la publicación y entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores?

Si ante la posibilidad de obtener recursos de los mercados bursátiles en contrapartida los emisores lo único que encuentran son mayores costos de transacción, mayores responsabilidades, complejidad en el manejo corporativo de sus sociedades, es en consecuencia a todas luces una reforma perversa contrastada con los propósito y fines que en los mercados bursátiles, en los Programas Sectoriales y en la de Planeación Nacional se buscó.

El proceso legislativo fue un verdadero vía crucis, ya que la iniciativa tuvo cualquier cantidad de tropiezos.

La iniciativa de la Ley del Mercado de Valores fue presentada por el titular del Poder Ejecutivo el 31 de marzo de 2005, ante la Cámara de Senadores como Cámara de Origen.

La iniciativa estableció los siguientes objetivos:

- Promover el acceso principalmente de las medianas empresa al mercado de valores, entendido éste en su más amplio sentido, para que de manera voluntaria dichas empresas adopten buenas prácticas de gobierno societario y adecuados derechos a accionistas minoritarios.
- Consolidar el régimen aplicable a las sociedades anónimas bursátiles, cuyas acciones se encuentren listadas en la bolsa de valores, para mejorar su organización y funcionamiento, mediante la modernización de sus estructuras societarias y su régimen de responsabilidades, haciéndolos más congruentes con la práctica.
- Actualizar y flexibilizar el marco normativo aplicable a las casas de bolsa y a las entidades financieras participantes en este sector, tales como bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales, sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores, proveedores de precios e instituciones calificadoras de valores, entre otras.
- Modernizar el régimen de delitos y sanciones.
- Redefinir las funciones y facultades de las autoridades financieras, con el objeto de evitar duplicidad en los procesos de autorización, regulación y supervisión de los participantes del mercado reduciendo los costos regulatorios.

Hubo cuatro artículos sumamente polémicos referentes a la participación de los consejeros no independientes, algunos derechos de minorías que intentaron eliminar grupos de presión en el caso de que hubiera control, la discrecionalidad de la autoridad en la solicitud de información e inspección, así como las facultades de acusación que se pudieran dar previo a una indagatoria. De estos hechos daba cuenta la prensa especializada el 2 de mayo y el 6 de octubre de 2005, en el periódico Reforma en la columna *Tiempo de Negocios* de Darío Celis Estrada. Esos artículos influyeron a grado tal que detuvieron la iniciativa desde abril de 2005, hasta el siguiente periodo de sesiones en 2005, que inició en septiembre de ese año.

Se suscitaron hechos y hasta irregularidades en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados en su calidad de revisora, en la que los dictámenes se votaron supuestamente sin el quórum legal. Los Diputados Gustavo Madero, Fauzi Hamdam del Partido Acción Nacional, éste último Presidente de esa Comisión y Emilio Chuayffet del Partido Revolucionario Institucional, protagonizaron diversos eventos que obstaculizaron un proceso legislativo ágil e imparcial.

La iniciativa pasó al Pleno de la Cámara de Diputados el 6 de diciembre de 2005, y se aprobó en forma unánime por 395 votos. Regresó a la Cámara de Senadores para su ratificación lo que sucedió con dispensa de trámite el 8 de diciembre de ese año. Se publicó el 30 de diciembre de 2005 y entró en vigor 180 días naturales después de su publicación.

Recientemente concluyó dentro de los recintos legislativos el análisis de la denominada “Reforma Financiera”, que en catorce iniciativas afecta treinta y cuatro ordenamientos legales.

Por lo que se refiere a la exposición de motivos de la que se ocupa de la Ley del Mercado de Valores, se destaca lo siguiente:

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

El presente proyecto es el resultado de un esfuerzo de diagnóstico sobre las necesidades institucionales, operativas, y técnicas, planteadas por el mercado de valores en México y las entidades que lo componen, que se han detectado a lo largo de los últimos años, en seguimiento a la promulgación de la nueva Ley del Mercado de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005.

El objeto de este Decreto es, a grandes rasgos, ***por una parte hacer más eficiente la operación del mercado de valores Nacional, incorporando las constantes innovaciones que se presentan tanto a nivel operaciones, como a nivel operativo, buscando mayor celeridad en los procesos de emisión al mercado, en un marco de absoluta certeza y seguridad jurídicas y, por otra, mejorar la***

dinámica de funcionamiento de las entidades que lo integran, en un marco de mayor claridad para los usuarios, los intermediarios, y demás integrantes del mercado y sus respectivos funcionarios, auditores y prestadores de servicios, así como para las autoridades que lo regulan y supervisan, de modo que el actuar y las responsabilidades de cada uno, se observan mejor delineadas, como se podrá apreciar en los conceptos que a continuación se detallan:

I. Oferta restringida

Los requerimientos actuales del mercado de valores, la constante innovación financiera, así como la creciente competencia por financiamiento hacen necesario definir un régimen especial que permita a las emisoras de valores la realización de ofertas públicas dirigidas exclusivamente a ciertas clases de inversionistas, por lo que con la presente Iniciativa se incorpora el concepto antes referido, y a la par, a través de las facultades que se le atribuyen actualmente a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en la propia Ley del Mercado de Valores, podría emitir las disposiciones de carácter general que prevean la generación de esquemas más flexibles de colocación y de revelación de información, entre otros, profundizando y especializando el mercado de valores.

II. Sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil.

Se considera que el régimen vigente de transición de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil a sociedades anónimas bursátiles no ha generado resultados óptimos para el desarrollo de este tipo de sociedades.

Al respecto, se considera que el plazo vigente para la adopción de la modalidad de sociedad anónima bursátil no es el adecuado. Se considera oportuno además, que legislativamente se fijen mínimos de

valor que sirvan de indicador de madurez en sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil para que se conviertan en sociedades anónimas bursátiles.

Con motivo de lo anterior, y con el fin de generar nuevas dinámicas de inversión que incentiven y aseguren el uso efectivo de estos mecanismos para canalizar recursos a sectores productivos de la economía, se propone ajustar el artículo 19 de la Ley del Mercado de Valores para modificar el plazo de conversión de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil a sociedades anónimas bursátiles de 3 a 10 años.

Por otra parte, se introduce al capital contable como medida para cuantificar el valor en que las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil deban transformarse en sociedades anónimas bursátiles. Para tales efectos, se estableció un capital contable mínimo de doscientos cincuenta millones de unidades de inversión. La determinación de los detalles de la transición de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil a sociedades anónimas bursátiles, se hará por la Comisión vía disposiciones de carácter general.

Los cambios que se proponen para impulsar este mercado, abren la posibilidad de crear y, en su momento, diseñar un mercado y plataforma de negociación de acciones para empresas medianas, y tienen como objetivo, generar una mejor dinámica que contribuya a percibirlo como un segmento atractivo de empresas de menor tamaño, con el estándar de calidad corporativa de la Ley del Mercado de Valores y con gran potencial de crecimiento.

III. Certificados bursátiles fiduciarios

En atención al constante desarrollo y dinamismo del mercado de valores, y como parte del proceso de evolución en las fuentes de fondeo de las empresas en el mercado de valores, se ha detectado la

existencia de ciertos títulos fiduciarios con características particulares que tienen por objeto obtener recursos del gran público inversionista con el fin de destinarlos a la inversión que permiten el desarrollo de actividades empresariales en favor de personas morales, fideicomisos con actividad empresarial o de inversión; o con el fin de invertir en inmuebles para su desarrollo, comercialización o administración, o bien, en valores o demás activos que busquen replicar el comportamiento de índices, activos financieros o parámetros de referencia. Considerando la coyuntura actual, la inversión a través de estos títulos fiduciarios, podría constituir un mecanismo para fomentar el desarrollo de la economía nacional e incentivar la creación de empleos.

Una de las características principales de los referidos títulos fiduciarios, consiste en que no consignan la obligación de pagar una suma de dinero por concepto de principal y, en su caso, intereses. La inversión en estos certificados bursátiles fiduciarios busca mayores rendimientos que aquellos provenientes de las emisoras tradicionales. Lo anterior, permite asemejarlos por sus características en cuanto al comportamiento del riesgo a instrumentos de capital y no a los de deuda, toda vez que los activos, bienes o derechos afectos al fideicomiso de emisión, generan la expectativa de percibir ingresos, variables, inciertos y no garantizados, que únicamente se obtendrán del éxito de las inversiones efectuadas.

En ese tenor, la presente Iniciativa pretende incorporar las características mínimas de estos títulos de crédito a denominarse según el tipo de inversión que efectúen, certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo, inmobiliarios o indizados, lo que generará contar un marco jurídico más claro y preciso, que los distinga de los certificados bursátiles fiduciarios tradicionales y atienda a sus particularidades, en beneficio tanto de los emisores como de los tenedores. Asimismo, se incorpora el marco general de las emisiones

de los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios. Siguiendo con el principio consistente en que estos certificados se asemejan más a instrumentos de capital que a instrumentos de deuda, es necesario dotar a los participantes en estas emisiones de responsabilidades y derechos, tal y como si se tratara de una sociedad anónima bursátil, en la que el tenedor podrá decidir no solamente si mantiene o no su título, sino estar involucrado en el proceso de toma de decisiones de inversión que atañen a la emisión.

Ahora bien, considerando las características de los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo, se incorpora en la presente Iniciativa un mecanismo denominado de las llamadas de capital, bajo el cual el emisor podrá acudir a los tenedores a requerirles el pago de mayores recursos a la emisión para continuar con las inversiones de que se trate.

IV. Prácticas de venta

El marco normativo actual con el que cuenta la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, encargada de supervisar las actividades de las instituciones de crédito y casas de bolsa en la operación con valores respecto de sus clientes, hace necesario fortalecer sus atribuciones en la materia, a fin de continuar con la profundización y profesionalización de las operaciones con valores que tales entidades financieras efectúan. Dichas normas buscan desarrollar el mercado de valores de manera eficiente, transparente y profunda. En este contexto, es necesario incorporar disposiciones que eleven la transparencia, la efectividad de los controles internos, minimicen los conflictos de interés y determinen claramente las responsabilidades de la administración, entre otras, a fin de lograr una prestación de servicios de inversión conforme a los mejores estándares internacionales, a los sanos usos y prácticas en protección del público inversionista.

Adicionalmente, considerando el contenido de la información que las instituciones de crédito y casas de bolsa proporcionan a los clientes en relación con las operaciones con valores que realizan, se ha demostrado que las disposiciones tendientes a revelar información al cliente en posibles supuestos de conflictos de interés, pudieran no ser suficientes en términos de una adecuada protección, especialmente tratándose de valores con una estructura compleja o que pudieran representar altos riesgos derivados de su inversión. En este tenor, la presente Iniciativa propone fortalecer las normas a las que se sujetarán las instituciones de crédito y casas de bolsa en la prestación de servicios de inversión a sus clientes.

A la par, es necesario determinar por ley que las entidades financieras que formulen recomendaciones o realicen operaciones, las efectúen con apego a un concepto de razonabilidad, tomando en consideración el perfil del cliente, el del producto financiero y la diversificación de la cartera, dado que es lo que se podría considerar como la conducta más adecuada que tendrían que desplegar las entidades financieras en su relación con los clientes. Inclusive este concepto ha sido ya incorporado en las legislaciones de otros países.

A mayor abundamiento, también se plantea incluir en la Ley del Mercado de Valores facultades para que a través de disposiciones de carácter general se regule la actuación de las instituciones de crédito y casas de bolsa en materias tales como límites en la colocación de valores; regulación para servicios asesorados; perfil del cliente y del producto financiero; comité encargado de realizar el análisis de los productos financieros y la persona responsable de supervisar los servicios de inversión; comisiones y cálculo de rendimientos. Todo ello, para ordenar las prácticas que las entidades financieras efectúan con sus clientes en relación con la operación de valores y servicios de inversión, en aras a contribuir a un mercado de valores más

transparente y eficiente y en salvaguarda de los intereses del público inversionista.

En consistencia con el fortalecimiento del marco legislativo en materia de servicios de inversión, resulta congruente eliminar la restricción para la adquisición exclusiva de inversionistas institucionales o calificados de valores negociados en el sistema internacional de cotizaciones, toda vez que los inversionistas estarían protegidos a través de la regulación aplicable a los intermediarios del mercado de valores. Lo anterior abrirá el abanico de opciones de inversión para el público inversionista en general.

Finalmente, a fin de reforzar el régimen antes descrito, es necesario establecer de manera clara las infracciones a dicho régimen, tipificándolas como graves a fin de desincentivar la comisión de tales conductas.

V. Asesores en inversiones

Con el propósito de reducir las asimetrías regulatorias respecto de las instituciones de crédito y casas de bolsa, la presente Iniciativa plantea la regulación y supervisión a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores respecto de los asesores en inversiones, definidos como aquellas personas que sin ser intermediarios del mercado de valores, proporcionen de manera habitual y profesional servicios de administración de cartera de valores tomando decisiones de inversión a nombre y por cuenta de terceros, así como que otorguen asesoría de inversión en valores, análisis y emisión de recomendaciones de inversión.

En ese tenor, se reserva la actividad antes mencionada a los asesores en inversiones que se registren ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Para ello, las personas físicas deberán acreditar que cuentan con honorabilidad e historial crediticio satisfactorio, en términos de las disposiciones de carácter general que expida la propia

Comisión, así como contar con la certificación ante un organismo autorregulatorio. Por su parte, las personas morales, deberán ser sociedades anónimas en términos de la Ley General de Sociedades Mercantiles y ajustarse a requisitos tales como que en su objeto y estatutos sociales se prevea la realización de estas actividades, que cuenten con establecimientos físicos destinados exclusivamente a la realización de su objeto social, entre otros.

VI. Sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores

Con la presente Iniciativa las sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores podrán prestar sus servicios a inversionistas institucionales, tanto nacionales como extranjeros, reconociendo en la ley, lo que acontece en la especie, es decir, la existencia de mecanismos de negociación que operan con inversionistas institucionales diferentes de instituciones de crédito y casas de bolsa.

Sin embargo, esta Iniciativa conserva la delimitación de las actividades y servicios de las sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores, al no permitir a sus clientes que participen al amparo de fideicomisos, mandatos o comisiones. De no ser así, se estaría frente a una bolsa de valores, figura que actualmente está debida y suficientemente regulada en la Ley del Mercado de Valores.

VII. Reglas para instituciones calificadoras de valores, proveedores de precios y sociedades que administren sistemas para facilitar operaciones con valores

A fin de velar por la estabilidad y solvencia del sistema financiero mexicano, es imprescindible ampliar y robustecer las facultades de regulación y supervisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores sobre los diferentes agentes que participan en los mercados de valores

prestando sus servicios tales como los proveedores de precios, sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores e instituciones calificadoras de valores, atento a que el desempeño de estas últimas fue uno de los principales detonadores de la reciente crisis financiera internacional. Así se estima imperante que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores esté facultada para establecer normas relativas a los controles internos, prevención de conflictos de interés, prácticas societarias y de auditoría, transparencia y equidad en los servicios que prestan dichas sociedades.

VIII. Bolsas de valores

Ahora bien, considerando las posibles interconexiones y el mercado de valores global, esta Iniciativa incorpora el régimen aplicable a las bolsas de valores para celebrar acuerdos con otras bolsas de valores del exterior, con el objeto de establecer sistemas de canalización de órdenes para tales efectos. Al respecto, la presente Iniciativa pretende asignar facultades a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para emitir la autorización respectiva y las disposiciones de carácter general tendientes a robustecer el régimen aplicable.

IX. Instituciones para el depósito de valores

A fin de homologar el marco jurídico de las instituciones para el depósito de valores con el vigente aplicable a las bolsas de valores –en atención a que esta última se hizo empresa pública que cotiza sus acciones en la propia bolsa– *se propone adecuar el límite de participación accionaria en su capital y eliminar que cada accionista solo puede ser propietario de una acción.*

X. Emisoras

A fin de que el Registro Nacional de Valores cuente con toda la información relevante sobre las ofertas que se realicen en el extranjero, resulta necesario prever que no solamente las ofertas públicas sino

cualquier clase de oferta realizada fuera del territorio nacional debe ser notificada a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Por otra parte, considerando que, como ya se ha expuesto, hay una creciente demanda por emitir valores innovadores por parte de los emisores, al tiempo de existir un apetito por los inversionistas de distintas opciones de inversión, así como que los títulos de crédito por naturaleza pueden revestir diferentes características para ajustarse a las condiciones de mercado, esta Iniciativa propone que los subyacentes de los títulos opcionales puedan ser aquellos que determine el Banco de México, mediante disposiciones de carácter general. De tal suerte, los títulos opcionales pudieran tener subyacentes idénticos a los que hoy se utilizan para instrumentos financieros derivados, ampliando por tanto la gama de valores y especializando este mercado.

Igualmente, esta Iniciativa propone especificar de manera expresa que los derechos para designar comisarios y consejeros en las sociedades anónimas bursátiles y sociedades anónimas promotoras de inversión, incluyendo a las bursátiles, se podrán ejercer por cada 10 por ciento de acciones que tenga representativas del capital social de la sociedad de que se trate. Esta precisión obedece a que tal criterio debe ser el rector para el ejercicio de este derecho y no sujetarse a otras interpretaciones.

Se propone que los programas de colocación que actualmente solo aplican para instrumentos de deuda, puedan ser utilizados por todos los emisores de valores, facilitando y agilizando los procesos de inscripción y de oferta pública en beneficio del mercado. Igualmente, se precisa el esquema de cancelación de inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores, considerando los nuevos certificados bursátiles fiduciarios.

Por eso, se propone precisar el alcance y contenido de ciertas normas relativas a la inscripción, actualización y oferta pública de valores, así

como las responsabilidades de los participantes en la emisión, ya sea de una sociedad anónima bursátil o si se trata de instrumentos diversos; se precisa en qué momentos será necesario actualizar la inscripción de emisiones; se clarifica la responsabilidad del director general y directivos relevantes tratándose de difusión de información; se determina cuándo se requerirá presentar una calificación sobre el riesgo crediticio de la emisión; así como otras modificaciones sobre la opinión del licenciado en derecho y las personas que suscriben el prospecto de colocación o suplemento informativo. Ello, en aras de contar con un marco jurídico que propicie la eficiencia y rapidez de los procesos que nos ocupan, en beneficio del mercado de valores.

XI. Información relevante

Considerando que uno de los pilares fundamentales de la Ley del Mercado de Valores es el principio de información relevante, resulta imperioso modificar el contenido y alcance de ciertos artículos que norman esta materia a fin de tener un marco jurídico más sólido y claro.

En este tenor, esta Iniciativa propone obligar a las emisoras a llevar en todo momento un control sobre las personas que tengan acceso a información sobre eventos relevantes. Igualmente, se pretende que las emisoras con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores estén obligadas a informar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y a la bolsa en la que listen sus valores, para su difusión inmediata al público en general, a través de esta última la publicación de un evento relevante o información adicional frente a movimientos inusitados en el mercado.

En ese sentido, la presente reforma incluye en la presunción de que cuentan con información relevante a personas adicionales a las hoy consideradas, tomando en cuenta sus vínculos de negocio, patrimoniales o de parentesco.

XII. Sanciones

Ahora bien, en congruencia con lo dispuesto en otros ordenamientos jurídicos financieros, se prevén mecanismos para el intercambio efectivo de información tanto entre autoridades nacionales como extranjeras, así como incluir el régimen relativo a la posibilidad de que gobiernos extranjeros puedan participar en el capital social de casas de bolsa y bolsas de valores.

En adición a lo anterior, la presente Iniciativa propone incorporar algunos conceptos y normas establecidas en otras leyes relativas al sistema financiero mexicano, relacionadas con los procedimientos administrativos de sanción que lleva la Comisión Nacional Bancaria y de Valores que impactarán de manera positiva en el sector dado que otorgarán mayor certeza jurídica. Tales normas son reglas referentes a los elementos que deberá tomar en cuenta la propia Comisión para la imposición de sanciones; incrementar el monto de las multas e incorporar las sanciones que se considerarán como graves; modificar el ejercicio de la facultad de amonestar; la posibilidad de divulgar sanciones impuestas por tal Órgano Desconcentrado de la Administración Pública Federal y la incorporación del régimen de programas de autocorrección. Dichos programas tendrán por fin subsanar incumplimientos a la Ley, siempre que tales conductas no sean consideradas como infracciones graves. Lo anterior generará disciplina en los mercados, reduciendo por tanto los procedimientos administrativos de sanción respecto de aquellas conductas más relevantes.

Finalmente, esta Iniciativa propone precisar los conceptos de prohibición para proporcionar información falsa o que induzca al error y se pretende extender tal prohibición a los intermediarios del mercado de valores y asesores en inversiones. Lo anterior en beneficio del mercado y de los intereses del público ahorrador, dando claridad a

aquellas conductas que se encuentran prohibidas, generando certeza jurídica.[90]

Podemos notar en la iniciativa que hay un reconocimiento muy importante por parte de la autoridad respecto de la insuficiencia de los incentivos incorporados en la Ley del Mercado de Valores en 2005, para que las empresas tengan acceso al financiamiento del mercado de valores.

Isabel Mayoral Jiménez, de CNN Expansión el 3 de mayo de 2013, daba cuenta de que el Presidente Enrique Peña Nieto con la iniciativa que reforma entre otras la Ley del Mercado de Valores envía una señal en el sentido de que:

"El Gobierno Federal buscará modificar la figura de Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (SAPIB), que no ha generado resultados óptimos para su desarrollo, para potenciar a las empresas medianas en México.

De acuerdo con versiones del documento de reforma al sistema financiero que se pretende enviar a la Cámara de Diputados, se considera que el plazo vigente para la adopción de la modalidad de sociedad anónima bursátil no es el adecuado.

El texto considera oportuno que el Poder Legislativo fije mínimos de valor que sirvan de indicador de madurez en sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil para que se conviertan en sociedades anónimas bursátiles.

Por ello, con el fin de generar nuevas dinámicas de inversión que incentiven y aseguren el uso efectivo de estos mecanismos para canalizar recursos a sectores productivos de la economía, se propone ajustar el artículo 19 de la Ley del Mercado de Valores para modificar el plazo de conversión de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil a sociedades anónimas bursátiles de tres a 10 años.

[90] "Exposición de Motivos de la Reforma Financiera" En http://www.hacienda.gob.mx/ApartadosHaciendaParaTodos/reformafinanciera/doctos/10_mercado_valores_08052013.pdf Consultada el 11 de diciembre de 2013.

"El plazo de tres años es muy corto e inhibe no solo que más empresas entren bajo la figura de la SAPIB al mercado, sino también la posibilidad de poder buscar otro tipo de calificaciones que aseguraran que se les aceptara en Bolsa", dice el director de las carreras de Economía de la Escuela de Negocios del Tecnológico de Monterrey Campus Santa Fe, Raymundo Tenorio Aguilar.

Considera que para las empresas medianas es un sueño el poder cotizar en Bolsa, sobre todo aquellas que bajo las actuales condiciones difícilmente cumplen con los estándares de poder listarse, a sabiendas de que hay gran liquidez y más calificadoras de papel accionario en el mercado que son profesionales.

Los cambios que se proponen para impulsar este mercado, de acuerdo con el documento, abren la posibilidad de crear y, en su momento, diseñar un mercado y plataforma de negociación de acciones para empresas medianas.

Esto tiene como objetivo generar una mejor dinámica que contribuya a percibirlo como un segmento atractivo de empresas de menor tamaño, con el estándar de calidad corporativa de la Ley del Mercado de Valores y con gran potencial de crecimiento.

El catedrático del Tec estima que estas acciones apoyarían a la planta productiva, pero tomará tiempo, posiblemente un periodo de maduración de entre cinco y 10 años en tanto los inversionistas se acostumbran a diversificar sus portafolios y busquen nuevas empresas para invertir.

"Quizás los más reacios a aceptar que entren estas compañías serían los casabolseros, porque ellos viven de la bursatilidad (que es la velocidad de comprar y vender una acción), ya que esas empresas medianas empezarán con un índice de bursatilidad bajo", señala.

Por otra parte, la iniciativa introduce al capital contable como medida para cuantificar el valor en que las sociedades anónimas promotoras

de inversión bursátil deban transformarse en sociedades anónimas bursátiles.

Para tales efectos, se estableció un capital contable mínimo de 250 millones de unidades de inversión (UDIS). La determinación de los detalles de la transición de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil a sociedades anónimas bursátiles, se hará por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) vía disposiciones de carácter general…"[91]

Hay muchas oportunidades para mejorar la regulación de las figuras societarias previstas en la Ley del Mercado de Valores vigentes, incluyendo temas de gobierno de las corporaciones que también requieren un ajuste ya que hubo un "efecto péndulo", en el que la regulación se fue al extremo y los costos asociados a su observancia fueron muy altos.

No se aprecia profundidad en el análisis y propuestas en temas de gobierno corporativo. Esperemos el desenlace del proceso legislativo, que sin duda será una oportunidad para tocar el tema, dado el costo y la ineficiencia de algunos aspectos que hacen muy complejo cumplir con los requerimientos del gobierno de las corporaciones.

[91] Mayoral Jiménez, Isabel, "Peña Nieto quiere a las Pymes en Bolsa" artículo publicado por CNN revista *Expansión*, el 3 de mayo de 2013. En http://www.cnnexpansion.com/economia/2013/05/02/gobierno-quiere-a-las-pymes-en-la-bolsa Consultada el 30 de mayo de 2013.

Capítulo III

Derecho del Mercado de Valores

III.I Origen de los mercados, clasificación, el Mercado de Valores y su función

III.I.I Origen de los mercados

III.I.II Clasificación de los Mercados

III.I.III Mercado de Valores

III.I.IV Función

III.II Evolución regulatoria de los Mercados de Valores

III.III Fuentes del Derecho del Mercado de Valores

III.IV Formación del Derecho del Mercado de Valores

III.V Principios Generales del Derecho del Mercado de Valores

III.VI Concepto de Derecho del Mercado de Valores

III.I Origen de los mercados, clasificación, el Mercado de Valores y su función

III.I.I Origen de los mercados

Los mercados surgen de forma natural en lugares determinados para atender necesidades de consumo, inicia con el trueque y evoluciona cuando existen excedentes de bienes que constituyen satisfactores, dando inicio al comercio que involucra el cambio por el cambio, teniendo como instrumento facilitador al dinero que cumple la función de ser el patrón de valor, en la mayoría de los casos con fines especulativos y directamente vinculados al proceso productivo.

Surge el comercio cuando aparece aquél individuo que trueca, no para satisfacer sus necesidades, sino para realizar otro trueque que le deje un beneficio esperado.

Dado que el dinero surgió destinado a superar las operaciones del trueque, el dinero aparentemente sin valor en sí mismo, constituía: primero un acuerdo tácito para facilitar intercambios sobre la base de equivalencia estimada entre las

partes, que permitió establecer una escala de valoración para todas las cosas y servicios; segundo el dinero inmediatamente empezó a propiciar la función de acumulación de riqueza. Así, el dinero plantea inmediatamente la disyuntiva del intercambio de dinero presente (consumo hoy) por consumo futuro y surge la necesidad de definir la relación entre consumos potenciales presentes y futuros, que involucra un costo representado en el tipo de interés.

Por la importancia que amerita, dice David Hernández González,

"…para entender el vínculo que surge entre la persona y el dinero en sociedad, nos vamos a entender en las relaciones de intercambio de bienes y servicios. En este sentido, respecto de dichas relaciones podemos comentar brevemente lo siguiente:

1. *En las sociedades primitivas las relaciones de intercambio de bienes y servicios tienen su principal manifestación a través de trueque, pues las personas, en principio, intercambian directamente entre sí bienes y servicios que les representaban un menor valor, por otros que fueran de mayor valor.*
2. *Con el paso del tiempo, al aumentar las necesidades de las sociedades por la división del trabajo y por la especialización en la producción, fue difícil satisfacer lo que unas personas necesitaran con lo que otras ofrecían y, a la vez, que tuvieran lo que estas querían. Como consecuencia de ello, el trueque se volvió obsoleto presentando como inconvenientes la dificultad de la coincidencia en los deseos respectivos de quienes truecan y la dificultad de concordancia en el valor de los bienes susceptibles del trueque.*
3. *A partir de estas dificultades las personas vieron la conveniencia de intercambiar los bienes y servicios por productos que no iban a satisfacer sus necesidades directamente, sino que servirán de medios para ser intercambiadas por bienes que posteriormente se pudiera necesitar, estos bienes deberían de presentar como característica que fueran duraderos y que conservaran su valor de*

cambio, ya que los bienes perecederos no permitirían su conservación a largo plazo. Surgió así, la referencia a ciertas cosas como instrumentos o medios de cambio en las transacciones comerciales y que, con el paso del tiempo, también fueron considerados por los miembros de la comunidad para calcular el valor de las cosas; para ahorrar, conservar y atesorar riqueza, así como para pagar servicios, deudas y tributos.

4. *La existencia de esos instrumentos o medios de cambio, que en la relación de intercambio de bienes necesariamente representan un "tercer bien" con un alto grado de aceptabilidad en la comunidad, origino el surgimiento del concepto de dinero y su expresión formal, la moneda, lo que provoco, en realidad, la natural vinculación en la sociedad, entre persona y dinero..."*[92]

Manuel Monteagudo Valdez, refiere:

"Hay que anotar que la aparición de la moneda no fue precisamente un acto espontaneo, sino el resultado de una práctica que poco a poco logró una habitualidad. Y es que, sin pretender hacer un análisis antropológico, la invención de la moneda muy probablemente está ligada a la aparición de lenguaje. La moneda constituye un medio de interrelación o comunicación que solo se explica en la vida comunitaria. Es decir la interrelación de los individuos de una o de diferentes tribus, ciudades, polis, reinos o Estados. Y como la moneda permite formarse una idea de un bien o un servicio, en relación con todo el universo de bienes y servicios (contra los que yo puedo trocar mi bien o servicio), la moneda en cierto sentido es también un medio de comunicación colectivo. Cuando hablamos de una sociedad o una colectividad de

[92] Hernández González, David, *Elementos de Derecho Monetario Mexicano*, Porrúa - Escuela Libre de Derecho, México, 2008, pp. 6-7.

individuos se utiliza una moneda, tenemos que concluir necesariamente que la moneda en un medio de cohesión social".[93]

Así, el dinero y su concreción, la moneda determinaron un antes y un después en el desarrollo de la humanidad, que fortaleció el determinismo que como humanos tenemos para vivir en sociedad. Ya Aristóteles de Estagira desde hace más de dos mil años lo decía:

"…Todas las cosas son medidas por ella –la moneda–, y por la misma razón el exceso que el defecto… Todas las cosas, por tanto, deben ser medidas por una, como se ha dicho antes. En realidad de verdad esta medida es la necesidad, la cual mantiene unida todas las cosas. Si de nada tuviesen los hombres necesidad, o las necesidades no fuesen semejantes, no habría cambio, o el cambio no sería el mismo. Más por una convención la moneda ha venido a ser el medio del cambio representativo de la necesidad. Por esta razón ha recibido el nombre de moneda (noómisma) porque no existe por naturaleza, si no por convención (nómoi), y en nosotros esta alterarla y hacerla útil…" [94]

En la Política, Aristóteles fortaleció lo dicho:

"…para efectuar sus cambios, los hombres convinieron en dar y recibir entre ellos algo (la moneda) que, siendo útil de suyo, fuese de fácil manejo para los usos de la vida, como hierro, plata u otro metal semejante. En un principio determinóse (sic) su valor simplemente por el tamaño y el peso, pero al fin hubo de imprimirse un sello en el

[93] Monteagudo Valdez, Manuel, *Aspectos Jurídicos sobre la Moneda y la Banca Central en la Economía Contemporánea,* Panorama Internacional del Derecho Mercantil, Culturas y Sistemas Jurídicos Comparados, t. I., coord., Elvia Arcelia Quintana Adriano, México, 2006, p. 458.
[94] Aristóteles*, Ética Nicomaquea*, Porrúa, col. Sepan Cuantos, no. 70, México, 2000, Libro V, Capítulo V, p. 64.

metal, a fin de eximirse de medirlo y este sello se puso como signo de valor…" [95]

Surge también la necesidad de un lugar neutral para mitigar los temores a los que se encontraban expuestas las personas, derivados de la rapiña y los constantes ataques que lastimaron el desarrollo del comercio. Así, se van creando espacios físicos con vocación especial para intercambiar bienes entre personas, tribus, comunidades o grupos, y es así también que nace el mercado como uno de los primeros y más antiguos frutos de la creatividad humana.

Sabemos que el proceso productivo está íntimamente vinculado al mercado y responde también al esquema dinámico de la oferta y la demanda de satisfactores, donde el dinero y su concreción, la moneda, cumple la función de ser patrón de valor e instrumento de intercambio; el cual tiene su propio mercado que es catalizador de la economía.

Así, en términos económicos, se fue definiendo por la sociedad lo que es un mercado. El mercado entonces es un conjunto de oferentes y demandantes de bienes y servicios que también obedecen a la particularidad de sus elementos, componentes, así como sus características y mecanismos operativos y de liquidación.

Para Paul Samuelson, el mercado es un medio por el cual los compradores y los vendedores de un bien o servicio determinan conjuntamente su precio y su cantidad.[96]

La historia es testigo de que el dinero supera con rapidez su calidad de medio de cambio para convertirse en un bien o activo que da lugar a su propio mercado (mercado de dinero o de capitales), pues surge una demanda de dinero y una oferta de dinero con el consecuente precio de negociación conocido generalmente como tasa de interés.

[95] Aristóteles, *La Política,* Porrúa, col. Sepan Cuantos, no. 70, México, 2000, p. 166.
[96] Samuelson, Paul y Nordhaus, William, *Economía,* McGraw-Hill, Madrid, España, 1996, p. 23.

En resumen, el dinero, al facilitar el cambio de bienes y servicios, se erige en sí mismo en su satisfactor que es demandado y ofrecido en razón de sus propias reglas de circulación y en sus diversos roles.

Con el tiempo los comerciantes y el dinero crearon en algún momento al primer capitalista e inauguraron el ciclo dinero-mercancía-dinero y su circulación con fines de lucro, lo convirtieron en enriquecimiento para diversos fines; en principio como capital y luego como centro de la actividad y desarrollo económico, creando sus propios mercados, de acuerdo a las necesidades de cada momento histórico, entre los que se encuentran los mercados financieros, destacando el segmento que corresponde al mercado de valores, materia de éste análisis.

III.I.II Clasificación de los mercados

Es claro que los economistas, han dejado mucha tinta en múltiples clasificaciones de los mercados que obedecen a criterios y necesidades específicas. Es nuestro interés discurrir sobre el mercado de valores, por lo que no abundaré más que en las clasificaciones que nos llevarán a las relacionadas con los mercados financieros y en específico al mercado de valores, en forma breve y sólo para ubicar el tema.

Los mercados reales son en estricto sentido los que ofrecen el sustento a la economía, ya que poco podrían ofrecer los mercados financieros si no hubiera mercados reales y viceversa, es decir, habría muchas limitaciones en los mercados reales, sin los mercados financieros como lo ha demostrado la historia.[97]

En ese orden de ideas, podemos utilizar las siguientes clasificaciones de los mercados.

a) Por sus relaciones externas son:

- Autónomos
  - Propios de los regímenes liberales y capitalistas
- Intervenidos o regulados

[97] Villegas, Carlos Marcelo y Villegas, Carlos Gilberto, *Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas,* del Prólogo de José E. Cachón Blanco, Dykinson, Madrid, España, 2001, pp. 1-2.

- Que a su vez se clasifican en centralizados o mixtos, propios de una economía con condicionamientos políticos o de Estado

  - Características de los mercados liberales
    - Propiedad privada
    - Impulso y desarrollo de ideas liberales
    - Presencia de un Estado regulador, no del mercado, sino de individuos e instituciones
    - Libertad económica nacional e internacional
    - Libertad de contratación
    - Libertad de competencia
    - Riesgo
    - Lucro

  - Características de los mercados centralizados o regulados
    - Se identifica con la propiedad social de bienes y medios de producción
    - Planificación autoritaria de la economía
    - Monopolio estatal del comercio exterior
    - Control de cambios rígido
    - Inexistencia de libertad económica
    - No hay competencia ni libre concurrencia

  - Características de los mercados mixtos
    - Rectoría del Estado del sistema económico
    - Creación de un sector público estratégico
    - Existe libertad individual, empresarial y aceptación parcial regulada de mecanismos de mercado
    - Protección del Estado en actividades y sectores determinados
    - Inversión extranjera limitada a ciertos sectores

b) Por sus relaciones internas los podemos clasificar en:

- Mercado transparente
  - Permite poner en contacto fácilmente a oferentes y demandantes
- Mercado opaco
  - Propio de economías con regímenes comunistas en donde la intervención del Estado impide la agilidad de sus operaciones.

En particular, como se comentó anteriormente, la economía divide a los mercados en ***reales y financieros***. Los primeros tienen por objeto bienes y servicios y los segundos tienen por objeto el dinero.

Los mercados financieros son el conjunto de fuerzas en el que asisten la oferta y demanda de ahorro y de inversión que cuentan con mecanismos que permiten la canalización de esos recursos a diversos sectores de la economía, tienen como materia y objeto fundamental de comercio el dinero, en donde se acuerda un precio que está determinado por las partes y regularmente se expresa en una tasa de interés. En esta actividad la asistencia de intermediarios es frecuente.[98]

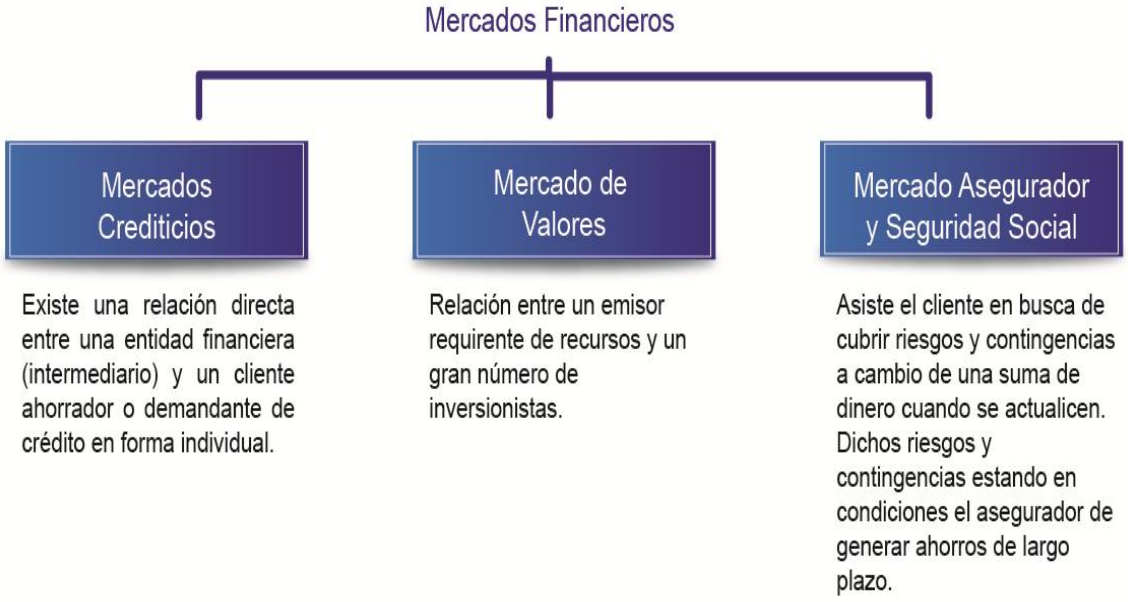
En la abstención de asistir al mercado como oferentes se gesta el ahorro y la inversión. El ahorro se explica como la cantidad de dinero guardado para un uso posterior en un plazo corto; mientras que la inversión es la suma de dinero que se busca incrementar, para que el capital original valga más, debiendo considerar que el plazo para lograrlo es más largo; también está identificada con un riesgo mayor.

En la inversión, el propietario de los recursos se abstiene del consumo y los recursos son colocados en el circuito económico, para gestar oportunidades provechosas con un efecto más amplio. Entonces, la nota distintiva de la inversión frente al ahorro, es el plazo, el precio del dinero y el riesgo. Surge también el

[98] Cachón Blanco, José Enrique, *Derecho del Mercado de Valores*, ed. Dykinson, Madrid, España, 1992, p. 14.

intermediario, quien arbitra entre las preferencias de los usuarios del ahorro y la inversión buscando satisfacer las necesidades de quien mejor pague. [99]

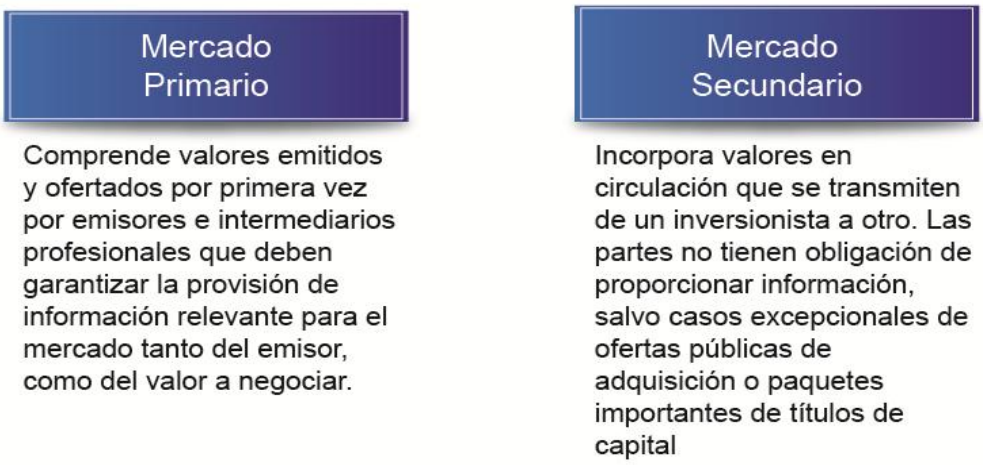
Los mercados financieros se clasifican como se indica en el cuadro siguiente:



Los mercados de valores[100] a su vez se clasifican como aparece en la siguiente gráfica:

[99] Villegas, Carlos Marcelo y Villegas, Carlos Gilberto, *op. cit.,* p. 7-8.

Adicionalmente, existe una subclasificación[101] dentro del mercado de valores, dependiendo del momento y ocasión en que se haga una oferta, puede ser:



III.I.III Mercado de Valores

De las clasificaciones de los mercados desprendemos algunos elementos que van definiendo al mercado de valores.

Vemos que aparecen diversas relaciones crédito-financiamiento, entes demandantes y oferentes de dinero, títulos valor negociables con alta fungibilidad, homogeneidad de operaciones, negociación de diversos activos en donde asiste la inmaterialidad de los mismos, diversos plazos, diversos derechos directos y adyacentes en las negociaciones, multiplicidad de instrumentos y varios participantes distintos de los oferentes y demandantes.

En lo que corresponde a las relaciones crédito-financiamiento, el mercado de valores ha diseñado los mecanismos directos de asignación, otorgando opciones o alternativas múltiples que se ajustan a las calidades y cualidades de los participantes, en donde hay contacto directo entre ellos. A diferencia de la relación crédito-financiamiento de los bancos, en la que los intermediarios se anteponen en relaciones jurídicas previas y aisladas entre oferentes y demandantes de recursos.

---

[100] *Idem.*

[101] Zunzunegui, Fernando, *Derecho del Mercado Financiero*, 2ª ed., Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A. Madrid, 2000, España, p. 21.

Los mercados de valores son en su mayoría liberales, es decir hay un alto contenido autorregulatorio y la regulación del Estado tiene como destinatarios a sus participantes, autoridades, auxiliares, etc., mas no al mercado de valores en sí mismo. Las condiciones económicas de las transacciones no están reguladas. Los destinatarios son emisores, intermediarios, inversionistas, operadores de mecanismos que coadyuvan a la celebración de las operaciones, auxiliares de los participantes y de las propias autoridades del mercado de valores,

En éste mercado sucede algo que es poco frecuente ver en otros mercados, las operaciones, su contenido, sus relaciones nacieron hace siglos, y su organización nació como un sistema corporativo basado en prácticas uniformes, constantes y generales, en dónde los usos del tráfico se fueron consolidando en normas de corrección, perfección, seguridad, transparencia, etc., que luego va recogiendo la legislación. Actualmente, sigue siendo el espacio en donde se viven intensamente los usos y las prácticas, que poco a poco toman carta de naturalización en la legislación.[102]

Los usos también mantienen una función interpretativa que contribuye a resolver las controversias que surgen entre los intermediarios y sus clientes o entre las partes, en donde se privilegia la inmediatez de la solución, dado su dinamismo. Más adelante abundaremos sobre el tema de los usos.

Las exigencias técnicas, también han contribuido a que se generen en el mercado de valores de modo reflexivo modalidades de ejecución de operaciones que permiten celeridad y la seguridad propias de un mercado en el que se concentra un gran número de operaciones económicas, que a la vez impone la simplificación del o los formalismos necesarios para su integración óptima.

El mercado de valores ha estado representado tradicionalmente por bolsas de valores, lo que nos permite inferir que no es un mercado unitario sino que está integrado por diversos mercados e instituciones que se han especializado en función de los activos que son negociados en cada foro, con una amplia interrelación.

[102] *Ibidem.,* p. 95.

Las bolsas de valores son la parte del mercado de valores, que tienen por objeto la negociación preferentemente de valores de financiación pública, privada y de participación, bajo un principio de fijación de precios representativos de la oferta y de la demanda existente.

Dice Don Joaquín Garrigues Diaz-Cañabate, que toda bolsa es una reunión de compradores y vendedores en la que se facilita la contratación, concentrando a los contratantes en un espacio limitado y en un tiempo breve y limitado, exigiendo la actividad mediadora de agentes oficiales, depositarios de fe pública. Pero esta reunión al ser organizada por ley, funciona como creación jurídica, se trata de una organización que tiene órganos individuales, unos de gestión y otros de representación. Es algo más que una persona jurídica, es un espejo de la economía. Pero es un espejo singular a diferencia de los espejos que se mantienen incólumes, después de reflejar las imágenes, el espejo de la bolsa sufre alteraciones por estímulos externos, físicos, económicos, psíquicos o anímicos. Si estos últimos no la afectasen, no podríamos decir que la bolsa está inquieta o tranquila o preocupada o firme. Esto significa que la bolsa es un organismo sentiente.[103]

La definición vertida por don Joaquín Garrigues, construida alrededor de ciertas analogías me pareció especialmente atractiva para destacar con claridad las diferencias entre lo que es una bolsa de valores del mercado de valores.

Para organizarse y operar como bolsa de valores se requiere concesión del Gobierno Federal, la cual será otorgada discrecionalmente por la Secretaría, de Hacienda y Crédito Público oyendo la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a las sociedades anónimas organizadas de conformidad con las disposiciones especiales que se contienen en la Ley del Mercado de Valores y, en lo no previsto se debe estar a lo dispuesto en la Ley General de Sociedades Mercantiles.

Funcionalmente, las bolsas son mercados, en los que se negocian bienes de forma estandarizada. Sirven para la generación y transmisión de información, la

[103] Garrigues, Diaz-Cañabate, Joaquín, “El Concepto Orgánico de Bolsa”, en la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil,* no. 5, Octubre-Diciembre 1981, Centro de Estudios y Comunicación Económica, Madrid, España, p. 746.

regulación del mercado y se erigen en parte de los mecanismos que se ofrecen a sus actores.

Jurídicamente, desde su origen más allá de todas las fronteras. El concepto de la bolsa siempre ha llevado a problemas de definición ya que su raíz latina *bursa* poco o nada tiene que ver con su realidad.

Las bolsas en la mayor parte del mundo son instituciones que funcionan en algunos casos como personas de Derecho público y en otras de Derecho privado con capacidad jurídica, y autonomía técnica, que conforme a las disposiciones legales, regulan y supervisan sistemas multilaterales, que juntan o promueven que se reúnan los intereses de muchas personas en la compra y venta de bienes o derechos económicos admitidos a negociación dentro de la misma, en espacios físicos determinados en ocasiones o a través de medios electrónicos o de otras tecnologías.

Las bolsas de valores son instituciones cuyo principal objetivo es procurar un mercado secundario eficaz. Ofrecen el mecanismo adecuado para efectuar la compraventa de valores después de su emisión, recurriendo a compradores y vendedores, quienes libremente y en forma competitiva determinan los precios [104]

Las bolsas de valores cumplen ciertas funciones dentro del mercado de valores, tales como:

- La ampliación de las posibilidades de obtener recursos,
- Ofrecen alternativas de colocación y rentabilidad,
- Permiten formar índices, que se traducen en indicadores que revelan información y permiten evaluar riesgos, la gestión de una empresa, la economía y hasta para crear nuevos activos financieros, teniéndolos como referente,
- Conectan los mercados crediticios, monetarios y cambiarios, y
- Ofrecen elementos de comparación y valuación de empresas.[105]

[104] Morles Hernández, Alfredo, *Régimen Legal del Mercado de Capitales,* Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, Venezuela, 1979, p. 213.
[105] Cachón Blanco, José Enrique, *op. cit.,* pp. 20-21.

Regresando al tema del mercado de valores, José Enrique Cachón Blanco, señala que dicho mercado, ha contribuido tradicionalmente como el ejemplo más característico de un mercado perfecto y de un mercado eficiente, por lo siguiente:

- *"Es un **mercado libre** en donde el precio es el fruto de la negociación directa de las partes,*
- *Es un **mercado de libre competencia**, es decir, hay un amplio número de demandantes y de oferentes de forma que no existen situaciones de monopolio u oligopolio,*
- *Es un **mercado de producto homogéneo**, los productos negociados pertenecen regularmente a una misma emisión, son iguales entre sí y eso facilita su negociación,*
- *Es un **mercado transparente**, existe información amplia al alcance de todos en igualdad de condiciones, pero con perspectivas diferentes de interpretación, y*
- *Es un **mercado profundo**, tienen lugar un número importante de operaciones, de forma que el precio es representativo de la oferta y de la demanda existente*."[106]

Fernando Zunzunegui, estima que el mercado de valores es el mecanismo directo de asignación del ahorro y la inversión, mediante la negociación de valores mobiliarios, en el mercado primario o secundario.[107]

Para Eduardo Barrachina, el mercado de valores, es aquél en el que asisten las personas que necesitan financiación (los emisores), apelan al ahorro mediante la emisión de valores en los llamados mercados primarios. Estos valores, según su denominación legal y correspondiente régimen jurídico, otorgan determinados derechos de contenido económico a los inversores que los adquieran. Las emisiones de valores que se llevan a cabo en mercados primarios, están regulados por una entidad supervisora, aunque como se describe más adelante,

[106] *Ibidem.,* p. 21.
[107] Zunzunegui, Fernando, *Derecho del Mercado Financiero*, *op. cit.,* pp. 21-22.

pueden realizarse emisiones de valores fuera de mercados regulados, las llamadas colocaciones privadas. Tras la emisión inicial en los mercados primarios, los valores pueden ser negociados posteriormente en lo que se conoce como mercados secundarios.[108]

Las notas que distinguen a los mercados de valores son su transparencia y la negociabilidad. Efectivamente, son estos dos aspectos los que aseguran la eficiencia y el correcto funcionamiento de estos mercados cuya preocupación principal es la protección de los inversores.

Pieza clave de su funcionamiento es el régimen de diseminación de información que se exige a la mayoría de los emisores y que tiene en el prospecto o folleto informativo su ejemplo más representativo.

Debido al estricto régimen de obligaciones continuas de información y transparencia que los emisores deben cumplir, no es un mercado al que suelen acudir las empresas pequeñas o medianas.

No está de más mencionar que en los mercados de valores las motivaciones no son siempre financieras, pues la adquisición o negociación de instrumentos financieros puede hacerse con ánimos de inversión, como medio de garantía (colateral), para coberturas o protección de riesgos. Hay algunas características que hacen la nota distintiva en los mercados de valores, tales como:

- La existencia de sistemas ágiles y automatizados de negociación,
- Estandarización de sus operaciones,
- No hay negociación entre el emisor y los inversores que adquieren sus valores,
- El Derecho interviene proveyendo un régimen de protección a los inversores,
- Interviene una tercera persona, el regulador financiero,

[108] Barrachina, Eduardo, *Derecho del Mercado de Valores,* Difusión Jurídica y Temas de Actualidad, S.A., Madrid, España, 2011, p. 53.

- La apelación al ahorro se hace de modo directo a una pluralidad indeterminada de inversores (*ad incertam personam*),
- Esta apelación directa exige proteger a los inversores mediante la publicación de un documento conocido como prospecto o folleto informativo el cual describe con detalle las características de la emisión y del emisor.

Ahora bien, es prudente señalar que en el mercado de valores una característica especialmente importante, es la desintermediación, que hace que el bien que en él se intercambia, se abarate, dado el contacto directo entre emisor e inversionista, eliminando en la medida de lo posible la actuación de terceros.

Los mercados de valores están definidos por la exigencia de hacer pública la información de los detalles económicos y contables del emisor. La emisión de valores es la mayoría de las veces pública y está sujeta a numerosos requisitos de información y transparencia, cada vez más onerosos, así como obligaciones periódicas de actualizar tal información.[109]

Así, el mercado de valores desde el punto de vista del emisor se traduce en una serie de relaciones en donde se negocian diversos instrumentos, títulos, contratos y bienes, para obtener financiamiento público, privado o participación, cuenta con un marco regulatorio y autorregulatorio específico en el que se desenvuelve. No es unitario y se encuentra conectado a otros mercados. No es un centro de especulación, que aunque le es inherente, se trata de una de las piezas más importantes del sistema financiero que se traduce en una alternativa de financiamiento viable que permite el desarrollo de la empresa y de inversión con perspectivas de largo plazo para la solidificación de capitales.

III.I.IV Función

Al mercado de valores se le han asignado un sinfín de funciones o tareas que le corresponde realizar, adhiriéndome a los criterios de diversos tratadistas, considero que la principal función del mercado de valores es la asignación

[109] *Ibidem*., pp. 53-54.

eficiente del ahorro y la inversión a la economía que coadyuvan al desarrollo de la planta productiva. Entre las más importantes se encuentran las siguientes:

- Facilitar el intercambio y negociación de activos,
- Propiciar el volumen de operaciones que trae consigo la liquidez del mercado,
- Fomentar la libre concurrencia,
- Fijar precio de los activos que se negocien,
- Proveer las estructuras y marco institucional adecuado para su desarrollo, y
- Proteger los derechos del consumidor financiero.

Se distinguen las funciones de los objetivos.[110] Los objetivos que persiguen quienes buscan dentro del mercado de valores financiamiento se limitan básicamente a:

- Abaratar los costos de capital,
- Proporcionar liquidez,
- Dotar a las transacciones de seguridad jurídica,
- Facilitar el cambio reduciendo el costo de las transacciones,
- Diversificar riesgos,
- Favorecer la transparencia de su funcionamiento, y
- Reducir costos de intermediación.

Lo anterior, destaca la importancia del mercado de valores en cualquier economía al permitirle la liquidez que requiere para su desarrollo, a la vez que propicia el ahorro interno y la inversión de largo plazo, genera empleos, redistribuye la riqueza, democratiza el capital y por supuesto genera una base impositiva que contribuye de manera importante al gasto.

[110] Nota.- Los autores no se ponen de acuerdo en lo que son las funciones y los objetivos del mercado de valores, por lo que en un ejercicio de conciliación se revelan ambos.

III.II. Evolución regulatoria de los Mercados de Valores

La historia distingue tres etapas de la regulación de los mercados de Valores:

1.- Periodo Liberal, que abarca desde los inicios de la actividad bursátil en el siglo XVI y hasta el primer tercio del siglo XX:

- Ausencia de normas,
- Libertad de contratación,
- Propiedad privada,
- Libre empresa, y
- Libertad de emisión de valores.

2.- Periodo Intervencionista, que va de 1930, al inicio de la octava década del siglo XX. Inicia como consecuencia de la crisis que derivó del crack de 1929, surgen disposiciones con alto control administrativo y se genera un nivel importante de discrecionalidad de la autoridad en la emisión de valores. En éste periodo se destaca lo siguiente:

- Regulación en materia de control de cambios y movimientos de capital
- Regulación de la inversión extranjera
- Un Estado empresario dueño de un número importante de empresas, que deriva de su excesivo intervencionismo
- Regulación a oferentes, demandantes e intermediarios

3.- Periodo Neoliberal, que inicia a partir de los años sesenta con el surgimiento y la actividad del euromercado, donde toman fuerza los principios de libertad de circulación de capitales, libertad de emisión, de personas y libertad de servicios financieros. Se caracteriza por:

- Desregulación de mercados,
- Globalización de las operaciones, y
- Bursatilización de activos.

Surgen durante el periodo neoliberal normas de protección al consumidor, de información plena al inversor, normas prudenciales, sobre solvencia de los intermediarios, gobierno corporativo, protección de minorías, información financiera de emisores, libre competencia, eliminación de regulación intervencionista y fortalecimiento de la autorregulación.

A continuación se listan los acontecimientos que fueron influyendo y delineando la evolución de la regulación y las prácticas de los mercados en el mundo.[111]

1944 Acuerdo de *Bretton Woods* para nuevo orden monetario.
1945 Fundación del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional.
1947 Establecimiento del GATT
1950 Expansión internacional de empresas norteamericanas
1957 Principio del desarrollo del mercado de eurodólares
1963 Impuesto sobre bonos extranjeros en EUA detona mercado de eurobonos
1972 Primera crisis del petróleo
1976 Invento de la primera computadora personal
1978 Deng Xiao Ping introduce la economía de mercado en China
1981 Primeras privatizaciones en el Reino Unido
1982 Crisis de deuda mexicana
Introducción de la computadora personal (PC) de IBM
1983 Inicia auge económico y financiero de países asiáticos
1983 Primera colocación de *Emerging Markets Growth Fund*
1987 Crack de la Bolsa de Nueva York (19 de oct.)
1989 Caída del muro de Berlín (9 de noviembre)
Plan Brady para México: fin de la crisis de la deuda
Se firma acuerdo de intención para diseñar un tratado de libre comercio entre EUA y Canadá

[111] Heyman, Timoty, *Inversión en la Globalización,* Bolsa Mexicana de Valores, Milenio - Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas e Instituto Tecnológico Autónomo de México, México, 1998, pp. 8-9.

1991 Emisión de Teléfonos de México en la Bolsa de Nueva York

1991 Firma del Tratado de Maastricht: compromiso de una moneda común en la Unión Europea para 1999

1991 Inicia auge de “mercados emergentes”

1994 Se suscribió TLC entre México, EU y Canadá
Crisis financiera mexicana: efecto “tequila” sobre otros mercados

1998 Paquete de rescate estadounidense para México

1997 Crisis de mercados accionarios asiáticos

1999 Acuerdo sobre una moneda común (el euro) por once países europeos.

2000 Explosión de la burbuja de internet

2000 Escándalos Enron, Worldcom y Parmalat y promulgación de la denominada Ley Sarbanes Oxley.

2005 La Reserva Federal baja el precio del dinero de 6.5% a 1%, provoca el “Boom” inmobiliario

2007 Crisis *subprime* de EU y crisis petrolera

2008 Quiebra y rescate de instituciones financieras en EUA (Lehman, AIG, Bear Stearns)

2009 Fin del neoliberalismo a ultranza

2010 Reforma al Sistema Financiero de los EUA

2011 Crisis del manejo de deuda y presupuestal en EUA, Grecia, España, Portugal e Italia.

Los acontecimientos listados con anterioridad, modelaron esquemas de organización bursátil que prevalecen en la actualidad y podemos decir que básicamente son tres: el anglosajón, el latino y el germano, sin dejar de reconocer que los dos últimos han adoptado muchas prácticas del modelo anglosajón en donde las personas físicas, corredores, intermediarios especializados, entes de autorregulación son privados y la contratación se realiza a través de medios electrónicos, sustituyendo al mercado físico y los pisos de remates que permiten vincular a los agentes en sus transacciones, así como responder a la

internacionalización, globalización y desarrollo de los mercados. Se hace especial mención, al grado de intervención de las autoridades que hacen un diferenciador de importancia.

Modelos de organización bursátil [112]

Uno de los aspectos en donde más ha incidido la globalización de los mercados de valores es el nivel de protección legal hacia los participantes, que ha evolucionado de los extremos del proteccionismo que quedó de manifiesto en el principio de méritos de las ofertas de valores al de libertad absoluta a través de los principios de revelación total mejor conocido como "*full disclosure*".

El nivel de protección del inversionista influye directamente sobre el costo del capital ya que no solo se consideran variables económicas como la tasa de interés y el riesgo de la firma, es importante también considerar la protección legal del proveedor de financiamiento, que debe quedar garantizada.

El inversor puede ser profesional o no, y su profesionalismo actualmente está determinado por sus capacidades de proveerse de información confiable y suficiente para la toma de decisiones.

[112] Cachón Blanco, José Enrique, *op. cit.,* pp. 23-24.

El principio de “información plena” requiere de un marco total de transparencia que tiene como prioridad absoluta tutelar los intereses del inversor, aportándole elementos de decisión al inversionista y sanciona el mal uso de información privilegiada.

Todos estos aspectos son fundamentales por lo que se han ido estandarizando las mejores prácticas de gobierno corporativo, responsabilidad del consejo de administración o directorio, deberes de lealtad y fiduciarios, ante las circunstancias de globalización que son impuestas a administradores, directivos y accionistas para acceder al financiamiento de los mercados, erigiéndose en pilares institucionales de la actividad bursátil prácticamente en todo el mundo.

III.III Fuentes del Derecho del Mercado de Valores

El término fuente es utilizado por los estudiosos y doctrinarios de nuestra ciencia desde hace mucho tiempo, para descubrir y hurgar el lugar donde tiene origen el Derecho.

Tradicionalmente, se han distinguido tres tipos de fuentes del Derecho: a) formales, b) reales, y c) históricas.

Las fuentes formales se refieren a los procesos determinados para la creación de normas jurídicas.

Las fuentes reales se traducen en los factores y elementos que determinan el contenido de tales normas.

Las fuentes históricas derivan de los documentos, libros, papiros, inscripciones que encierran el texto de una ley o conjunto de leyes.

En el caso del mercado de valores las fuentes reales e históricas han jugado un papel relevante ya que las fuentes formales se han alimentado prácticamente en su totalidad de las dos mencionadas con anterioridad. Basta regresar a las referencias históricas apuntadas en los dos capítulos anteriores, para verificar que los usos, las prácticas mercantiles y la costumbre en el comercio han modelado el orden jurídico derivado de las fuentes formales actuales del Derecho del Mercado de Valores que son la ley la costumbre y la jurisprudencia.

Por fuentes debe entenderse las formas concretas que asume el Derecho objetivo vigente en un tiempo y en un país dados, que se reducen a la Ley y a la costumbre.[113]

Desde el punto de vista de la doctrina las fuentes del Derecho constituyen un elemento fundamental dentro de la llamada teoría general del Derecho. Se trata de un tema basto y profundo que por supuesto no pretendemos agotar, pero en el caso particular y sobre todo por la costumbre, tampoco lo podemos ignorar. Basta apreciar en su justa dimensión el contenido del artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores vigente:

"…La legislación mercantil, ***los usos*** *bursátiles y mercantiles y la legislación civil federal,* ***en el orden citado****, serán supletorios de la presente Ley..."*[114]

El referido precepto legal, obliga a observar un orden en las fuentes del Derecho del Mercado de Valores, y permite inferir que reconoce como fuente principal al Derecho a las normas de la ley especial, a las normas de la ley general y en tercer término a los usos. Es decir, deja a su majestad la ley como fuente primaria y a los usos como fuente supletoria. Esto no es común verlo en otras ramas del Derecho, pero tienen una explicación histórica de más de cuatrocientos años, como quedó relatado en la parte histórica de éste trabajo.

Destaco el orden en que el legislador colocó a los usos, porque hay un reconocimiento expreso a las prácticas inveteradas en la actividad del mercado de valores.

La norma jurídica tiene como creador al Estado, se reconoce la primacía de la ley como expresión de la voluntad general. A pesar de lo anterior, y por limitadas que sean las posibilidades que pueden alcanzar el uso y la costumbre, dichas fuentes del Derecho continúan creando normas jurídicas en el mercado de valores pese a que su origen fuera del acto de autoridad del Estado. El Derecho no es inmutable y no lo ha sido nunca, el contenido del Derecho es dinámico,

[113] Rodríguez y Rodríguez, Joaquín, *Derecho Bancario*, Porrúa, México, 1945, p. 5.
[114] Ley del Mercado de Valores, Art. 5.

cambia constantemente, de ahí el valor de la jurisprudencia y de las fuentes del Derecho distintas a la ley, para el mercado de valores.

Respecto a las atribuciones del Estado que se refieren a la reglamentación de la actividad de los particulares a fin de ordenar la vida en sociedad, la función legislativa constituye el medio de realizar esa función a través de normas generales impersonales y abstractas. El principal propósito de las normas de Derecho común es de naturaleza integradora de las relaciones jurídicas. En la medida en que el Derecho común se vuelve imperativo, el espacio de autonomía de la voluntad se acota. El Derecho del mercado de valores, está en constante movimiento para impedir que le inmovilice las amarras de la ley.

Por otra parte, existen ciertas actividades que interesa al Estado fomentar, limitar o vigilar de manera más directa, en tanto dichas actividades están relacionadas más estrechamente con las atribuciones que las mismas leyes han encomendado al Estado. En cuanto al fomento, limitación, vigilancia y sanción, en su caso, de las actividades de los particulares, la función legislativa también es imprescindible porque es el medio de crear la competencia de los entes públicos que ejecutarán dichos actos de fomento, limitación y vigilancia, señala en qué deben consistir estos actos y su alcance, y define la situación jurídica de los particulares a los que afecta.

En opinión de Aníbal Sánchez el engarce constitucional presenta una dimensión que, desde la teoría pura del Derecho, sería preciso calificar como metajurídica, que se advierte de algunas fuentes de la actividad bursátil en la conformación de usos, prácticas y costumbres de la actividad del mercado de valores. Ello se debe probablemente a que la bolsa y las actividades relacionadas son un sector de importancia general, en el que los planteamientos económicos desembocan fácilmente en estímulos políticos y, por esta vía, alcanzan de uno u otro modo la producción del Derecho.

Dentro de las fuentes del Derecho, sigue comentando Aníbal Sánchez, se pueden considerar las fuentes históricas, las fuentes formales que son las costumbres jurídicas, la legislación, la jurisprudencia y en muy pocos casos la voluntad unilateral. ***De manera adicional, existen las fuentes materiales que se***

pueden reducir a dos y que se circunscriben básicamente a los ideales de justicia, así como la experiencia o circunstancias históricas. [115]

Siguiendo la idea de Aníbal Sánchez, las realidades, sin duda condicionan al Derecho y cuando el legislador las ignora elabora utopías, pero no Derecho. Especular sobre lo ideal, no es real. De manera adicional, las circunstancias históricas que pueden dar contenido a las normas jurídicas tampoco deben hacernos caer en las nociones empíricas del Derecho. Debemos ser cuidadosos del contexto, momento histórico y sobre todo las circunstancias que rodean ciertos hechos cuando pretendemos que se vuelvan generadores de Derecho.

En este caso, las circunstancias históricas analizadas en forma aislada producen arbitrariedad sobre todo si provienen de las fuerzas sociales, de tal suerte, que el contenido de las normas jurídicas debe reflejar no tanto el orden ideal, ni la arbitrariedad de las fuerzas sociales, la construcción del Derecho debe darse acercándose a lo ideal sin llegar a la demagogia con un contenido de acción causal por parte de la autoridad buscando en la medida de lo posible el punto de equilibrio entre los ideales de justicia y la posibilidad de regulación de las circunstancias históricas que deben enmarcar el elemento de reflexión que permita aprovechar de manera adecuada la experiencia para imprimir los equilibrios deseados a la norma, aclarando que “equilibrios” no es justo medio para efectos de este comentario.

Las fuentes formales, son las formas obligadas y predeterminadas que ineludiblemente deben revestir preceptos de conducta exterior para imponerse socialmente en virtud del potencial coercitivo del Derecho. Siguiendo ese orden, debe haber alguna forma de verificación externa, que no siempre es posible materializar, cuando la fuente es la costumbre.

En el caso del proceso legislativo tal y como constitucionalmente está estructurado, cuando las propuestas o iniciativas se generan fuera de los recintos legislativos, regularmente surgen de manera material de la voluntad de grupos con intereses diversos y el legislador tendrá en ese caso, la tarea de valorar la

[115] Aníbal Sánchez, Andrés, “En Torno al Concepto, Evolución y Fuentes del Derecho Bursátil en el Sistema Jurídico Español”, en la *Revista de Derecho Mercantil*, no. 155, Madrid, 1980, p. 7.

conveniencia, inconveniencia, eticidad, riesgo, exposición, afectación, costo de cualquier acto creativo, reforma o adición al orden jurídico, que obliga necesariamente a una valoración jurídica, social y filosófica de cualquier pretensión legislativa.

En general se puede decir que el proceso legislativo en la mayoría de los casos, tiene un problema de método a considerar, ya que la abstracción como operación intelectual cuando separa de un todo concreto, sus elementos conformadores pierden utilidad, en el momento de verse materializado en una propuesta legal. Sin embargo, cuando la abstracción jurídica se materializa en una realidad o circunstancia histórica, materia de valoración profunda desde un punto de vista social, jurídico, económico, político y filosófico. Entonces, el trabajo legislativo en ese momento adquiere utilidad y relevancia. Es el caso de las normas del mercado de valores.

La opinión más generalizada, considera como fuentes formales del Derecho a la legislación, la costumbre y la jurisprudencia. El Derecho del Mercado de Valores, debe separarse cuidadosamente de la generalidad de esas tres fuentes.

Ya se mencionó con anterioridad que durante cuatro siglos en el mercado de valores hubo ausencia de normas, libertad de contratación, propiedad privada, libre empresa, y libertad de emisión. Luego, a partir de 1930, hubo un efecto péndulo derivado del *crack de 1929,* que dio origen a la regulación que invade al mercado de valores con diversas disposiciones, en materia de control de cambios, movimientos de capital, inversión extranjera, un Estado empresario dueño de medios de producción, que derivó de su excesivo intervencionismo. Los últimos 25 años vuelven a tomar fuerza los principios de libertad de circulación de capitales, libertad de emisión, libre tránsito de personas y libertad de servicios financieros, que se caracteriza por desregulación de mercados, globalización de las operaciones, y bursatilización de activos.

Es decir, en cincuenta años nos dimos cuenta que los usos y las prácticas de cuatrocientos años en los mercados de valores, regresaron el péndulo a niveles más o menos razonables y dejaron nuevamente el paso libre a las fuentes

tradicionales del Derecho del Mercado de Valores, los usos y las prácticas, para coexistir con la ley, la costumbre y la jurisprudencia.

Podemos decir entonces, que las fuentes primarias del Derecho del Mercado de Valores son los usos y las prácticas, que son las fuentes reales e históricas, para dar paso a las fuentes formales por ser nuestro Derecho codificado o escrito que son la ley, la costumbre y la jurisprudencia, para luego convertir a las fuentes reales e históricas usos y las prácticas en fuentes formales supletorias generadores de normas de carácter jurídico del Derecho del Mercado de Valores.

Pasamos a comentar brevemente algunas de las fuentes del Derecho del Mercado de Valores.

III.III.I La Ley

Siendo nuestro régimen de derecho escrito, la legislación es la más rica e importante de las fuentes formales, la cual podría definirse como el proceso por el cual uno o varios órganos del Estado, formulan y promulgan determinadas reglas jurídicas de observancia general, abstractas, e impersonales a las que se da el nombre específico de leyes. [116]

La fuente por excelencia del Derecho del Mercado de Valores es su propia legislación y la legislación mercantil aplicable a las operaciones con valores, a las personas que las ejecutan a título profesional y en general los auxiliares del tráfico bursátil.

Por lo anterior, podemos afirmar que las fuentes del Derecho del Mercado de Valores son fundamentalmente normativas y escritas en cuanto a que las normas que integran la disciplina se manifiestan a través de textos legales, reglamentarios o disposiciones de carácter administrativo, aun y cuando en reiteradas ocasiones las soluciones jurídicas que en dichos textos se consagran, provengan de reglas, costumbres, usos y prácticas.

[116] García Máynez, Eduardo, *Introducción al Estudio del Derecho*, Porrúa, México, 1969, p. 52.

III.III.II La Doctrina

Se da el nombre de doctrina a la información generada de los estudios de carácter científico que los juristas realizan acerca del Derecho, ya sea con el propósito puramente teórico de sistematización de sus preceptos ya con la finalidad de interpretar sus normas y señalar las reglas de su aplicación. Como la doctrina representa el resultado de una actividad especulativa de los particulares, sus conclusiones carecen de fuerza obligatoria, por grande que sea el prestigio de aquellos o profunda la influencia que sus ideas ejerzan sobre el autor de la ley o las autoridades encargadas de aplicarla.

La doctrina puede, sin embargo, transformarse en fuente formal del Derecho en virtud de una disposición legislativa que le otorgue tal carácter. Las opiniones de ciertos jurisconsultos ilustres de la Roma Imperial, por ejemplo, eran obligatorias para el juez, por disposición expresa del emperador.

La doctrina al ser reflexiva y especulativa, permite reparar lagunas, deficiencias, particularidades que enriquecen el Derecho y lo van transformando y adaptando constantemente. La doctrina llega a ser en ciertas circunstancias fuente histórica del Derecho.

III.III.III Los usos, prácticas y costumbres

La regulación bursátil surge históricamente en el seno de la contratación mercantil y a ella se refieren todavía buena parte de sus normas. No debe sorprender por tanto que muchas de estas normas y preceptos aparezcan por escrito en textos legales o reglamentarios, pero que tienen su origen en los usos del tráfico comercial que los van produciendo de modo espontáneo, merced a las prácticas comúnmente seguidas en los círculos de los propios operadores económicos.

Según Aníbal Sánchez, la forma de celebrar los contratos mediante frases breves y concisas, generalmente acompañadas de golpes o palmadas (o ahora con la simple presión de una tecla del ordenador), la determinación de la cuantía del negocio por unidades de referencia fijadas en partidas o regimientos, la existencia de ruedas o corros, los característicos procedimientos de liquidación

colectiva y la mecánica para impartir y ejecutar las órdenes que se dan a los corredores, son prácticas usuales a lo largo del siglo XVII, en el que empiezan a manifestarse también nuevas figuras contractuales como las primas u opciones, que todavía habían de perfilarse ulteriormente o que han alcanzado ya, como sucede con los contratos, una madurez apenas superada en la evolución posterior. [117]

Algunos autores consideran que los usos, no son sino una variedad de la costumbre jurídica. Sin embargo, otros estiman que en los usos se encuentra el elemento objetivo de la costumbre, la práctica más o menos reiterada y constante de ciertos actos. Los usos sirven para completar o interpretar la voluntad de las partes sólo en cuanto se estima que han querido libremente acogerse a ellos, y esta facultad electiva en el caso de usos interpretativos excluye la idea de necesidad que se encuentra indisolublemente ligada a la verdadera costumbre jurídica, de ahí que estos usos no pueden aplicarse cuando las partes han manifestado una voluntad diversa.

En el Derecho mexicano, la costumbre desempeña un papel secundario pues sólo es jurídicamente obligatoria, cuando la ley le otorga tal carácter. En esas condiciones, se ha considerado que no es fuente inmediata, sino mediata o supletoria del orden jurídico positivo.

Los usos bancarios y mercantiles a que alude la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, establece que los actos y las operaciones a que se refiere en su artículo 2°, se rigen, en el siguiente orden: por lo dispuesto en la propia Ley y en las demás leyes especiales relativas y, en su defecto, por la legislación mercantil general y, en su defecto, por los usos bancarios y mercantiles y en última instancia, por el derecho común.

La Ley del Mercado de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación el 2 de enero de 1975, en su artículo 7, señalaba el orden supletorio y consideró que las normas del derecho civil prevalecían sobre los usos bursátiles y mercantiles. Esta incongruencia fue corregida mediante Decreto publicado en el

[117] Aníbal Sánchez, Andrés, *op. cit*., p. 9.

Diario Oficial de fecha 30 de diciembre de 1980, después reformado por Decreto del 27 de diciembre de 1983, para quedar establecido como sigue:

> *"…Artículo 7°.- Las leyes mercantiles, los usos bursátiles y mercantiles y los Códigos Civil para el Distrito Federal y Federal de Procedimientos Civiles, serán supletorios de la presente Ley en el orden citado..."*

Actualmente, la Ley del Mercado de Valores, en su artículo 5, como ya se refirió, señala que la legislación mercantil, los usos bursátiles y mercantiles y la legislación civil federal, en el orden citado, serán supletorios de la referida Ley.

Fernando Sánchez Calero, cita a Alfredo Rocco quien sostiene:

> *"…La palabra uso encierra un significado amplísimo, que comprende desde la simple habitualidad individual hasta la verdadera y propia costumbre jurídica. En sentido amplio uso es toda consciente y continuada repetición de actos voluntarios cuya repetición puede ser un hecho simplemente individual, fundado en la facilidad mayor que presente repetir un acto ya realizado, en vez de practicar uno nuevo (habitualidad); o bien un hecho social fundado en la fuerza del hábito o en la imitación..."*[118]

Afirma después que se entiende por uso, la práctica efectiva y repetida de una determinada conducta. Esta práctica ha de responder a la idea de que se sigue una determinada norma de conducta que impera en el tráfico mercantil. Pero la vinculación a esa norma no ha de derivar de la voluntad individual, sino de la existencia objetiva de esa norma en el tráfico.

La distinción entre el uso y la costumbre, consiste en que la costumbre es norma jurídica aplicable, el uso sólo lo es en tanto el legislador nos remite a él. Por

[118] Sánchez Calero, Fernando "Instituciones de Derecho Mercantil", en la *Revista de Derecho Privado*, Madrid, España, 1982, p. 30.

otra parte la costumbre es general, se trata de un uso implantado en una colectividad y considerado por ésta como jurídicamente obligatorio; es el Derecho nacido consuetudinariamente,[119] en tanto que el uso se refiere siempre a una comunidad determinada; aun cuando sean varias las personas que lo practican, éstas tienen en común la profesión o el género de actividades a las que se dedican. Así, se habla de usos del comercio, usos bancarios, bursátiles, fiduciarios, entre otros.

Es importante señalar que el uso, como ya se mencionó, es norma aplicable que se utiliza de manera supletoria y que lo ideal en un sistema jurídico lógico, sobre todo en materia comercial, es que se aplique después de la norma especial, inclusive con prioridad sobre el derecho común. En este sentido es importante destacar lo que sostiene Jorge Barrera Graf, al decir:

> *"…En nuestra opinión, salvo que la ley disponga la primacía del derecho civil sobre los usos (lo que, extrañamente, provocaría la aplicación de las normas generales del derecho común antes que las especiales de la costumbre), o sea, que la ley trastoque el orden lógico-jurídico, como hacen aquellos dos ordenamientos (Ley de Navegación y Comercio Marítimo y Ley del Mercado de Valores), la costumbre debe aplicarse con antelación al derecho civil..."*[120]

Los tratadistas han buscado la forma de diferenciar los usos de las costumbres por el grupo de personas que reiteran las conductas; la costumbre se refiere al actuar de una comunidad, pueblo, Estado o nación, en tanto que el uso, incluso el internacional, parece referirse siempre al modo de actuar de un conjunto de personas dedicadas a una profesión, y es así que se habla de usos comerciales, bancarios, bursátiles, marítimos, etc., y actualmente podemos observar que cuando más especializado es el uso, se le califica de práctica.

---

[119] García Máynez, Eduardo, *op. cit.,* p. 61.
[120] Barrera Graf, Jorge, *Instituciones de Derecho Mercantil*, Porrúa, México, 1989, p. 61.

Fernando Vázquez Arminio, comenta que la distinción entre uso y costumbre no es sólo de carácter doctrinal, sino que parece tiene trascendencia práctica: a) La costumbre, *per se*, tiene fuerza para crear normas jurídicas, mientras que el uso desempeña una función más modesta, que consiste en suministrar contenido a las normas legales que lo invocan; y b) La costumbre, en cuanto que constituye una norma jurídica, no está sujeta a prueba, mientras que el uso, por integrar solamente un elemento de hecho, precisa de probanza.[121]

Sin embargo, en cuanto a que preferentemente a la legislación civil, la propia Ley del Mercado de Valores establece como supletorio al uso bursátil o mercantil, es incuestionable la categoría de "fuente" que debe atribuirse a estos usos en la materia bursátil, basta recordar la cantidad de actos, señas, movimientos, vestimenta, colores identificadores necesarios para materializar las operaciones que se realizaban de viva voz y aun ahora que en su mayoría se realizan por medios electrónicos, algunos usos han sido trasladados a las computadoras. No podemos soslayar que ésta práctica aun en la primera década del siglo XXI, prevalece en mercados tan importantes como el de Nueva York y en algunos latinoamericanos.

Ahora bien, para la existencia de un uso de comercio es indispensable que aquella práctica habitual haya creado la conciencia general de su existencia y obligatoriedad, con independencia de la voluntad de las partes a las que obligará o vinculará a menos que expresamente se pronuncien en contrario.

La realidad es que leyes tales como la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, la Ley de Instituciones de Crédito y la propia Ley del Mercado de Valores, consignan expresamente a los usos y prácticas mercantiles, bancarias o bursátiles, en su caso, como fuentes supletorias del derecho mercantil.

Dicha referencia no debe entenderse dirigida a los usos interpretativos o convencionales, sino a los usos normativos o generales que surgen de la práctica generalizada, inveterada con la convicción de ajustarse a una regla de derecho y

[121] Vázquez Arminio, Fernando, *Derecho Mercantil,* Porrúa, México, 1977, p. 79.

su validez es ya objetiva e independiente de la voluntad de las partes. Este uso tiene la consideración de una norma general de Derecho.

Sin embargo, en virtud de que en la práctica ocurre frecuentemente que el juez pueda ignorar la existencia de un uso, aquél a quien favorezca, resultará interesante rendir judicialmente la prueba de la realidad contenida en el uso que invoca. Tal prueba puede hacerse por diversos medios, tales como documentos públicos, peritos, testigos y en general, cualquier medio de prueba admitido en el Derecho mexicano.

Por otra parte, uno de los criterios más relevantes para entender la naturaleza de los usos es el referente a los sujetos que concurren al mercado en su desarrollo como tal y no es dudoso que a diferencia de lo que sucede en otros campos, en materia bursátil esos usos no sólo reciben la influencia de los contratantes, sino también de los intermediaros bursátiles e incluso de los sujetos que concurran al mercado y esto resulta en que dichas prácticas van incorporándose a textos legales o reglamentarios.

III.III.IV La Jurisprudencia

Podemos decir que en las decisiones de los Tribunales se consagran un conjunto de principios y doctrina contenidos en sus fallos y que tiene atribuida en algunas ocasiones carácter obligatorio. Esta circunstancia de obligatoriedad en el caso de nuestro país es permanente para los Tribunales Federales, por así estar determinado en el artículo 217 de la Ley de Amparo.

Existen opiniones de diversos tratadistas en el sentido de no considerar a la jurisprudencia científicamente fuente formal del Derecho, en virtud de que conforme a los artículos 215, 225 y 226 de la Ley de Amparo, la Suprema Corte de Justicia de la Nación en Pleno o en Salas está facultada para dictar jurisprudencia por contradicción, por lo cual resulta que una relación jurídica nacida después de que se ha formado la jurisprudencia que le es aplicable puede ser regulada de modo diverso al establecido en ella, si algún órgano jurisdiccional facultado para ello decide modificarla.

La jurisprudencia no tiene carácter de verdadera norma jurídica general, impersonal, abstracta, etc. Las resoluciones constituirán jurisprudencia, siempre que lo resuelto en ellas se sustente en un mismo criterio en cinco sentencias ininterrumpidas por otra en contrario, resueltas en diferentes sesiones que hayan sido aprobadas por una mayoría de por lo menos ocho ministros si se tratara de jurisprudencia por reiteración de criterios del Pleno, o por cuatro ministros, en los casos de jurisprudencia de las Salas, como lo señala el artículo 222 y siguientes de la Ley de Amparo. Reforzando la opinión de variabilidad interpretativa ese mismo ordenamiento es fundamento para acreditar que constituyen jurisprudencia las resoluciones que diluciden las contradicciones de tesis, su sustitución, así como la Declaratoria General de Inconstitucionalidad, que no siendo jurisprudencia desde el punto de vista técnico jurídico son resoluciones de los Tribunales Federales, que tienen como propósito el control jurisdiccional de la Constitución Política de Los Estados Unidos Mexicanos.

Es preciso reconocer que en la actualidad la jurisprudencia no juega un papel importante en materia de Derecho del Mercado de Valores, en virtud de la escasez de conflictos que son sometidos a la consideración de los Tribunales. Esta afirmación, no pretende restar importancia a esta actividad interpretativa de los órganos jurisdiccionales federales de nuestro país, en unos años esta afirmación pudiera ser insostenible, por las razones contrarias a las aquí expuestas.

III.III.V Autorregulación

La autorregulación de los mercados de valores se justifica basándose en consideraciones de dos tipos: En primer lugar, en un ambiente competitivo, las bolsas de valores tienen incentivos para disciplinar a sus miembros con el objetivo de mejorar su reputación, atraer las operaciones de un mayor número de clientes y aumentar los volúmenes transados. En segundo lugar, la complejidad inherente a la regulación del mercado de valores ha hecho que los reguladores gubernamentales hayan tendido a confiar parte de sus funciones reguladoras en los sujetos mismos, participantes del mercado de valores. La delegación de la

actividad de regulación y supervisión del mercado de valores sobre un ente privado se basa en tres razones:

(i) El grado de sofisticación de los mercados, hace que sea prácticamente imposible para la autoridad gubernamental regularlo todo.

(ii) La autoridad gubernamental tenderá a duplicar los esfuerzos y costos incurridos derivados de su actividad reguladora.

(iii) Se produce normalmente una simbiosis en el trabajo de los reguladores y los miembros del mercado.

Resumiendo, la principal ventaja de la autorregulación es poner las decisiones de regulación del mercado de valores en las manos de quienes mejor conocen su funcionamiento, sus necesidades, fortalezas y debilidades, que son sus propios actores.

Un ejemplo revelador, es que, tras la crisis de 1929, en los Estados Unidos de América se promulgó la *Securities Exchange Act de 1934*, en la que se creaba también la *Securities and Exchange Commision (SEC)*. Ésta entidad reguladora asumía, entre otras funciones, la de supervisar y promover el funcionamiento del aparato autodisciplinario de las bolsas de valores.

Con el tiempo, los defensores del sistema de autorregulación han sostenido que cualquier regulación del mercado deberá respetar y fortalecer este aspecto de la autorregulación. Por mucho tiempo, la imagen del sistema de regulación alcanzado en los Estados Unidos de América, fue que los sujetos del mercado de valores tenían un rol principal en cuanto a la regulación y fiscalización de ese mercado, y el gobierno un rol residual equivalente a tener una pistola aceitada, guardada en el cajón con la esperanza de que no tuviera que ser usada. En 2008 la utilizó, al verse obligado a llevar a la quiebra a Lehman Brothers.

Hacia 1985 el gobierno de la Gran Bretaña inició profundos estudios orientados a la elaboración de una ley que entró en vigor en 1986 y se denominó *Financial Services Act (Ley de Servicios Financieros)*, cuyo contenido comprende un conjunto de normas aplicables al mercado de valores en general y en particular a los organismos y mercados que hasta ese momento habían funcionado como autorregulados, proyecto que comprendía la organización de una comisión similar

a las comisiones nacionales de valores u organismos similares que tienen a su cargo la supervisión del mercado.

Podríamos citar interminables ejemplos de otras fuentes del Derecho del Mercado de Valores, pero la idea es dar solo una muestra de lo importante que son los usos, las prácticas, las costumbres y otras fuentes que dan basamento al orden que se encuentra alrededor del mercado de valores.

III.III.VI Otras fuentes

Dentro de lo que podemos denominar fuentes reglamentarias del Derecho del Mercado de Valores, se puede considerar a los documentos creados por la comunidad del mercado de valores, como pueden ser los reglamentos, tales como el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., para el caso de México. La doctrina coincide en que un reglamento es:

i. Una colección ordenada de reglas o preceptos dada por la autoridad competente para la ejecución de una ley o para el régimen de una corporación, una dependencia o un servicio.
ii. Toda instrucción escrita destinada a regir una institución o a organizar un servicio o actividad.
iii. Una disposición metódica y de relativa amplitud sobre una materia que a falta de ley o para complementarla, dicta un poder administrativo.

Por otra parte, un “reglamento interior” es un conjunto de normas elaboradas con objeto de determinar el régimen de una empresa en lo referente a la técnica y a la disciplina adaptando la legislación a las circunstancias concretas de la empresa.

Tomando en cuenta la posibilidad teórica de la existencia de múltiples reglamentos interiores, no podría pretenderse que el reglamento actualmente, constituye un cuerpo normativo de carácter general y abstracto sancionado por la fuerza pública, y obligatorio para la colectividad.

Sin embargo, debe reconocerse en el caso por ejemplo de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., que el reglamento es el único cuerpo normativo que regula las operaciones bursátiles como tales, mencionando prácticas que constituyen verdaderos usos, que de acuerdo con el Artículo 5° de la Ley del Mercado de Valores son supletorios de las leyes mercantiles.

El reglamento procura la buena marcha en el desarrollo de un servicio cuya organización y eficacia se apoyan en buena medida en un sistema de autorregulación, que en otros países ha contribuido al mantenimiento de la confianza pública. Tales son los casos de la Bolsa de Londres que se rige por las reglas y reglamentos que elabora, emite y aplica el Consejo de la propia Bolsa y de la Asociación Nacional de Agentes de Valores *(NASD)* de los Estados Unidos de América, que opera en el denominado mercado *over the counter* y que funciona en forma autorregulada en gran medida.

Básicamente a esto consideramos que se circunscriben las principales fuentes del Derecho del Mercado de Valores, que como se mencionó delinean el perfil de su régimen jurídico.

III.IV Formación del Derecho del Mercado de Valores

En la mayoría de los países latinoamericanos el mercado de valores se encuentra en etapa de desarrollo, lo que constituye la explicación fundamental de su modesta importancia como fuente de financiamiento y espacio de inversión productiva.

Sin embargo, después de un período relativamente largo sin que sucediera nada extraordinario en estos mercados desde el punto de vista jurídico, durante el cual permanecieron sin transformación sustancial, se aprecia ahora una tendencia hacia la introducción de continuas prácticas modernas y procedimientos nuevos que responden a la necesidad básica y fundamental de movilizar y canalizar un volumen mayor de ahorros disponibles, hacia la inversión productiva, lo que es un reflejo del grado de desarrollo alcanzado y la preocupación por acelerarla.

Se ha afirmado en diversos foros que un buen mercado de capitales contribuye al bienestar económico al incrementar el volumen de fondos

disponibles para financiar la industria y dirigir el flujo de nuevos ahorros a la inversión en industrias cuyo crecimiento y expansión es deseable.[122]

El mercado de valores, abarca instituciones financieras, instrumentos de captación, estructuras de autorregulación, así como a las personas que ahorran e invierten. Sin esta formación de capitales es difícil lograr una tasa constante de crecimiento que permita elevar y sostener en forma permanente el nivel de vida de la población y alcanzar los objetivos de política económica planeados por un Estado, quien careciendo de recursos financieros que este mercado pueda proporcionarle, reducirá proporcionalmente sus posibilidades para hacer frente a los problemas sociales y económicos.

Este campo de la actividad humana ha estado y está sometido a diferentes regulaciones que conforman en gran parte, un conjunto de normas jurídicas relativas a la materia bursátil, que denominaremos Derecho del Mercado de Valores.

La actividad en el mercado de valores como toda actividad social supone sujetos, objetos, relaciones y elementos, sin los cuales sería inconcebible. Los sujetos de estas relaciones asumen y ejecutan sus roles dentro de un marco normativo y de manera especial bajo prácticas que se han desarrollado por décadas; muchas de ellas han adquirido carta de naturalización, ya que han sido incorporadas como normas jurídicas en diversos ordenamientos legales o disposiciones de carácter administrativo.

Al efecto, conviene analizar el alcance de la expresión “Derecho del Mercado de Valores” o “Derecho Bursátil”, cuya significación jurídica debe medirse en relación con la del “Derecho Mercantil”.

Particularmente en el ámbito del Derecho Mercantil es difícil señalar con precisión el momento en que surge una actividad cuya trascendencia social exige reglamentaciones específicas.

Estas actividades se fueron gestando por siglos, se adecuaron sucesivamente a las circunstancias sociales por las que atravesaron y dieron como resultado verdaderas instituciones jurídicas, aun y cuando sus

[122] Wilford J. Eiteman *et al., The Stock Market*, McGraw Hill Book Co., New York, 1966, p.7.

características fueron definidas previamente por los usos, las prácticas y la costumbre, fuentes insoslayables del Derecho Mercantil.

Los conceptos básicos del Derecho Mercantil con los que los más insignes mercantilistas han enriquecido la doctrina a través de los años, permiten concluir que en la actualidad surgen ramas del derecho cuando los sujetos o actividades reguladas aluden a lo individual de su actividad en sus especificidades reales y lo que los distingue de otras, considerando que no quedan incluidas en la extensión de algún concepto económico, ni en la del concepto tradicional jurídico del comercio. Se crean ramas del Derecho que a base de repeticiones adquieren posicionamiento e institucionalidad que en la mayoría de los casos no se justifica desde el punto de vista doctrinal y didáctico, pero son una realidad.

Desde la Edad Media, cuando surge el Derecho Mercantil, se empezó a argumentar sobre la necesidad de separarlo para crear una rama diferente del Derecho Civil. El dinamismo del comercio exigía un derecho preferentemente elástico que se amoldara a los más ligeros matices y necesidades siempre cambiantes del comercio; reclamó la actividad normas jurídicas dinámicas, vivas en la práctica; no un derecho estático, muerto en los códigos. El uso mercantil se manifiesta, entonces como una reacción de los comerciantes contra la aplicación del Derecho Civil.

El mismo Cesar Vivante, en pleno siglo XX, dudaba en sus posturas en éste tema y al final se manifiesta en defensa de la autonomía del Derecho Mercantil y a favor de la separación de la materia civil, sobre todo por la profunda diferencia de método en la codificación civil y comercial:

> *"…El método con que se elabora el contenido de los dos códigos en los trabajos legislativos es absolutamente diverso, como la índole mental de los colaboradores. En la preparación de un código de comercio prevalece el estudio a veces empírico, de los fenómenos técnicos; en la del Derecho Civil prevalecen las exigencias de una profunda cohesión y de una disciplina sistemática de los conceptos más generales. En la compilación del primero prepondera el espíritu de inducción y de*

observación; en el otro el de una lógica deducción. Este tiene ciertamente una superioridad científica, si es valorada según el fin unitario que se cree conseguido. Pero la inferioridad científica del Derecho Mercantil está compensada, por su inmediata adherencia con los fenómenos de la vida, con los esquemas típicos de las instituciones que las grandes ramas del comercio y de la industria se forman para sí y van juntándose lentamente en una unidad superior..."[123]

Podemos describir mejor el concepto de la especialidad normativa capaz de dar origen por sí misma a una rama del Derecho y no a través de otros haberes o disciplinas jurídicas a conceptos e instituciones jurídicas propias, sin pretender crear ramas del Derecho independientes.

Se trata de dar respuesta a las necesidades y modalidades creadas e impuestas por el comercio en el que también incluyo a las transacciones dentro del mercado de valores y como remedio de la insuficiencia e inadaptabilidad de otras ramas del Derecho, llámese público, privado, mercantil, etc.

La legítima preocupación por ir profundizando en el análisis de la realidad, que constituye un rasgo común a todos los sectores del conocimiento, ha determinado la progresiva subdivisión de las disciplinas tradicionales en unidades más pequeñas, las cuales aspiran a convertirse en nuevos centros de atención y de tratamiento científico.

Miguel Villoro Toranzo, señala que las normas se distinguen en principio por su ámbito de validez (espacial, material, temporal y personal), así como por su grado jerárquico en el orden normativo. Después las encontramos clasificadas en grupos de normas de los mismos ámbitos de validez y del mismo grado jerárquico.

Luego, si atendemos a grupos de normas de igual validez espacial, material y temporal, observamos que cada grupo regula una especie de relación jurídica

[123] Vivante, César, *Tratado de Derecho Mercantil*, vol. I, trad. César Silio Belena, Reus, S.A., Madrid, 1932, p. 16.

esencialmente diferente de las reguladas por otros grupos. Cada una de esas especies constituye una rama del Derecho. [124]

Es decir, lo que distingue a una rama del Derecho de otra, según Villoro es la especie de las relaciones reguladas.

Se trata de un proceso natural de especialización interna que en cierto modo ha planteado históricamente el génesis de ramas del derecho nuevas en el marco propio del ordenamiento general de cuyo seno se separaría tempranamente el propio Derecho Mercantil. [125]

No se puede dejar de reconocer en este contexto, que el Derecho del Mercado de Valores puede configurar una rama especial o especializada del Derecho mercantil, integrada por un conjunto de principios que le dan sustantividad y normas que debidamente sistematizadas se refieren a las operaciones con valores, a las personas que las ejecutan a título profesional y en general, a los auxiliares, intermediarios y autoridades que participan en el al tráfico bursátil que forma parte importante del complejo engranaje del desarrollo económico. Por los sujetos que participan en estas relaciones y por la necesidad de tutela que siempre existe, las normas de Derecho Administrativo y hasta de Derecho Social, están presentes también, configurando relaciones complejas de una o varias relaciones jurídicas reales que abonan de forma ineludible al desarrollo de la actividad jurídica.

Considerando que el Derecho es uno y se clasifica para su estudio, retomamos las aportaciones de algunos tratadistas como las del doctor Jesús de la Fuente Rodríguez[126], para quien el nacimiento de una rama del Derecho o el surgimiento de su autonomía, puede justificarse cuando se presentan algunos de los siguientes aspectos:

[124] Villoro Toranzo, Miguel, *Introducción al Estudio del Derecho*, 17ª . ed., Porrúa, México, 2002, p. 311.
[125] Aníbal Sánchez, Andrés, *op. cit.,* p. 14.
[126] De la Fuente Rodríguez, Jesús, *Tratado de Derecho Bancario y Bursátil*, t. I., Porrúa, México, 2010, pp. 6-8.

"…a) Que cuente con autonomía legislativa.- Debe constituir un cuerpo de disposiciones separadas y orgánicas con evolución histórica y antecedentes legislativos suficientes para poder afirmarlo.

b) Que sea sustancial.- Deben existir conceptos generales comunes y distintos de los conceptos generales que informen a la nueva rama del Derecho. Esto es, que en virtud de sostener principios generales, disposiciones relativas al funcionamiento y operación de las personas e instituciones jurídicas que convergen en su operación, funcionamiento, supervisión, terminología especial, prevalencia del interés público sobre el privado, fundada en la necesidad de un marco jurídico que asegure la estabilidad y desarrollo del sistema bursátil y proteja los intereses del público inversionista en el caso particular.

c) Que su método de estudios sea científico.- Debe disponer de método propio para conocer la verdad constitutiva del objeto de su investigación. Las disposiciones que la conforman requieren de un sistema ordenado, sistemático, agrupado e independiente que conformen la doctrina y la legislación bursátil.

d) Que sea didáctica.- Que su conocimiento y estudio reclama una sistematización especial de sus conceptos y principios para su mejor entendimiento y enseñanza…"

Con los elementos aportados, reconocemos que la observación, el pragmatismo, el dinamismo, la fuerza de los usos, prácticas y las costumbres como remedio a la insuficiencia e inadaptación de las normas de otras ramas del Derecho, como es el caso de la simplicidad de las formas o la amplitud de los medios de prueba, por sólo citar un ejemplo y que son irrefutables en el caso de las operaciones bursátiles, van dando paso a una rama del Derecho como lo es el Derecho del Mercado de Valores.

Ahora bien, habiéndonos pronunciado por la existencia de una rama del Derecho, existe una paradoja de carácter semántico de la expresión “Derecho del Mercado de Valores”

Cada quien podrá sacar sus propias conclusiones respecto del nombre, hay quienes refieren el nombre de “Derecho Bursátil”, el cual considero limitado ya que las normas de ésta disciplina no solo se refiere a la “bolsa de valores” y de los que en ella participan, se trata de una disciplina más amplia en sus alcances y para efectos de este trabajo nos referiremos al “Derecho del Mercado de Valores”.

Cualquier economista, podría atacar la denominación “…Derecho del Mercado…”, ya que por naturaleza los economistas y sobre todo los de orientación o preferencias por las corrientes de pensamiento de corte liberal, señalarían como absurda la denominación, por considerar que el mercado no es materia de imposición de normas jurídicas ya que su naturaleza es la liberalidad y ausencia de restricciones, salvo los usos, prácticas y costumbres que en cada caso asumen sus actores.

Para justificar la existencia de un Derecho del Mercado de Valores, que es una realidad concreta y tangible, integrado en sí mismo por varios elementos que lo constituyen, vale la pena desagregarlos para solidificar algunos argumentos que en este esfuerzo permitan clarificar lo que se afirma.

En una exposición sistemática, en dichos elementos encontramos:

- ✓ En primer término a los centros de contratación que frecuentemente se identifican con la totalidad de los elementos que integran el mercado,
- ✓ En segundo lugar, encontramos a las sociedades emisoras de valores, a quienes teóricamente al menos, acuden al mercado para demandar capital o recursos financieros,
- ✓ En tercer lugar el mercado está integrado por el conjunto de sujetos ahorradores o inversores que acuden a él para ofertar los medios financieros que las sociedades emisoras demandan y que representan, en su conjunto, una gran variedad –de alternativas–,

- ✓ En cuarto lugar, el mercado comprende a los intermediarios que mediante diversos procedimientos aproximan la oferta o demanda de valores de deuda o de capital, las cuales (la oferta y demanda de recursos) sin su labor de conexión, quedarían separadas y necesariamente insatisfechas, y
- ✓ Finalmente, el panorama estructural y funcional del mercado se completa por los procedimientos, formas y normas de relación entre los distintos elementos mencionados para que el mercado funcione. [127]

Aníbal Sánchez, por su parte considera que dentro del ámbito característico del Derecho Mercantil surgen fenómenos de especialización que integran sectores científicos suficientemente diferenciados, tales como: el Derecho de las Sociedades, el Derecho Bancario, el Derecho de Seguros; se trata de "derechos informativos", que, sin presuponer un conjunto orgánico de normas dotado de verdadera especialidad, constituyen, no obstante, un sistema de análisis y exposición que, a efectos prácticos, académicos y didácticos, facilita una contemplación global, pero desprovista de efectiva independencia para ciertos grupos de normas previamente delineadas por razón de la materia.

Esta concreta significación es la que debe atribuirse al Derecho Bursátil, que integrado en buena parte en el seno de la normativa mercantil (pública y privada), no constituye un derecho nuevo ni representa una rama independiente del ordenamiento.[128]

Especulando sobre opiniones distintas y confrontadas, el Derecho del Mercado de Valores se integra por un conjunto de normas de derecho público, privado y social, relativas a la intermediación financiera dentro del mercado de valores. También, abarca situaciones referentes a la autorización, constitución y funcionamiento, fusión, disolución y liquidación de los intermediarios, bolsas y personas que auxilian y complementan la actividad del mercado de valores, quienes son facilitadores para la canalización de recursos a la actividad

[127] Broseta Ponts, Manuel, *Estudios de Derecho Bursátil*, Técnos, Madrid, España, 1971, p. 17.
[128] Aníbal Sánchez, Andrés, *op. cit.*, p. 9.

productiva. No podemos excluir la normativa que regula las operaciones y contratos que en dicho mercado se realizan, ni a los sujetos que a él comparecen, las relativas a delitos y sanciones, facultades de las autoridades y protección de los intereses del público ahorrador e inversionista.

Todas sus partes y cada uno de los protagonistas que en ese mercado operan, funcionan ajustados a las prácticas desarrolladas por esa comunidad, que no pueden excluir a las autoridades, ni dejar de reconocer sus facultades. Ese conjunto de normas, usos, prácticas y costumbres, nos permiten afirmar la existencia de un Derecho del Mercado de Valores.

III.V Principios Generales del Derecho del Mercado de Valores

El Derecho del Mercado de Valores carece de una estructuración unitaria, ya que se ha ido desarrollando a paso y medida en que ha evolucionado el propio mercado de valores. Lo podemos corroborar haciendo el recuento de lo que ha sucedido con la legislación producida alrededor del mercado de valores mexicano de 1975 a la fecha.

En el inicio de este periodo la normativa tuvo una perspectiva dirigida a determinar el control estatal, o gubernamental de los diversos participantes y en algunos casos, los relativos al control de las operaciones.

Posteriormente, el control estatal no desaparece, pero surge una segunda finalidad que se traduce en apoyar la real y efectiva revelación de la información y la protección del inversor.

Para entrar al análisis de los Principios Generales del Derecho del Mercado de Valores a los que aluden los tratadistas, me he propuesto hacer un breve repaso a los Principios Generales del Derecho.

Federico de Castro y Bravo señala una triple función de los Principios Generales del Derecho que resume como sigue:

" …a) *fundamento del orden jurídico*,
b) *orientadores de la labor interpretativa* y
c) *fuente en caso de insuficiencia de ley y costumbre...*"

Como fundamento del orden jurídico, cumplen una función informadora: Cuando los Principios Generales del Derecho se observan desde la óptica de su función informadora, fundamentadora del ordenamiento jurídico, propiamente deben ser valorados como súper fuente o fuente de las fuentes del Derecho, que indirectamente están presentes en la ley o la costumbre aplicables. Como orientadores de la labor interpretativa, cumplen la función de criterio interpretador de ley y costumbre y como fuente cumple una función integradora.[129]

En el caso que nos ocupa y en concordancia con lo ya señalado en este capítulo relativo a la autonomía del Derecho del Mercado de Valores, ninguno de los tratadistas consultados presupone un conjunto orgánico de normas dotadas de verdadera especialidad, desprovista de efectiva independencia.

Es claro que muchas de las normas del Derecho del Mercado de Valores, pertenecen al Derecho civil, mercantil, administrativo, penal, entre otros, y nos confirma en cierto modo que a medida en que el mercado se desarrolla, se van aprobando normas relativas a las relaciones que se dan en el mercado de valores, junto con las medidas de control hacia la parte institucional, sujetos participantes y medidas de protección a los menos fuertes de la relación, encabezados por el público inversionista.

Es innegable que los Principios Generales del Derecho, han coadyuvado como fuente del Derecho del Mercado de Valores a la tarea de desarrollar y construir un marco jurídico unitario, ordenado y estructurado sobre los que se ha inspirado su construcción normativa, aunque se dan postulados y supuestos que también tienen un origen o punto de partida diferente, como los usos, prácticas y costumbres de los que ya hemos hablado. Comenta el insigne jurista Rodolfo Luis Vigo lo siguiente:

> *"…El inspirador de la "nueva retórica" concluye que se inaugura a partir de la Segunda Guerra Mundial, un nuevo periodo en la concepción del*

[129] De Castro y Bravo, Federico, *Derecho Civil de España* Parte General, t. I., Instituto de Estudios Políticos, 2ª. ed., Madrid 1949, p. 59.

Derecho y el razonamiento judicial, caracterizado por la reacción contra el positivismo jurídico, y una de las notas destacables de los nuevos vientos la representa el recurso cada vez más frecuente a los Principios Generales del Derecho..."[130]

Sigue comentando Vigo, que en las dos últimas décadas (1980-2000), el tema de los principios jurídicos como un ámbito integrativo del ordenamiento jurídico, pero diferenciado de las reglas o normas jurídicas, ha adquirido una importancia notable en el campo de la teoría general o de la filosofía del Derecho, a tal punto que con justicia se ha podido hablar de una nueva "edad de oro" de los principios.

No cabe duda que uno de los autores que más ha contribuido a esta revalorización de los principios ha sido el profesor Ronald Dworkin, quien enarbolando la bandera de los *"principles"*, ha arremetido contra lo que denomina la "teoría jurídica dominante" en el mundo anglosajón, expuesta por su antecesor en la cátedra en Oxford Herbert Lionel Adolphus Hart, según la cual el Derecho era un sistema de reglas (*"system of the rules"*).[131] Más adelante el autor comenta:

"… nos parece evidente que dicha problemática aparece íntimamente ligada al jusnaturalismo; concretamente, a la distancia entre el Derecho escrito, contingente y establecido como tal por los hombres y el derecho universal, necesario y simplemente reconocido por los hombres en ese carácter..."[132]

La dualidad doctrinal que divide a los científicos del Derecho, se resume en que los positivistas consideran que los Principios Generales del Derecho son sencillamente aquellos que informan un ordenamiento jurídico dado y los

[130] Vigo, Rodolfo Luis, *Principios Jurídicos,* Depalma, Buenos Aires, Argentina, 2000, p. 1.
[131] *Ibidem.,* p. 2.
[132] *Ibidem*., p. 3.

iusnaturalistas por el contrario, piensan que se trata de principios filosóficos a priori, es decir, de una normativa iusnaturalista.

Los positivistas, en oposición a las ideas iusnaturalistas señalan que si los Principios Generales del Derecho fueran Principios de Derecho natural la vaguedad de estos principios propiciaría el arbitrio judicial y, por lo tanto, se produciría una falta de seguridad y certeza jurídicas (uno de los fines de la codificación) como de hecho sucedió en la Edad Media y hasta finales del siglo XIX. Es por ello que para los positivistas los Principios Generales del Derecho, son principios deducidos del ordenamiento jurídico por analogía en defecto de ley y la costumbre aplicables al caso concreto.

Dicen los positivistas que desde una óptica iusnaturalista los principios son irreductibles a normas y contienen numerosas desigualdades, tales como:

- ✓ Diferencia estructural: los principios tienen una estructura más compleja, pues como elementos ontológicos del Derecho son fundamento originario del mismo y no presuponen nada jurídico previo, al contrario que las normas; como elementos cognoscitivos, son independientes y no se derivan unos de otros, al contrario que ocurre con las normas. Los principios son los determinantes de la actuación jurídica correcta, mientras que las normas son el criterio valorativo de las mismas.
- ✓ Diferencia funcional: las normas funcionan como medida de lo justo, como expresión de mandatos o imperativos y como ordenadoras u organizadoras de las relaciones sociales, los principios determinan la existencia de lo justo y el deber de hacer algo.
- ✓ Diferencia genética: las normas proceden de la organización estatal o social y necesitan que una autoridad determine su contenido, los principios tienen su origen en la propia naturaleza del Derecho y obtienen su contenido de la misma naturaleza de las relaciones humanas en la que el Derecho aparece.

- ✓ Diferencia tuitiva en cuanto a su vinculación: mientras que las normas obligan para garantizar situaciones económicas, políticas o sociales, los principios obligan en cuanto son imperativos de justicia, para garantizar ésta.
- ✓ Diferencia de validez: un principio no pierde su validez por la contradicción con una norma, lo que sí ocurre en caso de antinomias, donde una norma desplaza a otra.
- ✓ Una diferencia justificativa: pues las normas siempre necesitan de una justificación, los principios no.
- ✓ Diferencia exegética: los principios pueden actuar como criterios interpretativos de las normas, pero las normas no.

Vigo por su parte, reúne algunos criterios distintivos entre normas jurídicas y Principios Generales del Derecho, citando a Dworkin, quien los define como estándares y no como normas, no porque favorezcan o aseguren una situación económica, política o social que se considera deseable, sino porque es una exigencia de la justicia, la equidad o alguna otra dimensión de la moralidad.

Los Principios siempre tienen un contenido moral, cuentan con una intrínseca y necesaria juridicidad, mientras que la norma cuenta con un contenido diversificado, deriva de otra norma o de los mismos Principios.

Las normas son razones perentorias, mientras que los Principios constituyen razones de primer orden y a modo de leyes científicas tienen una especial y relevante capacidad explicatoria y didáctica.[133]

Sin que signifique ser tendenciosos, parecería que los Principios Generales del Derecho en alguna medida y en la forma en que los conciben los iusnaturalistas, son los que han dado estructura al Derecho del Mercado de Valores en nuestro país y para ello, a continuación se aprecia la opinión de los especialistas al elaborar principios exprofeso para el mercado de valores, desde la perspectiva del Derecho.

[133] *Ibidem*., pp. 9-18.

Para José Enrique Cachón Blanco cada una de las normas ha tenido un origen tradicionalmente diferenciado en el tiempo y además una motivación concreta, distinta para cada caso. No ha habido un origen común en la elaboración normativa del mercado de valores, por lo que no es fácil hablar de Principios especiales del Derecho del Mercado de Valores en el sentido de orientación común a todas éstas normas, pero a *posteriori* se han ido destacando algunos principios generales, bien sea a través del estudio global de las normas del mercado de valores, ya sea específicamente a través del estudio de normas comunitarias y anglosajonas precursoras de la materia.[134]

Es preciso advertir que en México circunstancialmente el Derecho del Mercado de Valores y el Mercantil, han nacido básicamente codificados. Además, a la par de los Principios Generales del Derecho, se han construido por los doctrinarios los Principios específicos del Derecho del Mercado de Valores, que en la actualidad trascienden fronteras con mucha facilidad. Proponemos no referir a los Principios del Mercado de Valores, considerando que por su naturaleza universal, no deben limitarse al Derecho del Mercado de Valores.

Por su parte Alberto Bercovitz, refiere algunos principios propios del mercado de valores, que considera fundamentales como lo son el relativo a la eficiencia y el correspondiente a la protección de los ahorradores. En líneas adelante se abunda sobre aquellos que versan sobre el profesionalismo de las personas que participan, incorpora los relativos a los de información adecuada, transparencia y confidencialidad, y finalmente aborda los relativos a la normativa en cuanto a su imperatividad, adaptación reglamentaria y de control**.**[135]

La Sección 2 de la *Securities Exchange Act* de 1934, en los Estados Unidos de América señala:

> *"…transactions in securities as commonly conducted upon securities exchanges and over-the-counter markets are affected with a national*

[134] Cachón Blanco, José Enrique, *op. cit.*, pp. 32-34.
[135] Bercovitz Rodríguez-Cano, Alberto, "El Derecho del Mercado de Capitales", Principios Fundamentales, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año 8, no. 29, enero-marzo, 1988, Madrid, España, pp. 102 y ss.

public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions…"[136]

Lo anterior nos permite ver el nivel de importancia que en algunos países tienen las normas del mercado de valores. José Enrique Cachón Blanco apunta los siguientes principios dentro del Derecho del Mercado de Valores:

> ***"…a) Principio de protección al inversor:*** *Los inversores deben estar eficazmente protegidos contra las actuaciones fraudulentas de cualquier persona o entidad que actúe en el mercado. Este principio no protege al inversor frente a cualquier riesgo del mercado, pues la esencia de las operaciones del mercado de valores es la asunción del riesgo propio de las mismas por los operadores, pero sí frente a actuaciones fraudulentas. La Directiva CEE de 13 de noviembre de 1989 sobre operaciones con información privilegiada reconoce expresamente: el buen funcionamiento del mercado depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores.*
>
> ***b) Principio de amplia información:*** *Los inversores han de disponer (o tener disponibilidad) de una amplia información sobre las sociedades cuyos valores son negociados; sobre las emisiones de valores y sobre las operaciones de carácter especial que tengan lugar en el mercado, como las ofertas públicas de adquisición o de venta. La información es la base de una responsable toma de decisiones por parte del inversor, y constituye el principal apoyo de la protección jurídica al inversor. La información es asimismo el pilar central de las teorías económicas de la eficiencia del mercado, las cuales han sido incluso recogidas por la jurisprudencia norteamericana en casos de deficiente o falsa información por parte de sociedades cotizadas.*

[136] "Las transacciones sobre valores que se realizan usualmente en Bolsas de Valores y mercados extrabursátiles están afectadas por un interés público nacional que hace necesario proveer de regulación y control a tales transacciones…" (trad. nuestra).

c) Principio de transparencia: *En cierta medida es una aplicación particular del principio anterior: aquellas situaciones del mercado de valores que contribuyan a una mayor comprensión de la situación económica de una sociedad y del mercado y a una eficaz toma de decisiones por los inversores deben ser transparentes y públicas. Así por ejemplo, la relación de accionistas que controlan el capital de una sociedad, o la existencia de una operación de toma de control de una sociedad cotizada.*

d) Principio de igualdad: *Los inversores afectados por una determinada operación o actuación en el mercado han de ser tratados por igual, al objeto de evitar ventajas para determinados operadores (que normalmente serían los más informados, los más allegados) frente al resto de ellos. De ahí, la tendencia hacia la existencia de normas sancionadoras, incluso a nivel penal, del insider trading (que se refiere al uso* ***indebido*** *de información privilegiada).*

e) Principio de control del mercado: *El mercado de valores debe estar controlado por una entidad a quien correspondan las facultades de supervisión, inspección y sanción; que desarrolle una actuación efectiva y continúa y a la que quedan sometidas cualesquiera otras personas o entidades que intervengan en el mercado de valores.*

f) Principio de comportamiento leal de los intermediarios y de las sociedades cotizadas del mercado de valores: *este principio es extensible a toda persona que opere en el mercado de valores, pero dada la habitualidad en la actuación de los intermediarios y el amplio número de relaciones que éstos generan, debe exigirse a ellos con especial énfasis tal principio de comportamiento lea…"* [137]

[137] Cachón Blanco, José Enrique, *op. cit.*, pp. 32-34.

Para Fernando Zunzunegui, hay algunos principios que revisten especial importancia y señala los siguientes:

> ***"…a) Principio general de eficiencia****.- Comenta que se funda en el principio de eficiencia del mercado del crédito y del mercado de valores como medios capaces de asignar el ahorro a la inversión. Se protege el correcto funcionamiento de estas dos piezas del régimen jurídico del sistema financiero.*
>
> ***b) Principio de la apelación del ahorro del público****.- Se funda en el ejercicio exclusivo de las actividades financieras por las entidades habilitadas bajo los principios de especialización y pluralismo. La defensa de la estabilidad financiera impone, en defensa del interés general, la especialización financiera asociada al carácter reservado de cada una de las actividades. Asimismo, rige en este ámbito el pluralismo institucional.*
>
> **c) *Principio de transparencia****.- La transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de los precios, con difusión adecuada de información necesaria para asegurar la consecución de estos fines, constituye uno de los principios tradicionales de la ordenación del mercado de valores...*"[138]

Se trata en cualquier caso de contribuir a facilitar al inversor la información necesaria para permitirle tomar decisiones fundadas sobre la oportunidad de adquirir determinados instrumentos financieros. A esta finalidad responden las normas que regulan la construcción de prospectos, folletos, suplementos o memorándums de admisión o cotización en una bolsa de valores y los de oferta pública o privada, y la obligación de informar al mercado sobre los detalles de las operaciones realizadas.

La técnica bursátil exige a los emisores dar información para que los interesados puedan adoptar decisiones fundadas de inversión. La transparencia

[138] Zunzunegui, Fernando, *op. cit*., pp. 29-37.

informativa alcanza a extremos jurídicos (estatutos) y económicos (solvencia, liquidez y rentabilidad), así como a cualquier hecho relevante con repercusión sobre las expectativas del emisor. La obligación de suministrar información al mercado se impone en aquellas sociedades anónimas que recurren al ahorro del público a través del mercado. Es lo cierto, que mediante las exigencias de transparencia, el Derecho del Mercado de Valores fluye en la estructura de la sociedad anónima.

Estas normas de conducta, al igual que sucedía con las normas prudenciales, no forman parte del derecho del consumidor financiero, aunque indirectamente den lugar a su protección. Es precisamente la eficiencia del mercado financiero lo que determina este tipo de protección. El cumplimiento de la función económica que corresponde al mercado depende en gran medida de la seguridad que ofrezca el propio mercado. Para cumplir este fin surgen las normas de transparencia en protección del ahorrador, que forman parte del estatuto profesional de las entidades financieras. Son normas de conducta de carácter administrativo que no se dirigen a regular los contratos financieros.

En el mercado de valores se trata de proteger el mecanismo de la libre formación de los precios, con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversores. La importancia del bien social protegido determina también su protección penal.

III.VI Concepto de Derecho del Mercado de Valores

Empezaremos por citar a algunos tratadistas mexicanos que han abordado el tema de la definición, no precisamente sobre el Derecho del Mercado de Valores, pero si sobre el concepto Derecho Bursátil, quienes nos apoyarán a arribar al concepto referido.

Para Erik Carvallo Yáñez:

> *"…El Derecho Bursátil es una rama de un Derecho nuevo, público y privado por su especial naturaleza, cuyo contenido es el conjunto coordinado de estructuras tanto formales como ideales, que permiten a*

los seres humanos y a los demás sujetos e instituciones organizar, instrumentar e intervenir en las actividades concernientes a las operaciones con valores y demás documentos que reciban el mismo tratamiento, así como en las operaciones asimiladas al tráfico tanto bursátil como extrabursátil…"[139]

De esta definición, rescataría la referencia al conjunto coordinado de estructuras tanto formales, como ideales que permiten organizar, instrumentar e intervenir en las actividades concernientes a las operaciones con valores. También es destacable la referencia a las operaciones asimiladas al tráfico extrabursátil, ya que no podemos desconocer la importancia que tienen las operaciones conocidas como derivadas, que han desarrollado de manera extraordinaria y en muy corto plazo esta parte del mercado.

Al respecto, el destacado tratadista Salomón Vargas García define el Derecho Bursátil de la siguiente manera:

"…Es la rama del derecho mercantil encargada de estudiar los ordenamientos que regulan a los sujetos y actividades que participan en la intermediación de valores mediante la oferta pública..."[140]

Para el licenciado Octavio Igartúa Araiza:

"…El Derecho Bursátil puede configurar una rama especial o especializada del Derecho Mercantil, integrada por un conjunto de principios y normas que se refieren a las operaciones con valores, a las personas que las ejecutan a título profesional y en general al tráfico

[139] Carvallo Yañez, Erik, *Tratado de Derecho Bursátil,* Porrúa, México, 1997, p. 9.
[140] Vargas García, Salomón, "Algunos Comentarios sobre Comercio Electrónico, la Correduría Pública y el Mercado de Valores en México*", Tesis Doctoral*, Universidad Panamericana, México 2003, p. 537.

*bursátil qu*e forma parte del complejo engranaje del desarrollo económico..." [141]

La referencia a los principios y normas vienen a legitimar lo que se ha dicho con anterioridad y considerando que es de gran importancia. Véase como refiere a las *dramatis personae* como aquellas que las ejecutan a título profesional. Es destacable que Don Octavio Igartúa, quien fuera un hombre preocupado por la profesionalización de los participantes, consideraba que no pueden ser personas improvisadas y requieren de una formación multidisciplinaria y sólida en temas financieros, jurídicos, administrativos y técnicos del mercado, ya se trate de empleados, funcionarios, intermediarios, autoridades o de cualquier otro participante.

Ambos refieren normas de derecho privado, público, y agregaríamos al social, también refieren principios a los que por nuestra parte incorporamos el de los usos, prácticas y costumbres, que han jugado un papel definitivo en la construcción de esta disciplina.

En cuanto a los participantes no debemos olvidar a las autoridades, al público inversionista, a las personas que coadyuvan con actividades complementarias o auxiliares en el desarrollo del mercado, que como también lo señalan, no es privativo solo de operaciones bursátiles exclusivamente, incluyen también las extrabursátiles. Para José Enrique Cachón Blanco quien ofrece una definición particular:

"…el Derecho del Mercado de Valores es el conjunto de normas que regulan las instituciones intervinientes en este mercado, los activos propios del mismo, y las operaciones que se desarrollan en él..."[142]

Siendo tan corta la definición que nos proporciona el autor, es muy amplia a la vez, por lo siguiente:

[141] Igartúa Araíza, Octavio, op. cit., p. 3.
[142] Cachón Blanco, José Enrique, *op. cit.,* pp. 26-27.

El Derecho del Mercado de Valores comprende el estudio del marco jurídico general del mercado de valores, es decir, la regulación estatal, la autorregulación de los mercados; el nivel de control e intervención pública; las distribuciones de competencias entre entes públicos sobre los mercados de valores; infracciones y sanciones, incluso tipos penales con un nivel de especialización muy particular.

El análisis de los activos que son propios para su negociación en esos mercados, tales como: acciones, obligaciones, instrumentos que constituyen deuda pública, opciones, warrants y bienes en mercados específicos como lo son las operaciones derivadas.

No olvida el autor señalar a las instituciones: intermediarios de los mercados; órganos rectores de los mercados; instituciones auxiliares y de actividades complementarias, sujetos emisores de valores y sujetos inversionistas e intervinientes en el mercado de valores. Obvio que abarca el estudio de las operaciones-contratos: compraventa en el mercado de valores, préstamos de valores, ofertas públicas iniciales de venta y de adquisición, reportos, cauciones y prendas, entre otros.

Tradicionalmente, se equiparaba el Derecho del Mercado de Valores al Derecho Bursátil, de la misma manera que se equiparaba el mercado de valores y la bolsa de valores, por cuanto no había mercados adicionales de valores que no fueran las bolsas. Hoy en día la realidad es distinta; el mercado de valores es un género de mercados, y la bolsa de valores es una especie del mismo.

Otros fueron más incluyentes y trataron de abarcar todo refiriéndose a un derecho del mercado financiero haciendo especial énfasis en la intermediación, sin embargo, el término "derecho financiero" no parece ser exacto. En nuestra opinión, determinadas actividades financieras, como la colocación de valores no cotizados, que no son regulados en las leyes financieras, ni se cotizan en mercados reconocidos, parecerían ser ajenos a esa regulación y no lo son, menos ahora cuando el mercado de derivados ha tenido un desarrollo importantísimo.

Es decir, la legislación financiera en ocasiones limita y puede parecer restrictiva, lo que en la realidad no puede suceder. Sin embargo, la relación de la materia con los mercados financieros es esencial y el área de la disciplina se

define por los problemas derivados de los contratos, las estructuras de los mercados, los jugadores en estos mercados, las operaciones, el comportamiento en los mercados, entre los más representativos.

Por eso el Derecho del Mercado de Valores, en su versión actual y más amplia del tradicionalmente denominado Derecho Bursátil, no constituye una rama independiente desde nuestro particular punto de vista. El Derecho del Mercado de Valores pretende fundamentalmente ofrecer un marco de estudio y análisis de las diferentes normas jurídicas y relaciones subyacentes con unidad de criterio y debidamente sistematizadas. El encuadramiento del Derecho del Mercado de Valores es complejo, aunque predominan los elementos y relaciones procedentes del Derecho Mercantil como derecho regulador de la empresa, la intermediación, contratos, estructuras de los mercados, de la actividad empresarial, y la convivencia cercana con Derecho Administrativo que los comerciantes intermediarios tienen, sin soslayar la importancia que ha cobrado en este ámbito el Derecho Penal entre otros.

Considerando las definiciones de gente tan calificada que hemos citado, proponemos una definición del Derecho del Mercado de Valores como:

"El conjunto de normas de derecho público, privado y social que regulan la intermediación en los mercados de valores reconocidos y no reconocidos, a los sujetos que en él intervienen, poniendo énfasis en aquellas entidades financieras participantes como intermediarios del mercado de valores o como inversionistas, las operaciones que en él se realizan, así como aquellas normas que constituyen el marco jurídico que corresponde a las facultades y límites de las autoridades, el de los intermediarios, bolsas, y personas que auxilian y complementan la actividad del mercado, involucradas en las operaciones y actividades inherentes al mercado de valores, que incluyen la protección de los intereses del público."

Tratando de explicar la estructura de esa definición, fueron cuatro los elementos que en nuestra consideración ineludiblemente deben quedar incluidos en ella:

1.- La claridad de que en el mercado de valores convergen diversas ramas del derecho que dan soporte y estructura a una actividad por demás

dinámica y especulativa, todas encaminadas a garantizar la estabilidad de las entidades financieras en protección de los ahorradores y en defensa del normal funcionamiento del mercado de valores.

2.- Los *dramatis personae* en el mercado de valores son de tal variedad que se ha requerido la construcción de normativa con un nivel de conocimientos técnicos y detalle muy importante, su marco jurídico se ha elevado a la categoría de normas de carácter jurídico formalmente legislativas, habiendo surgido muchos de los participantes gracias a los usos, prácticas y costumbres desarrolladas en el tiempo. Reitero, en el mercado de valores comparecen a) autoridades, b) sociedades reguladas como es el caso de las casas de bolsa que requieren autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores o las instituciones para el depósito de valores que requieren concesión del Gobierno Federal entre otros, c) no reguladas que prestan servicios auxiliares y complementarios y d) inversionistas personas físicas y morales,

La necesidad de garantizar la estabilidad obliga a poner atención a los destinatarios de la norma quienes al final cumplen una función crucial en la economía y dada su importancia y rol en el suministro del ahorro y la inversión, seguridad en los medios de pago, estabilidad empresarial y desarrollo, obligan a su cuidado apoyando con eso en la prevención de crisis.

3.- Me refiero en la definición al marco jurídico que regula las facultades y límites de actuación de las autoridades de manera especial, en virtud de que el mercado de valores es especialmente sensible a la participación de las autoridades. Como señalé cuando me referí al “Derecho del Mercado de Valores” como una paradoja, pero sin duda necesaria, dados los niveles de libertad de los actores, que comparada con las facultades y límites de las autoridades, éstas deben enfocarse a garantizar transparencia en los mercados, la correcta formación de precios, disciplina y legalidad en la conducta de los actores y la difusión

de cuanta información sea necesaria, en donde apreciamos la vigencia de los principios del Derecho del Mercado de Valores que ya analizamos.

4.- Es muy claro que la estructura de participación en el mercado de valores, refiriéndonos a los diferentes sujetos, encontramos que no todos se encuentran en igualdad de condiciones.

El desarrollo de la actividad en el mercado de valores o de prestación de servicios financieros no es exclusivo de una única categoría de entidad financiera. Además hay una pluralidad de categorías que gozan de diferentes posiciones. La tutela y protección de los participantes del mercado, sin duda constituye una de las principales razones de la actividad de las autoridades, que previenen, supervisan, orientan, y sancionan entre otras.

Un ejemplo importante en lo que se refiere a tutela se puede apreciar muy bien en lo que sucede en el mercado de crédito bancario. En este mercado bancario quien oferta dinero es un profesional del crédito, realiza un análisis de viabilidad previo, regularmente un cuerpo colegiado y multidisciplinario opina sobre esa viabilidad, se analizan los riesgos y se determinan las garantías suficientes para mitigarlos, cuentan con especialistas para formalizar sus actos jurídicos y para cobrar los créditos en caso de incumplimiento.

En el mercado de valores quien oferta dinero (ahorro o Inversión) es una persona física o moral que ni con mucho cuenta con todos los elementos de la relación que tiene un banco. Por principio la relación jurídica es ahorrador, inversionista-oferente de un producto financiero que ya está formalizado y las condiciones son aceptar tal cual es presentado dicho producto, donde no hay oportunidad de imponer condiciones. Es obvio que se pueden dar abusos y se debe proteger al débil de la relación, no para garantizar la bondad del producto, ni un rendimiento determinado, solo para que de manera clara y transparente

se revele la información suficiente para la toma de decisiones, dejando claros los riesgos que se asumen y sus consecuencias.

Esa es la razón principal de la importancia de proteger al gran público inversionista dentro del mercado de valores, aunque se reconozca que existen los llamados inversionistas institucionales o calificados que no requieren tutela, ni apoyo en su participación en el mercado de valores y así se puede constatar en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores.

Capítulo IV

Estructura y Sujetos del Mercado de Valores

IV.I Estructura del Mercado de Valores

IV.II Sujetos de Regulación

IV.III Sujetos de Supervisión, Inspección y Vigilancia

IV.IV Sujetos de Gestión y Administración

IV.V Sujetos de Intermediación

IV.VI Sujetos de Inversión

IV.VII Emisoras

IV.I Estructura del Mercado de Valores

La estructura del mercado de valores, como la conocemos ahora se ha ido modelando atendiendo principalmente a la presencia de ciertos hechos, algunos de naturaleza histórica, otros derivados de los usos y prácticas de carácter legislativo y también con aportes sumamente importantes de la doctrina.

Eduardo Barrachina[143] menciona que tras la Segunda Guerra Mundial, y una vez superada la recesión posterior a la contienda, el crecimiento de las economías occidentales, tuvo como resultado la necesidad de acceder a distintos modos de financiación. Ello coincidió, empero, con una regulación excesiva, draconiana y proteccionista definida por las severas restricciones sobre controles de cambio y tipos de interés.

La iniciativa pública fue quien en los siguientes años llevó a cabo las tareas de reconstrucción y financiación, sustituida ya para la década de los ochenta y noventa por la iniciativa privada con consecuencias significativas en el mercado de valores.

El concluyente fracaso de los regímenes comunistas a finales de los ochenta supuso la paulatina apertura de esos países, en los que se incorporaron los principios y postulados de la economía de mercado, teniendo como resultado

[143] Barrachina, Eduardo, *op. cit.,* pp. 43-44.

la aparición de mercados de valores inspirados en los modelos liberales ya existentes.

El cambio de las economías planeadas a las economías de mercado, ha tenido como resultado el traslado del riesgo anteriormente asumido por el Estado a los particulares o a las empresas privadas. En consecuencia, el hecho de que el Estado se haya retirado de forma significativa de la vida económica mediante privatizaciones, concesiones o poniendo fin a los monopolios, entre otras, provocó que se hubiera cedido a la iniciativa privada gran parte de su participación en las estructuras del mercado de valores, asumiendo el Estado un papel más modesto, pero muy importante.

La estructura básica del mercado de valores en cuanto a personas que lo integran, tiene rasgos comunes en prácticamente todos los países del mundo con economías de corte liberal. Los integrantes son en ocasiones personas de Derecho Público y en ocasiones son entidades o personas sometidas al Derecho Privado.

El modelo seguido en México, que es el adoptado en casi todos los países del mundo occidental, parte de la reserva legal de la prestación de los servicios financieros en favor de intermediarios profesionales con el fin de someter al control administrativo del Estado estas actividades. El control se organiza mediante dos tipos de normas, unas prudenciales, en defensa de la solidez patrimonial de los intermediarios y otras de conducta, en protección de la transparencia en la prestación de servicios financieros.

IV.I.I Normas prudenciales

En cuanto a las normas prudenciales, podemos decir que la necesidad de garantizar la estabilidad de las entidades financieras en defensa del ahorrador e inversionista y del normal funcionamiento del mercado, se manifiesta en la existencia de una disciplina prudencial, más intensa para ciertas entidades del mercado financiero, dada su interconexión ya que cumplen una función muy particular en la economía, al generar alternativas de financiamiento y suministrar los medios de pago. Además de que existen grupos financieros de carácter mixto,

en los que se combinan diversas actividades dentro del sistema financiero que de manera general están sometidos a condiciones de prudencia en su manejo.

La estabilidad empresarial es deseada como fórmula común en todas las empresas, pero reviste circunstancias especiales en las empresas que prestan servicios financieros. En este tipo de empresas la incertidumbre es mayor y el riesgo de inestabilidad es más elevado. No resulta extraño que surjan situaciones de crisis muy severas en ese tipo de empresas. En este orden de ideas se advierte que la confianza no solo es la base de la empresa si no también la propia actividad. La crisis de confianza en una empresa financiera puede tener como consecuencia la extensión de la desconfianza a otras entidades y llegar a constituir una amenaza para el conjunto del sistema financiero. Esta posibilidad del contagio de la inestabilidad refuerza la necesidad de ordenar jurídicamente la actividad financiera mediante normas protectoras de la solidez de los intermediarios. [144]

Las entidades del mercado de valores deben preservar su estabilidad mediante normas prudenciales, que regulan la admisión y exclusión del mercado, y normas de intervención, que, ante el supuesto de inestabilidad, ofrecen las medidas necesarias para la superación de las dificultades, en adición a las normas contractuales que regulan sus relaciones con terceros en el ejercicio del comercio.

En beneficio de la estabilidad, se exige una autorización administrativa, un capital mínimo, un programa de actividades, identificación de los altos cargos, así como la inscripción en un registro especial, se limita a su expansión cuando hay insuficiencia de recursos propios o exceso de riesgos, y se controla el ejercicio de su actividad, se debe cumplir un coeficiente de recursos propios, mantener gestores honestos, aptos e independientes, y someterse a la inspección de la autoridad financiera. Las normas contractuales introducen matices en los contratos del derecho común dando lugar a la aparición de figuras particulares del mercado de valores, mecanismos especiales característicos del mercado de valores dirigidos a fortalecer las relaciones con otros actores y con ahorradores e inversionistas.

[144] Zunzunegui, Fernando, *Derecho del Mercado Financiero, op.cit*., p. 38.

Son tres tipos de normas prudenciales para el correcto funcionamiento del mercado: a) de disciplina y control, b) de la actividad particular, y c) normas de intervención en casos de crisis.

La disciplina se garantiza mediante un régimen de supervisión, por parte de la autoridad en la materia, que sin duda afecta a todas las fases de la vida de la empresa financiera, desde la admisión o bien hasta la exclusión del mercado. Es en el momento del acceso cuando con mayor intensidad se protege este objetivo. La disciplina de la admisión configura un sistema de libertad de comercio con sujeción a condiciones técnicas.

Para acceder al mercado financiero se exige haber obtenido una autorización administrativa que se concede a quien acredite determinada solidez empresarial. Se valoran, en cada caso, los elementos que incorpora la correspondiente solicitud y decide con criterios técnicos, si reúne las condiciones para su admisión. En este juicio de valor la autoridad goza de cierto margen de discrecionalidad técnica, por ejemplo, al decidir sobre la idoneidad de las personas que van a tener una participación significativa en el capital para la entidad financiera. Pero también se protege la estabilidad en el ejercicio de la actividad profesional, ya sea en la vertiente patrimonial o en la de gestión empresarial. Respecto al patrimonio, existen normas protectoras de la solvencia, de la liquidez y de la rentabilidad. Pero esta protección de la solidez de las entidades financieras también condiciona la organización de su gestión. La gestión de las entidades financieras requiere honestidad, aptitud e independencia. Los altos cargos de las entidades financieras, es decir, los administradores y los directores generales, deben gozar de honorabilidad, cualificación profesional y ejercer sus funciones con ausencia de intereses contrapuestos.

El control, supervisión y la disciplina del mercado corresponden al Banco de México y a la Comisión Nacional Bancaria de Valores y en algunos casos a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Son las autoridades encargadas de velar por la salud de esta actividad. Por tanto, es necesario conocer la situación patrimonial de las empresas del sector. Con este fin, las entidades financieras están obligadas a colaborar, suministrando toda aquella información que les sea

requerida. La labor de inspección va incluida en estas facultades. Ante las infracciones a la disciplina del sector corresponde incoar el procedimiento sancionador respectivo. En caso de que se confirme la infracción, la decisión sobre la sanción aplicable debe tener en cuenta la intensidad de la lesión o puesta en peligro de la estabilidad financiera. En casos extremos y ante la lesión de un bien jurídicamente tutelado, pudiera llegar a darse la configuración de un tipo penal.

Al margen de estos procedimientos, también se confía en el propio mercado una tarea de control, que de forma natural ejerce en el día a día. Las entidades del mercado de valores deben divulgar su situación patrimonial que coadyuva a la tarea de supervisión, en el entendido que hay información protegida por la legislación y que tiene el carácter de confidencial, la cual solo se puede comunicar entre las autoridades financieras con las excepciones que la propia legislación establece.

La norma prudencial no evita o elimina problemas, pero si los mitiga y permite reaccionar con mejor oportunidad para solventarlos ante la comunidad del mercado de valores. Es precisamente en la crisis donde se observa con mayor profundidad cual es la justificación del ordenamiento constante y disciplina del mercado de valores.

El modelo de concurrencia del Estado y los particulares, elegido para apoyar la función de los intermediarios y otros entes del mercado de valores se vincula a la separación de aquellas empresas que demuestren su ineficiencia o imposibilidad práctica y material para permanecer en el mercado de valores. La finalidad de la intervención se da para preservar la confianza del público, sin necesidad de esperar a una manifestación de insolvencia de una entidad.

En definitiva el rol de la autoridad en el mercado de valores con los niveles de evolución alcanzados a la fecha, nos permiten inferir lo indispensable de su participación.

IV.I.II Normas de conducta

Las entidades financieras también deben observar normas de conducta del gremio las cuales se manifiestan en los códigos generales de conducta de la comunidad del mercado de valores que en su desarrollo apruebe el propio gremio y si fuera el caso con la participación del Gobierno y hasta con la expedición de códigos de ética.

Mantener la transparencia contractual con el público se traduce en una obligación ineludible que se enmarca en diversos ordenamientos de carácter jurídico, que se traducen también en normas de orden público y por tanto de observancia general.

Para la legislación financiera las normas de conducta de los intermediarios son normas de Derecho Público cuya infracción dará lugar a la correspondiente sanción administrativa. No obstante, tienen también su efecto diversas disposiciones de derecho privado. Por un lado, sirven para integrar el contenido la diligencia exigible al participante del mercado y de otra parte, son útiles para determinar cuándo una cláusula de un contrato es abusiva, sirviendo en estos casos a la mejor aplicación del derecho del consumidor del mercado de valores.

Encontramos una multiplicidad de sujetos que participan dentro del mercado de valores, que con su actividad cotidiana, van conformando sus propias estructuras. Entre ellos encontramos a los siguientes:

a) Sujetos de regulación,
b) Sujetos de supervisión, inspección y vigilancia,
c) Sujetos de gestión y administración,
d) Sujetos de intermediación,
e) Sujetos de inversión, y
f) Emisoras.[145]

[145] Nota.- Esta clasificación la utilizan los españoles José Cachón Blanco en su Derecho del Mercado de Valores y Fernando Zunzunegui en su Derecho Financiero. El contenido de cada concepto es nuestro.

Sujetos de regulación: En primer lugar, encontramos a los órganos del Estado, como la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banco de México, Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios del Sistema Financiero y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, quienes tienen la potestad para dictar disposiciones de carácter administrativo y facultades de sanción conforme a su propia normativa.

Los sujetos de regulación normativa y los sujetos de control ejercen competencias generales sobre ciertos sujetos del mercado de valores, en cualquiera de sus aspectos o en determinados submercados. Por el contrario, la regulación de los sujetos de gestión y de intermediación exige una diferenciación por mercados más específica.

Sujetos de supervisión, inspección y vigilancia: la Comisión Nacional Bancaria y de Valores es un órgano desconcentrado del Gobierno Federal con autonomía técnica y facultades ejecutivas, dedicado al control, vigilancia, supervisión e inspección de los mercados. La Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores fue publicada el 28 de abril de 1995 en el Diario Oficial de la Federación, y junto con la Ley del Mercado de Valores, reconocen ciertas competencias muy específicas. No hay precedentes de un órgano como el que se menciona con la importancia que tiene en nuestro país la Comisión Nacional Bancaria y de Valores que cada día cobra mayor importancia.

Tanto los sujetos de regulación como los sujetos de supervisión e inspección pertenecen al ámbito público. Los demás sujetos pertenecen al sector privado y se someten a la normativa propia de las entidades de su naturaleza o bien a la autorregulación, sin eludir la normativa de carácter público que les es aplicable.

Sujetos de gestión y administración: Se definen con carácter específico para actuar en cada caso dentro del espacio que el mercado de valores les concede, con la excepción del mercado primario, que carece de un órgano de gestión, dada la relación directa entre emisores e inversionistas. Con frecuencia los sujetos de gestión y administración son también sujetos de intermediación o converge en la misma persona ambas calidades.

Sujetos de intermediación: son personas que se encuentran autorizadas para intervenir en las operaciones del mercado de valores con diferente carácter, en ocasiones en forma directa, pero regulada.

Sujetos de inversión: Son tanto los ahorradores como los inversores directos (personas físicas o personas jurídicas), como los inversionistas indirectos sociedades de inversión que en algunos países se denominan como sociedades colectivas, sociedades gestoras, entre otras.

Emisores: Son las personas morales quienes en su caso solicitan, obtienen y mantienen la inscripción de sus valores en el registro respectivo. Quedan comprendidos en ese concepto las instituciones fiduciarias, los gobiernos, estados y municipios, así como los organismos autónomos y otras entidades del sector paraestatal.

IV.II Sujetos de regulación

Desde el punto de vista constitucional, quedaron plasmadas las bases de nuestro sistema financiero básicamente en los artículos 25, 26, 28 en sus párrafos quinto, sexto y séptimo y 73 fracciones X y XVIII de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

> **"…Artículo 25.**
>
> *Corresponde al Estado la rectoría del desarrollo nacional para garantizar que éste sea integral y sustentable, que fortalezca la Soberanía de la Nación y su régimen democrático y que, mediante el fomento del crecimiento económico y el empleo y una más justa distribución del ingreso y la riqueza, permita el pleno ejercicio de la libertad y la dignidad de los individuos, grupos y clases sociales, cuya seguridad protege esta Constitución.*
>
> *El Estado planeará, conducirá, coordinará y orientará la actividad económica nacional, y llevará al cabo la regulación y fomento de las actividades que demande el interés general en el marco de libertades que otorga esta Constitución.*

Al desarrollo económico nacional concurrirán, con responsabilidad social, el sector público, el sector social y el sector privado, sin menoscabo de otras formas de actividad económica que contribuyan al desarrollo de la Nación…

Artículo 26.

A. *El Estado organizará un sistema de planeación democrática del desarrollo nacional que imprima solidez, dinamismo, permanencia y equidad al crecimiento de la economía para la independencia y la democratización política, social y cultural de la Nación.*

Los fines del proyecto nacional contenidos en esta Constitución determinarán los objetivos de la planeación.

La planeación será democrática. Mediante la participación de los diversos sectores sociales recogerá las aspiraciones y demandas de la sociedad para incorporarlas al plan y los programas de desarrollo. Habrá un plan nacional de desarrollo al que se sujetarán obligatoriamente los programas de la Administración Pública Federal.

…

Articulo 28.-

…(Párrafos primero a cuarto)

El Estado contará con los organismos y empresas que requiera para el eficaz manejo de las áreas estratégicas a su cargo y en las actividades de carácter prioritario donde, de acuerdo con las leyes, participe por sí o con los sectores social y privado.

El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.

No constituyen monopolios las funciones que el Estado ejerza de manera exclusiva, a través del banco central en las áreas estratégicas

de acuñación de moneda y emisión de billetes. El banco central, en los términos que establezcan las leyes y con la intervención que corresponda a las autoridades competentes, regulará los cambios, así como la intermediación y los servicios financieros, contando con las atribuciones de autoridad necesarias para llevar a cabo dicha regulación y proveer a su observancia.

La conducción del banco estará a cargo de personas cuya designación será hecha por el Presidente de la República con la aprobación de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente, en su caso; desempeñarán su encargo por períodos cuya duración y escalonamiento provean al ejercicio autónomo de sus funciones; sólo podrán ser removidas por causa grave y no podrán tener ningún otro empleo, cargo o comisión, con excepción de aquéllos en que actúen en representación del banco y de los no remunerados en asociaciones docentes, científicas, culturales o de beneficiencia (beneficencia sic, DOF 20-08-1993). *Las personas encargadas de la conducción del banco central, podrán ser sujetos de juicio político conforme a lo dispuesto por el artículo 110 de esta Constitución.*

…

Artículo 73.- El Congreso tiene facultad:

…

X. Para legislar en toda la República sobre hidrocarburos, minería, sustancias químicas, explosivos, pirotecnia, industria cinematográfica, comercio, juegos con apuestas y sorteos, ***intermediación y servicios financieros****, energía eléctrica y nuclear y para expedir las leyes del trabajo reglamentarias del artículo 123…"* [146]

Como podemos ver el Constituyente se dio a la tarea de abordar tres temas fundamentales en donde consideró que el Estado debe intervenir dentro del sistema financiero, a saber: a) a través de dependencias, órganos, entidades paraestatales y empresas para el eficaz manejo de áreas estratégicas y

[146] Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos

actividades prioritarias, b) a través del Poder Ejecutivo, de un banco central, persona de Derecho Público autónomo como regulador de los cambios, intermediación y servicios financieros, y c) reserva al Congreso de la Unión la facultad de legislar en materia de intermediación y servicios financieros.

La regulación Constitucional, abarca a todo el sistema financiero mexicano, pero el mercado de valores, no puede verse como el todo, sino como una parte que guarda ciertas particularidades que no se agotan en el texto Constitucional. Es la legislación secundaria donde encontramos el fundamento de la estructura de los sujetos de regulación para cada parte del sistema financiero.

Hay argumentos tradicionales que dan soporte a la existencia de autoridades y regulación específica en el mercado de valores, que se fundan básicamente en el aumento de la confianza del inversor en el mercado, dado que la intervención de reguladores y la existencia de regulación es la de proteger a los inversionistas poco sofisticados e incrementar el flujo de la información relevante en beneficio de un mercado más transparente y eficiente. A su vez la regulación antifraudes y la de revelación de información tienden a hacer menos costoso el proceso de emisión-financiamiento.

Por otra parte, hay argumentos más complejos, que se identifican con las actividades de control y de defensa de los intereses del Estado como lo es la protección de su sistema financiero y de su sistema de pagos. Esta parte de la actividad de los reguladores se enfoca a proteger al sistema financiero de recursos de procedencia ilícita, que se materializa estando presente de diferentes formas en el mercado.

El Título Décimo Tercero de la Ley del Mercado de Valores, está consagrado a las autoridades financieras. El artículo 349 consigna expresamente a las tres principales autoridades del mercado de valores: la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y al Banco de México.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Por lo que se refiere a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el artículo 3 de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal refiere que en el ejercicio de sus atribuciones y para el despacho de los negocios del orden administrativo encomendados al Poder Ejecutivo de la Unión, contará con dependencias y entidades del sector centralizado y paraestatal.

El artículo 31 de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, describe los asuntos que corresponden al despacho de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en donde poco o casi nada se refiere al mercado de valores. Veamos:

> *"…**Articulo 31**.- A la Secretaría de Hacienda y Crédito Público corresponde el despacho de los siguientes asuntos:*
> *I.- Proyectar y coordinar la planeación nacional del desarrollo y elaborar, con la participación de los grupos sociales interesados, el Plan Nacional correspondiente;*
> *…*
> *VII.- Planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país que comprende al Banco Central, a la Banca Nacional de Desarrollo y las demás instituciones encargadas de prestar el servicio de banca y crédito;*
> *VIII.- Ejercer las atribuciones que le señalen las leyes en materia de seguros, fianzas, valores y de organizaciones y actividades auxiliares del crédito*…"[147]

Se aprecia que la fracción VIII, es la única que menciona la palabra "valores", pero no podemos soslayar que la propia Ley Orgánica de la Administración Pública Federal abre paso a otros ordenamientos que le conceden facultades a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en el mercado de valores, tal es el caso de los artículos 17 y 18 de ese ordenamiento legal, que

[147] Ley Orgánica de la Administración Pública Federal.

determinan para la más eficaz atención y eficiente despacho de los asuntos de su competencia, las Secretarías de Estado podrán contar con órganos administrativos desconcentrados que les estarán jerárquicamente subordinados y tendrán facultades específicas para resolver sobre la materia y dentro del ámbito territorial que se determine en cada caso, de conformidad con las disposiciones legales aplicables. Asimismo, se menciona que en el reglamento interior de cada una de las Secretarías de Estado que será expedido por el Presidente de la República, se determinarán las atribuciones de sus unidades administrativas.

Es decir, también de diversas disposiciones administrativas la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, desprende facultades importantísimas y mucho más específicas que aquellas que le consagran ordenamientos legales de jerarquía superior. Basta ver el contenido de su Reglamento Interior que es prolijo en señalar múltiples facultades de esa dependencia.

La Ley del Mercado de Valores también tiene un número importante de disposiciones que se refieren a facultades que están consagradas a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y que se listan a continuación:

Facultades de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en la Ley del Mercado de Valores[148]

Artículo	Facultades
5 y 161	*Interponer para efectos administrativos la Ley del Mercado de Valores y disposiciones sobre servicios financieros*
93	*Determinar otros valores susceptibles de inscripción genérica*
146, 156	*Designar y vetar liquidador de las casas de bolsa*
158 y 270	*Solicitar el concurso mercantil o quiebra en su caso las casas de bolsa de valores, designar al conciliador y síndico*
159	*Emitir disposiciones de carácter general para el establecimiento de oficinas de representación de casas de bolsa del extranjero*
171 Frac. XXV	*Autorizar actividades y servicios análogos o conexos de las casas de bolsa*
183	*Autorizar la afectación de ciertos bienes o valores en fideicomiso diferentes a los comunes para casas de bolsa*
212	*Emitir disposiciones de carácter general*

[148] Nota.- El formato de éste cuadro y los siguientes que aparecen en éste capítulo, por su valor didáctico, fueron retomados en su estructura del texto Lecciones de Derecho Bancario del licenciado Humberto Ruiz Torres, aunque el contenido es diferente.

212	*Solicitar información a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores relacionada con lo dispuesto en lo dispuesto en los artículo 138, 139, 148 y 400 Bis del Código Penal Federal*
213	*Requerir información de casas de bolsa*
234, 268 y 269	*Otorgar y revocar concesión para el establecimiento de bolsas de valores y de sociedades que administren sistemas para facilitar operaciones con valores*
237	*Establecer el capital mínimo que deben tener las bolas de valores*
239	*Autorizar participación superior al 10% en el capital de las bolsas de valores*
243 y 132	*Autorizar la fusión y escisión de las bolsas de Valores*
244	*Autorizar actividades y servicios análogos y conexos de las Bolsas de Valores*
270	*Designar y vetar síndico y liquidador de las bolsas de valores*
270	*Designar al liquidador, conciliador o síndico de bolsas de valores, en la liquidación o concurso mercantil*
272 y 298	*Otorgar concesión y revocarla a instituciones para el depósito de valores*
274	*Establecer el capital mínimo para el establecimiento de Instituciones para el depósito de valores*
275	*Autorizar a otros accionistas no listados en este artículo para que participen en instituciones para el depósito de valores*
277	*Designar a un representante en el Consejo de Administración de las Instituciones para el depósito de valores*
279	*Autorizar la fusión y escisión de instituciones para el depósito de valores*
281	*Autorizar la participación en el capital de sociedades que presten servicios complementarios a las instituciones para el depósito de valores*
300	*Designar al liquidador, conciliador o síndico de instituciones para el depósito de valores, en la liquidación o concurso mercantil y solicitar la declaratoria de concurso mercantil*
301 y 320	*Otorgar concesión y revocarla a instituciones para el depósito de valores*
303	*Establecer el capital mínimo para el establecimiento de instituciones para el depósito de valores*
303 y 304	*Autorizar a otros accionistas no listados en este artículo para que participen en el capital de contrapartes centrales para el depósito de valores así como participación en porcentajes superiores a 10%*

307	*Autorizar la participación en el capital de sociedades que presten servicios complementarios a las instituciones para el depósito de valores y operaciones distintas a las listadas en este artículo*
318	*Autorizar la fusión y escisión de instituciones para el depósito de valores*
321	*Designar al liquidar o, conciliador o síndico de instituciones para el depósito de valores, en la liquidación o concurso mercantil y solicitar la declaratoria de concurso mercantil*
388	*Presentar querellas o denuncias en caso de que existan delitos*

Banco de México

Como se mencionó con anterioridad corresponde al Banco Central en términos del texto Constitucional regular los cambios, así como la intermediación y los servicios financieros, contando con atribuciones de autoridad necesarias para llevar a cabo dicha regulación y proveer a su observancia.

Es decir, que el citado Banco se encuentra investido de todas las herramientas para participar en el mercado de valores, es otro de los reguladores importantes del mercado de valores, entre sus finalidades se encuentran la de promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

Parecerían menores estas dos finalidades contenidas en el artículo 2 de su Ley, pero no es así. Veremos la razón de la afirmación.

El Banco de México opera con valores, es un participante activo en los mercados de valores nacionales e internacionales, es depositante, depositario y custodio de valores, tiene una función que sólo a él le corresponde como lo es, la de ser agente financiero del Gobierno Federal para la emisión, colocación, compra y venta, de valores representativos de la deuda interna del citado Gobierno y, en general, para el servicio de dicha deuda.

Es importante señalar el contenido del artículo 26 de la Ley del Banco de México, ya que las operaciones de crédito, préstamo o reporto que celebren los intermediarios bursátiles, se ajustarán a las disposiciones que expida el Banco Central. Se complementa el artículo de referencia con la facultad del Banco de México de regular las comisiones y tasas de interés, activas y pasivas, así como

cualquier otro concepto de cobro de las operaciones celebradas por las entidades financieras con sus clientes. Para el ejercicio de dichas atribuciones el Banco de México podrá solicitar la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, de la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros o de la Comisión Federal de Competencia y observará para estos fines lo dispuesto en la Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros.

Facultades del Banco de México en la

Ley del Mercado de Valores

Articulo	Facultades
176	*Emitir las reglas de carácter general a las que se sujetaran las casas de bolsa en actividades relativas al otorgamiento de préstamos o créditos para la adquisición de valores; celebrar; reportos y prestamos sobre valores; realizar operaciones con instrumentos financieros derivados; operar con divisas o metales amonedados y servicios fiduciarios*
186	*Autorizar mediante disposiciones de carácter general a casas de bolsa la realización de operaciones por cuenta propia cuando no allá conflicto de intereses*
271	*Prestar el servicio centralizado de depósito, guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores*
272	*Emitir opinión para el otorgamiento de concesión a sociedades que deseen operar como institución para el depósito de valores*
275	*Adquirir acciones representativas del capital de instituciones para el depósito de valores*
277	*Participar en el Consejo de Administración de las instituciones para el depósito de valores*
281	*Opinar sobre las autorización que soliciten las instituciones para el depósito de valores para participar en el capital social de sociedades que presten servicios auxiliares o complementario a los de su objeto y en contrapartes centrales*
286	*Aceptar la guarda y debida conservación de los valores que lleguen a hacer las instituciones para el depósito de valores*
294	*Autorizar el reglamento interior de las instituciones para el depósito de valores*

301	*Opinar sobre el otorgamiento de concesiones a contra partes centrales*
307	*Opinar sobre el otorgamiento para realizar actividades distintas a las autorizadas por la ley a las contrapartes centrales, así como emitir disposiciones para que estas sociedades contraten créditos o prestamos*
315	*Autorizar el reglamento interior y sus modificaciones de las contrapartes centrales y ejercer facultades de veto relacionadas o normas de autorregulación*
316	*Ejercer facultades de supervisión o imposición de medidas disciplinarias y solicitar toda clase de información a contrapartes centrales, así como emitir regulación necesaria para propiciar el correcto funcionamiento de las contrapartes en el cumplimiento de las operaciones en las que se constituyan como deudor y acreedor recíproco y la eficiencia de los procedimientos y sistemas de compensación*
319	*Proponer y en su caso opinar sobre la revocación de concesiones a contrapartes centrales*
350	*Solicitar por conducto de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores cualquier clase de documentación a intermediarios del mercado de valores, organismos autorregulatorio, bolsas de valores, sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales valores, instituciones calificadoras de valores y proveedoras de precios*

Podemos apreciar que conforme al mandato Constitucional y su ley secundaria existen importantes atribuciones y para complementar sus tareas la Ley del Mercado de Valores le asigna otras facultades que lo colocan como un protagonista de dicho mercado en los asuntos en donde su intervención fortalece sus atribuciones constitucionales otorgándole las herramientas necesarias para proteger el sistema de pagos, la política monetaria, y la facultad de regulador de las operaciones que en el mercado de valores se realizan y en las que se ve involucrado de cualesquiera de sus formas.

IV.III Sujetos de Supervisión, Inspección y Vigilancia

Bajo la legislación mexicana la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, tiene por objeto supervisar y regular en el ámbito de su competencia a las entidades financieras, a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto, en protección de los intereses del público. También incluye a las personas físicas y demás personas morales, cuando realicen actividades previstas en las leyes relativas al citado sistema financiero. Esta es parte del texto del artículo 2 de la Ley de La Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Destaco los dos verbos rectores que se utilizan en el precepto mencionado en el párrafo anterior “supervisar y regular”

Las acciones contenidas en el verbo “supervisar”, deben entenderse en dos vertientes: a) la supervisión *in situ* que se refiere a una actividad presencial de inspección para verificar niveles óptimos de capital, calidad de activos, rentabilidad, entre otras, y b) supervisión *extra situ* que se refiere a una vigilancia remota mediante el monitoreo de operaciones, su seguimiento y análisis.

Por otra parte, las acciones contenidas en el verbo “regular”, tiene como destinatarios de la acción a entidades financieras y como señala el artículo 2 de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores también a las personas físicas y morales cuando realicen actividades previstas en las leyes relativas al sistema financiero. La actividad de regulación mencionada busca corregir problemas que impidan el funcionamiento eficiente de los mercados, dar seguridad jurídica a los participantes, promover la implantación de sistemas de control adecuados, medir y limitar la toma excesiva de riesgos.

Para cerciorarse de que sus supervisados cumplan con sus obligaciones para actuar en el ámbito de sus autorizaciones y que se apegan a aquéllas que les marca la ley, a las disposiciones administrativas aplicables, así como a los usos y sanas prácticas del mercado, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores lleva a cabo actividades de supervisión que incluyen visitas de inspección a las oficinas de los intermediarios, el monitoreo de las operaciones que los mismos celebran y

la vigilancia mediante el análisis de su información económica y financiera. Es decir, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, ejecuta trabajos de supervisión *in-situ y extra-situ*.

En términos de su Ley, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, como órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en términos de lo que dispone el artículo 17 de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, de autonomía técnica y facultades ejecutivas en los términos de su Ley, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 28 de abril de 1995, y otros ordenamientos legales, tiene por objeto supervisar y regular a las personas físicas y personas morales, cuando realicen actividades previstas en las leyes relativas dentro del mercado de valores.[149]

La orientación del trabajo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en el tiempo, como se señala en su exposición de motivos pasó de ser un órgano sancionador a uno previsor. Para esto se emitió regulación de carácter prudencial aplicable a los regulados, encaminada a procurar que éstos cuenten con sistemas de control interno adecuados que les permitan alcanzar los niveles de prudencia y administración de riesgos adecuados.

En la Ley de 1995, se persiguieron tres grandes objetivos:

a) Dotar a la entidad supervisora de un régimen que procure el apego a criterios técnicos en cuanto a la autorización, regulación y supervisión de las entidades que forman parte del sector financiero,
b) Planeación y continuidad en el largo plazo en la aplicación de directrices y estrategias de supervisión que procuren mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en protección de los intereses del público, y

[149] De la Fuente Rodríguez, Jesús*, Tratado de Derecho Bancario y Bursátil, op. cit*., pp. 164 y ss. del t. I. Nota.- El autor hace un extraordinario y prolijo análisis de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, que va desde su formación histórica, sus facultades, su integración, entre otras. Profundiza en los términos supervisión, inspección y vigilancia que con frecuencia se confunden o se alteran. Sobra abundar en el tema cuando alguien como el Doctor de la Fuente lo ha hecho de manera excepcional en casi cien hojas de la obra en cita, un análisis exhaustivo de ese órgano desconcentrado del que fuera un servidor público destacado.

c) Que el personal esté altamente capacitado y cuente con experiencia acumulada en materia de supervisión.

Para los sujetos de supervisión e inspección se le atribuye la facultad de dictar normas prudenciales orientadas a su estabilidad, correcto funcionamiento, preservar la liquidez, la solvencia y la estabilidad de los intermediarios en el mercado de valores.

En específico, el Título Décimo Tercero, de la Ley del Mercado de Valores de 2005, que se titula “De las autoridades financieras”, y en prácticamente toda la Ley se detallan las facultades de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en su carácter de regulador, supervisor, inspector, vigilante y controlador. Esta facultad se otorgó por parte del legislador para supervisar, inspeccionar y vigilar a prácticamente todos los sujetos del mercado de valores, excluyendo solo a autoridades; a saber:

*“…**Artículo 350.-** La Comisión contará con facultades de supervisión, en términos de su Ley, respecto de los intermediarios del mercado de valores, organismos autorregulatorios, bolsas de valores, sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales de valores, instituciones calificadoras de valores y proveedores de precios. Para tal efecto, la Comisión podrá practicar visitas de inspección a cualquiera de las entidades señaladas y requerirles, dentro de los plazos y en la forma que la propia Comisión establezca, toda la información y documentación necesaria a fin de verificar el cumplimiento de esta Ley y la observancia de las disposiciones de carácter general que de ella emanen.*

…

La Comisión llevará a cabo la supervisión de las entidades financieras a que se refiere este artículo, aún y cuando se encuentren en

disolución y liquidación o sean declaradas en concurso mercantil, en los términos que se señalan en esta Ley.

La Comisión, como resultado de sus facultades de supervisión, podrá formular observaciones y, en su caso, ordenar la adopción de medidas tendientes a corregir los hechos, actos u omisiones irregulares que haya detectado con motivo de dichas funciones, en términos de esta Ley.

Artículo 351.- *La Comisión contará con facultades de supervisión respecto de las emisoras, pudiendo al efecto y a fin de verificar el cumplimiento de esta Ley y la observancia de las disposiciones de carácter general que de ella emanen, practicar visitas de inspección y requerir toda clase de información y documentación relacionadas con las actividades que realizan las emisoras, dentro de los plazos y en la forma que la propia Comisión establezca.*

…

Artículo 352.- *La Comisión contará con facultades de inspección y vigilancia, respecto de las personas morales que presten servicios de auditoría externa en términos de esta Ley, incluyendo los socios o empleados de aquéllas que formen parte del equipo de auditoría…*

Artículo 353.- *La Comisión contará con facultades de inspección y vigilancia respecto de licenciados en derecho que emitan opiniones exigidas por el presente ordenamiento legal pudiendo al efecto y a fin de verificar el cumplimiento de esta Ley…"*[150]

Resulta clara la intención del legislador en 2005, de otorgar facultades amplias a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en materia de supervisión, inspección y vigilancia plenas sobre los participantes del mercado de valores, que sin duda ha permitido el avance en cada uno de los aspectos que inciden en la dinámica del mercado de valores y del Sistema Financiero Mexicano en su conjunto.

[150] Ley del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores, sin duda se ha fortalecido con una mejor supervisión; con técnicas de análisis más eficientes; con un marco legal actualizado; con un nivel de sistematización más homogéneo e integrado acorde a las necesidades y con criterios homogéneos a nivel internacional, así como con una estructura orgánica renovada y, con personal especializado.

El rol de los sujetos de supervisión e inspección en el mercado de valores, es distinto frente a cada uno de sus supervisados, la Ley del Mercado de Valores de 2005, da paso a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, para que en cada uno de los ordenamientos que regulan a los entes de supervisión e inspección y en la propia Ley de ese órgano desconcentrado se recojan las facultades que en ese aspecto le han sido otorgadas.

Reitero, la orientación y atribuciones que se otorga a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en la Ley del Mercado de Valores de 2005, pasaron de ser sancionadoras a previsoras. Para esto se emitió regulación de carácter prudencial, sistemas de control interno adecuados que les permitan medir y limitar la toma excesiva de riesgos, entre otras acciones, que la han colocado a la vanguardia de los supervisores o también llamados superintendentes de sistemas financieros en el mundo.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores, no desconoce que la actividad del mercado de valores, es una actividad globalizada, por lo que existen diferentes formas de relacionarse con las autoridades de supervisión de otros países, una de ellas y la más común es a través de convenios celebrados en los que bajo el principio de reciprocidad, se da el intercambio de información, la cooperación, inclusive la participación en investigaciones transfronterizas, todo encaminado al fortalecimiento e integridad del Sistema Financiero Mexicano e Internacional.

Por otra parte la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, participa en algunos organismos internacionales tales como: La Organización Internacional de Comisiones de Valores, el Consejo Interamericano de Reguladores de Valores, el Comité de Basilea entre otros.

A continuación un breve resumen de las extensas e importantes facultades de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Facultades de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en la Ley del Mercado de Valores

Articulo	Facultades
2 Frac. VII	*Establecer disposiciones generales y criterios en materia de eventos relevantes*
2 Frac. XVI	*Establecer mediante disposiciones de carácter general las características de inversionistas calificados*
6	*Emitir autorización previa para la difusión de información con fines de promoción, comercialización o publicidad sobre valores, dirigida al público en general y autorizar prospectos de colocación, suplementos, folletos o documentos informativos, los cuales deberán prepararse conforme a las disposiciones de carácter general que emita*
7	*Emitir disposiciones de carácter general para la descripción de las características de las ofertas públicas y llevar el Registro Nacional de Valores.*
8	*Autorizar ajustándose a los lineamientos que apruebe su junta de gobierno, la realización de ofertas privadas*
10	*Supervisar a las Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión, que se inscriban en el Registro Nacional de Valores.*
11 y 83	*Autorizar ofertas públicas de sociedades que se constituyan a través de suscripción pública*
21	*Emitir disposiciones de carácter general, relativas a los requisitos aplicables a la inscripción y mantenimiento en el Registro de las acciones representativas del capital social de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil o títulos de crédito que representen dichas acciones, así como en materia de revelación de información.* *Decretar, como medida precautoria, la suspensión de la inscripción de los valores en el Registro, a efecto de evitar que se produzcan condiciones desordenadas en el mercado*
26	*Objetar la calificación de independencia de los miembros del consejo de administración de las Sociedades Anónimas Bursátiles.*
28	*Emitir disposiciones de carácter general relativas a los principios de contabilidad que expida o reconozca*
54	*Autorizar la emisión de acciones distintas de las ordinarias en un porcentaje no mayor de 25% del capital social (acciones de*

	voto limitado, restringido o sin derecho a voto), salvo excepciones que prevé el mismo artículo
56	*Emitir disposiciones de carácter general para la adquisición y enajenación de acciones propias*
70	*El Registro Nacional de Valores , estará a su cargo*
78	*Realizar rectificaciones a los registros y anotaciones que contengan algún error*
81	*Realizar cancelaciones en términos de ley en el RNV*
82	*Facultar al o los servidores públicos que deberán suscribir y sellar los actos registrales precisados en este artículo*
83	*Autorizar ofertas públicas*
85	*Emitir disposiciones de carácter general para difundir y proporcionar al público en general prospectos, suplementos, informativos preliminares y definitivos, así como para la información adicional que considere contenida en éste artículo*
86	*Emitir disposiciones de carácter general para la elaboración prospecto de colocación o suplemento informativo, preliminares y definitivos y requisitos adicionales, equivalentes y excepciones a este artículo*
87	*Establecer normas y procedimientos para la elaboración de dictámenes de auditoría externa*
88	*Emitir disposiciones de carácter general respecto de las leyendas relativas a la veracidad e integridad de la información al público en general, que deberán contener los prospectos de colocación o suplementos informativos, elaborados con motivo de una oferta pública*
91	*Autorizar inscripción preventiva en la modalidad de listado previo y emitir disposiciones de carácter general en este caso*
95, 96, 97, 99 y 102,	*Emitir disposiciones de carácter general y autorizaciones para el caso de ofertas públicas de adquisición*
104, 105 y 106	*Emitir disposiciones de carácter general relativas a las obligaciones de las emisoras*
107	*Decretar, como medida precautoria, la suspensión de la inscripción de los valores de una emisora en el registro, emitir disposiciones de carácter general que sigan políticas respecto de su actividad y participación en el mercado de valores, congruentes con los intereses de sus accionistas.*
108	*Ordenar la cancelación de la inscripción de valores y emitir disposiciones de carácter general respecto de las ofertas que se realicen con este motivo*

112	*Emitir disposiciones de carácter general respecto de adquisiciones de valores objeto de revelación*
114 y 115	*Autoriza la organización y operación de casas de bolsa así como sus estatutos sociales.*
116	*Emitir disposiciones de carácter general relativas a los requisitos que deben cumplir consejeros, director general, directivos y apoderados de casas de bolsa*
117	*Autorizar el capital social adicional de las casa de bolsa representado por acciones serie "L"*
119 Frac. I y III	*Autorizar la adquisición de 5% o más del capital de una casa de bolsa o el control de la misma y la Junta de Gobierno cuando se trate del 30 %*
125	*Emitir disposiciones de carácter general relativas a los requisitos que deben cumplir consejeros independientes*
126	*Emitir disposiciones de carácter general relativas a las funciones mínimas que deberá realizar el comité de auditoría, así como las normas relativas a su integración, periodicidad de sucesiones y la oportunidad y suficiencia de la información que deba considerar*
129	*Establecer, mediante disposiciones de carácter general, relativas a los criterios de integración de expedientes que acrediten el cumplimiento de los requisitos impuestos por la Comisión Nacional Bancaqria y de Valores de las personas que sean designadas como consejeros, comisarios, director general, y directivos con la jerarquía inmediata inferior a la de este*
132 y 134	*Autorizar la fusión o escisión de dos o más casas de bolsa y establecer reglas de carácter general para estos efectos y autorizar la transmisión de operaciones activas y pasivas en este caso*
135	*Establecer medidas correctivas y preventivas a las casas de bolsa considerando su capital global y considerando esto establecer las categorías respectivas*
136	*Aprobar el plan orientándolo a reducir los riesgos que incurra las casas de bolsa en su operación en su caso la restauración del capital global*
138	*Previo derecho de audiencia, suspender o limitar de manera parcial las actividades de una casa de bolsa, cuando ésta se ubique en alguno de los supuestos previstos en ese artículo*
140	*Dictar las medidas necesarias para que se pongan en buen*

	orden las operaciones irregulares. *En su caso, se ejerzan las acciones que procedan en términos de las leyes.* *Ordenar que de acuerdo con el artículo 138 de la Ley del Mercado de Valores, se suspenda la ejecución de las* *operaciones irregulares o se proceda a la liquidación de las mismas*
141	*Declarar la intervención gerencial a las casas de bolsa y designar al interventor gerente*
146	*Designar a los miembros del consejo consultivo*
149	*Establecer mediante disposiciones de carácter general los criterios mediante los cuales se efectuará el pago de los honorarios al interventor gerente, considerando la situación financiera del intermediario y prestar los servicios de asistencia y defensa legal a los interventores-gerentes*
150	*Acordar el levantamiento de la intervención gerencial e informar de la medida al Registro Público de Comercio.*
153, 154 y 155	*Revocar autorización a las casas de bolsa, publicar en el Diario Oficial de la Federación e inscribir en el Registro Público de Comercio.*
159	*Emitir disposiciones de carácter general para el establecimiento de oficinas de representación de casas de bolsa del extranjero, autorizarlas y revocar la autorización en su caso*
160	*Autorizar filiales*
166 y 167	*Autorizar enajenación de acciones de filiales y controladoras de filiales*
178	*Llevar un registro en el que hagan constar las solicitudes u órdenes que reciban las casas de bolsa para la suscripción, enajenación o adquisición de dichos valores así como las asignaciones que realicen, ajustándose a las disposiciones de carácter general que expida la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.*
179	*Autorizar operar fuera de las bolsas de valores los valores listados previo acuerdo de la Junta de Gobierno*
181	*Emitir reglas de carácter general para la recepción y transmisiones de órdenes y asignación de operaciones en cuentas globales administradas por casas de bolsa*
190	*Expedir disposiciones de carácter general para las casas de bolsa quienes deberán proporcionar a su clientela la información necesaria para la toma de decisiones de inversión,*

	considerando los perfiles que definan al efecto
192	*Ser el conducto para brindar información protegida por el secreto bursátil a autoridades*
205 y 209	*Emitir reglas de carácter general para la conservación de libros, contabilidad y otros documentos*
210	*Emitir reglas de carácter general para la aprobación de estados financieros de las casas de bolsa y requisitos de auditores externos*
212	*Establecer medidas y procedimientos para prevenir operaciones que pudieran favorecer delitos contenidos en los artículos 139, 148 Bis y 400 Bis del Código Penal Federal*
213	*Emitir disposiciones de carácter General sobre el régimen de inversión del capital pagado y reservas de las casas de bolsa*
214 y 215	*Emitir disposiciones de carácter general relativas a la participación de las casas de bolsa en títulos representativos del capital social de empresas que les presten servicios complementarios o auxiliares en su administración o en la realización de su objeto, entidades financieras del exterior así como de sociedades inmobiliarias que sean propietarias o administradoras de bienes destinados a sus oficinas.*
218	*Señalar los días en que deberán cerrar sus puertas las casas de bolsa*
219	*Autorizar a las casas de bolsa contratar con terceros la prestación de servicios para la realización de las actividades que conforme a la Ley del Mercado de Valores puedan llevar a cabo.* *Emitir disposiciones de carácter general para determinar, los servicios que podrán ser objeto de contratación con terceros, así como aquellos que por su falta de relevancia con el objeto de la casa de bolsa no requerirán de autorización.*
224	*Establecer normas prudenciales orientadas a preservar la liquidez, solvencia y estabilidad de las casas de bolsa en materia de controles internos, prevención de delitos de interés, practicas societarias y de auditorías, administración de riesgos y transparencia en las operaciones y servicios, en protección del público y de los usuarios y clientes en general*
230	*Expedir disposiciones de carácter general en las que establezca los requisitos que deberán cumplir los organismos autorregulatorios para obtener el reconocimiento al que se refiere el artículo 228 de la Comisión Nacional Bancaria y de*

	Valores.
231	*Vetar normas de autorregulación, remover consejeros y directivos y revocar reconocimientos de organismos autorregulatorios*
234	*Opinar sobre el otorgamiento de concesiones a las bolsas de valores*
236	*Emitir disposiciones de carácter general respecto de los requisitos que deberán cumplir los consejeros, el director general, los directivos que ocupen cargos con la jerarquía inmediata inferior a la de éste y los comisarios*
238	*Aprobar previo cumplimiento de los requisitos de este precepto en inicio de operaciones de las bolsas de valores*
243	*Establecer mediante disposiciones de carácter general las reglas a las que deberán sujetarse las bolsas de valores en la aplicación de su capital contable*
247	*Autorizar, vetar normas, consejeros directivos y reconocimientos de organismos autorregulatorios.* *Autorizar el reglamento interior de las bolsas de valores*
248	*Autorizar a las bolsas de valores la suspensión de cotización de emisoras, cuando se actualicen los supuestos de este artículo*
249	*Autorizar a las bolsas de valores aranceles por los servicios de listado mantenimiento y operaciones*
250	*Supervisar y vigilar a las sociedades en las que tengan control las bolsas de valores a que se refiere este precepto*
251	*Autorizar inversiones de bolsas de valores en otras bolsas, institución para el depósito de valores y contrapartes centrales* *Expedir disposición de carácter general respecto a información que deban proporcionar periódicamente a las autoridades*
253, 259, 268 y 269	*Autorizar revocar, supervisar e inspeccionar sociedades que administren sistemas para facilitar operaciones con valores, así como autorizar su fusión y escisión.* *Emitir disposiciones de carácter general relativas a la información que deben presentar para la obtención de su autorización y la que deben presentar en forma periódica*
263	*Emitir disposiciones de carácter general para reconocer a los emisores o el mercado de origen de los títulos que se negocien en el sistema internacional de cotizaciones, de acuerdo a sus características*
272	*Opinar sobre el otorgamiento de concesiones a las instituciones para el depósito de valores*

279	*Establecer mediante disposiciones de carácter general las reglas a las que deberán sujetarse las instituciones para el depósito de valores en las aplicación de su capital contable*
280	*Emitir disposiciones en materia de actividades y servicios que prestan instituciones para el depósito de valores*
281	*Opinar a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público sobre la participación de las instituciones para el depósito de valores en el capital de otras sociedades*
294	*Autorizar el reglamento interior de las instituciones para el depósito de valores*
295	*Ser el conducto para proporcionar información a las autoridades que requieran a las instituciones para el depósito de valores*
297	*Autorizar aranceles de las instituciones para el depósito de valores*
298	*Proponer la revocación de concesiones a las instituciones para el depósito de valores*
301 y 307	*Opinar a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público sobre el otorgamiento de concesiones a contrapartes centrales y operaciones que estas realicen en el mercado de valores*
314	*Expedir disposiciones de carácter general a las contrapartes centrales relativas a las contabilidades especiales y registro de recursos que reciba de terceros para la prestación de sus servicios*
315	*Autorizar el reglamento interior de las contrapartes centrales las normas de autorregulación que no requieren autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores tienen derecho de veto sobre ellas*
316, 317 y 318	*Supervisar, regular, fijar aranceles y dictar reglas sobre su capital contable.* *Supervisar el funcionamiento de los procedimientos de administración de riesgos,* *Ordenar modificaciones a los procedimientos de administración de riesgos,* *Emitir la regulación necesaria para propiciar el correcto funcionamiento de las contrapartes centrales,* *Autorizar aranceles; y* *Emitir disposiciones de carácter general las reglas a las que deberán sujetarse las contrapartes centrales de valores en la aplicación de su capital contable*

319	*Proponer la revocación de la concesión de contrapartes centrales*
323, 326 y 332	*Autorizar y revocar autorización a proveedores de precios y establecer mediante disposiciones de carácter general otros requisitos. Establecer requisitos mínimos del código de conducta y autorizar su fusión o escisión*
333	*Emitir disposiciones de carácter general relativas a la información financiera, administrativa y operativa de los proveedores de precios deberán presentar de manera continua periódica*
334, 335, 336 y 340	*Autorizar y revocar autorización a calificadoras de valores y establecer mediante disposiciones de carácter general otros requisitos. Establecer requisitos mínimos del código de conducta y autorizar su fusión o escisión*
339	*Establecer en las citadas disposiciones, la información financiera, administrativa y operativa que deberán presentarle las instituciones calificadoras de valores y revelar al público por los medios que establezca las calificaciones y sus modificaciones*
341	*Autorizar la fusión o escisión de las calificadoras de valores*
336	*Emitir disposiciones de carácter general, requisitos mismo que deberán contemplar las instituciones calificadoras de valores en la elaboración de código de conducta*
343, 352 y 355	*Emitir disposiciones de carácter general relativas a los requisitos que deben cumplir los auditores externos y ejercer facultades de inspección y vigilancia sobre ellos*
350	*Cuenta con facultades de supervisión, en términos de su Ley, respecto de los intermediarios del mercado de valores, organismos autorregulatorios, bolsas de valores, sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores, instituciones para el depósito de valores,* *contrapartes centrales de valores, instituciones calificadoras de valores y proveedores de precios y practicar visitas de inspección*
351	*Contará con facultades de supervisión respecto de las emisoras.* *En protección de los intereses del público inversionista podrá ordenar que se convoque a asambleas de accionistas o de tenedores de valores, en casos de notoria urgencia y sin que medie instancia judicial al respecto.*

	Concurrir sin voz ni voto a las asambleas de accionistas o de tenedores de valores. *Ejercer facultades de supervisión tratándose de sociedades extranjeras y organismos financieros multilaterales de carácter internacional que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, con base en convenios de colaboración que suscriba con organismos internacionales con funciones de supervisión y regulación similares a las de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores*
353	*Contará con facultades de inspección y vigilancia respecto de licenciados en derecho que emitan opiniones exigidas por la Ley del Mercado de Valores.*
355	*Investigar como en la esfera administrativa, actos o hechos que presuntamente constituyan o puedan llegar a constituir una infracción a lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.*
356	*Aprobar programa anual de visitas ordinarias y las especiales.*
358	*Proporcionar información a autoridades del exterior con quien se tenga convenio o exista reciprocidad*
359	*Facultades sobre las investigaciones que realice en el mercado*
360	*Imponer sanciones como medio apremio para hacer cumplir sus determinaciones*
364	*Proporcionar información a la autoridad judicial en asuntos relativos a información privilegiada*
365, 366, 367 y 371	*Emitir disposiciones de carácter general, relativas a información privilegiada*
388	*Emitir opinión de delito en materia bursátil y abstenerse de su emisión en los casos previsto en este artículo*
390, 391, 392 y 393	*Caducidad y reglas para imponer sanciones*

Apreciamos en todo éste bagaje de facultades en favor de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores que es omnipresente en la actividad del referido mercado, rebasando inclusive las fronteras de nuestro país.

Sabemos que el común de las personas no maneja las operaciones del mercado de valores, que cada día son más complejas en su naturaleza y contenido.

Percibimos que la regulación del mercado de valores, basada en la objetividad de las actuaciones de la autoridad, es garantía del buen

funcionamiento del mercado. En este marco surgen las autoridades financieras nacionales, como entes independientes, con el objetivo de asegurar que el mercado funcione y ante situaciones de crisis, contribuir a restablecer la normalidad.

De manera adicional debemos reconocer que cada día los organismos internacionales y las asociaciones profesionales de bancos de inversión, con el apoyo y asesoría de las firmas globales de abogados, han desarrollado un compendio de reglas y códigos aplicables a las operaciones que tienen lugar en el mercado de valores en las que se anteponen las soluciones técnicas propias de la industria. Un indicador de lo que afirmo es que son muy pocos los problemas del mercado de valores que se ventilan en tribunales.

La razón es la falta de conocimiento de la materia por parte de los juzgadores y la desconfianza de las partes por esa y otras razones en los órganos de impartición de justicia del Estado.

Los sujetos del mercado de valores han sabido dar respuesta a los retos que plantea la evolución de los mercados.

Una de las críticas lanzadas desde el foro de la Academia Mexicana de Derecho Financiero, por parte de quienes la integramos en el 2005, fue precisamente que representantes de firmas de abogados que participaron de manera activa en la redacción de la Ley del Mercado de Valores protegieron intereses propios y/o los de sus representados, situación que debilitó sin duda a los órganos del Estado.

Esta forma de regular el mercado, hace que el poder jurisdiccional ineludiblemente se desplace de los Tribunales que aplican el Derecho a los organismos profesionales, firmas de abogados, y sistemas de arbitraje nacional e internacional, que aplican los complejos acuerdos y desarrollos técnicos elaborados por la industria financiera, que desde luego se traduce en carencias y falta de conocimientos técnicos del legislador y del regulador, surgiendo así el llamado déficit democrático de las normas a que se refieren algunos tratadistas.

Están a la vista los resultados y efectos de la Ley del Mercado de Valores vigente que no ha logrado ni con mucho los propósitos en ella planteados y menos

se han estimulado las empresas para listarse y encontrar una herramienta de financiamiento atractiva como fue planteado en su parte expositiva, a más de siete años de su entrada en vigor. De hecho sucedió lo contrario. Dados los costos, hubo un importante número de empresas que se deslistaron a partir de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores en 2006. Solo en 2012, asistimos al desliste de Grupo Azucarero México (GAM), Carso Infraestructura y Construcción (CICSA), Grupo Martí (GMARTI) y Teléfonos de México (TELMEX) que se consolidó con América Móvil. Se calcula que de las 135 emisoras listadas en la Bolsa Mexicana de Valores, SAB de C.V., al menos veinte no cumplen con uno o los dos requisitos de mantenimiento que exige la normativa, conforme lo expresado por el mismo Presidente de la Bolsa Mexicana de Valores a CNN Expansión.[151]

Las normas que se incorporaron a nuestra legislación del mercado de valores se adoptaron en muchos casos como lo señalé con anterioridad por sujetos privados en defensa de sus propios intereses corporativos y para disminuir sus efectos, se asumen compromisos protectores de los intereses generales por parte de la autoridad.

La reciente crisis *subprime* ha puesto de relieve las debilidades de los sujetos de supervisión y regulación, como la falta de control de los productos financieros más complejos, los conflictos de interés que plantean algunos sistemas de remuneración de los intermediarios y sus empleados o la necesidad de regular a las agencias de calificación que han puesto en situaciones muy complejas hasta al mismo gobierno de los Estados Unidos de América en su calidad de emisor del mercado de valores y a otros guardianes del mercado. Lo mismo está sucediendo en Europa.

[151] Ugarte, Jesús, "Debuts y despedidas de la Bolsa en 2012" *CNN Revista Expansión,* Súper Empresas 2013, Edición 1116 del 24 de mayo de 2013. En http://www.cnnexpansion.com/negocios/2012/12/13/entran-4-pero-salen-5-de-bolsa-en-2012 Consultada el 31 de mayo de 2013.

IV.IV Sujetos de Gestión y Administración

Los mercados de valores, requieren y cuentan con otros actores esenciales para su adecuado funcionamiento.

Los sujetos de gestión participan en los procesos estratégicos del mercado de valores en el que se ejecutan ciertas acciones con el propósito de lograr fines determinados, que facilitan la operación cotidiana en diversos aspectos.

Dentro de éste grupo podemos encontrar a las bolsas de valores, organismos autorregulatorios, sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales de valores, instituciones calificadoras de valores y proveedores de precios que coadyuvan a la gestión y administración de los bienes y servicios necesarios que hacen más fácil, transparente y eficiente la operación en el mercado de valores.

Bolsas de Valores.- El artículo 232 de la Ley del Mercado de Valores, señala que las bolsas de valores tienen por objeto proporcionar sistemas de negociación que permitan poner en contacto a la oferta y demanda de valores, centralizando posturas para la celebración de operaciones.

En el Capítulo I, quedaron detallados los antecedentes históricos de las bolsas de valores, que se remontan a los inicios del siglo XVII, se reportan noticias con la formación del mercado de valores de Ámsterdam. Por lo que a México corresponde, para 1867, se van fraguando sus bases con la promulgación de la Ley Reglamentaria del Corretaje de Valores, que continuó su desarrollo bajo estándares mundiales en forma ininterrumpida hacia finales del siglo XX y se mantiene en el siglo XXI.

Tradicionalmente, como ya se mencionó con anterioridad, en el mundo se han desarrollado tres sistemas bursátiles: liberales, oficiales y mixtos. La orientación es que en una gran parte de los países el sistema liberal prevalece. Las bolsas de valores se han ido estructurando en el mundo en forma similar, transmitiéndose experiencias entre sí.[152]

[152] Radresa, Emilio, *Bolsas y Contratos Bursátiles,* Depalma, Buenos Aires, Argentina, 1995, p.1.

Quienes acuden a la bolsa de valores son tesorerías de empresas, gobiernos, inversionistas que ofrecen sus recursos para financiar proyectos productivos. Las bolsas participan en la gestión de las operaciones que en ella se gestan facilitando a cada sujeto que en ella interviene su participación, cuidando el rol de cada uno de los sujetos participantes, incluyendo el propio.

Dentro de sus principales funciones se encuentran las siguientes:

- Facilitar el intercambio y negociación de activos.
- Propiciar el volumen de operaciones que trae consigo la liquidez.
- Fomentar la libre concurrencia.
- Fijar precio de los activos que se negocien.
- Proveer las estructuras y marco institucional adecuado para su desarrollo.
- Proteger los derechos del consumidor financiero.

Siguiendo al Doctor Jesús de la Fuente, la bolsa de valores, es el barómetro de todo acontecer económico y social, constituye la base de las expectativas de los agentes que intervienen, tanto en el sentido político nacional e internacional, dada la estrecha relación entre lo político y lo económico.[153]

Para organizarse y operar como bolsa de valores se requiere concesión del Gobierno Federal, la cual será otorgada discrecionalmente por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, oyendo la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, según el propio artículo 234 de la Ley del Mercado de Valores de 2005.

Conforme al artículo 235 de la Ley del Mercado de Valores, las solicitudes de concesión para organizarse y operar como bolsa de valores, deberán acompañarse de la documentación siguiente:

- *Proyecto de estatutos de una sociedad anónima en el que deberá contemplarse lo siguiente:*

[153] De la Fuente, Jesús, *Ley del Mercado de Valores*, Porrúa, México, 2009, p. 662.

a. *La denominación social deberá contener la expresión "bolsa de valores".*
b. *La duración de la sociedad será indefinida.*
c. *El domicilio deberá ubicarse en territorio nacional.*
d. *El objeto social será actuar como bolsa de valores.*

- *Relación e información de los socios, indicando el monto del capital social que suscribirán y el origen de los recursos declarado por éstos, así como de los probables consejeros, director general y principales directivos de la sociedad.*
- *Plan general de funcionamiento de la sociedad que comprenda, cuando menos, los aspectos siguientes:*
  a. *La indicación de los valores respecto de los cuales pretende otorgar sus servicios.*
  b. *Los locales, instalaciones y plataformas de negociación que se utilizarán para la concertación de operaciones con valores.*
  c. *Las medidas de seguridad para preservar la integridad de la información.*
  d. *El proyecto de reglamento interior que cumpla cuando menos con los requisitos a que hace referencia esta Ley.*
  e. *Los manuales de políticas y procedimientos de operación.*
  f. *La descripción de los programas de auditoría que efectuará a sus miembros y a las emisoras que listen sus valores en ellas con el objeto de comprobar las obligaciones a su cargo, previstas en el reglamento interior de la bolsa de valores.*
  g. *La descripción de los programas que implementará para vigilar que los procesos de formación de precios se efectúen con transparencia, corrección e integridad.*
- *Comprobante de depósito bancario en moneda nacional o, en su caso, de valores gubernamentales por su precio de mercado depositados en entidades financieras a favor de la Tesorería de la*

Federación, por una cantidad igual al diez por ciento del capital mínimo con que deba contar la sociedad.

- *El principal y, en su caso, accesorios del referido depósito serán devueltos al solicitante en caso de desistimiento, así como en el evento de que la solicitud sea denegada o cuando se inicien operaciones en los términos previstos en esta Ley. En el caso de que se revoque la concesión conforme a lo previsto en el artículo 269, fracciones I a III de esta Ley, el importe del depósito se hará efectivo.*
- *Las políticas y lineamientos que se emplearán para que las emisoras que listen sus valores, así como los intermediarios del mercado de valores y los apoderados que participen en ellas, den cumplimiento a lo previsto en su reglamento interior.*

Así como la demás documentación e información que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en relación con las fracciones anteriores, requiera mediante disposiciones de carácter general.

Los estatutos sociales de las bolsas de valores, así como sus modificaciones, deberán ser aprobados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Una vez obtenida la aprobación podrán ser inscritas en el Registro Público de Comercio.

Las bolsas de valores deberán contar con el capital mínimo que establezca la Secretaría de Hacienda y Crédito Público mediante disposiciones de carácter general.

El capital social de las bolsas de valores se integrará exclusivamente por acciones ordinarias en las que los derechos y obligaciones de sus titulares no se encuentren limitados o restringidos en forma alguna. Las acciones serán de igual valor y conferirán los mismos derechos y obligaciones a sus tenedores.

Las acciones representativas del capital social de las bolsas de valores serán de libre suscripción, salvo tratándose de personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad o personas que sean propietarias, directa o indirectamente, del diez por ciento o más del capital de las entidades a que se

refiere el párrafo siguiente, las cuales en ningún caso podrán participar en el capital social de las bolsas de valores.

Las casas de bolsa, instituciones de crédito, instituciones de seguros y de fianzas, sociedades de inversión, sociedades operadoras de sociedades de inversión y administradoras de fondos para el retiro, podrán invertir, con cargo a su capital, en acciones representativas del capital social de las bolsas de valores.

La administración de las bolsas de valores estará encomendada a un consejo de administración y a un director general, en sus respectivas esferas de competencia.

El consejo de administración de las bolsas de valores estará integrado por un mínimo de cinco y un máximo de quince consejeros de los cuales, cuando menos, el veinticinco por ciento deberán ser independientes, conforme a los requisitos de independencia previstos en esta Ley del Mercado de Valores para las sociedades anónimas bursátiles.

Las bolsas de valores realizarán las actividades establecidas en los artículos 232 y 255 de esta Ley del Mercado de Valores. De manera paralela deberán desarrollar:

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

Existen algunas actividades muy importantes que realizan las bolsas de valores como las que a continuación se señalan:

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

- Listar valores para su negociación en los sistemas que establezcan, a solicitud de sus emisoras, siempre que se satisfagan los requisitos que determine su reglamento interior.
- Establecer un listado especial de valores denominado sistema internacional de cotizaciones conforme a lo establecido en esta Ley.
- Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores listados en las mismas y sus emisoras, incluyendo la revelada por éstos, así como de las operaciones que en ella y en el sistema internacional de cotizaciones se realicen.
- Certificar la cotización de valores, así como las operaciones concertadas en ellas.
- Fijar las medidas necesarias para que las operaciones que se realicen en ellas se sujeten a las disposiciones que les sean aplicables.
- Expedir normas de autorregulación que reglamenten sus actividades y las de sus miembros y vigilar su cumplimiento para lo cual podrán imponer medidas disciplinarias y correctivas, así como establecer medidas para que las operaciones que se realicen en ellas se ajusten a las disposiciones aplicables.
- Proponer a las autoridades la introducción de nuevos productos y facilidades para la negociación de valores.
- Realizar actos necesarios para la consecución de su objeto social.

Las análogas, conexas o complementarias de las anteriores, que les sean autorizadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, mediante disposiciones de carácter general.

Conforme al artículo 245 de la Ley del Mercado de Valores, los sistemas operativos de negociación de las bolsas de valores deberán permitir a sus miembros participar en igualdad de condiciones. Para tal efecto, dichos sistemas deberán satisfacer los requisitos siguientes:

- Dar acceso a la información de posturas, operaciones o hechos realizados y mercado en general.
- Identificar las partes de las operaciones, así como la fecha y hora de concertación, precio, volumen y monto de la transacción, clase y tipo de valores y forma de liquidación.
- Detectar irregularidades en los procedimientos de recepción de posturas y concertación de operaciones, así como evitar la alteración y falsificación de los registros de las transacciones.
- Contener medidas de seguridad para el acceso a la base de datos que mantengan.
- Asegurar la continuidad en la negociación de valores.
- Contemplar planes de contingencia para evitar la interrupción, alteración, limitación y demás actos o hechos que impidan la negociación de los valores.
- Contar con mecanismos para mantener la integridad del mercado de valores.

Adicionalmente, las bolsas de valores deberán contar con sistemas automatizados que les permitan resguardar y proteger el acceso a la información que reciban relativa a las emisoras y el contenido de la misma, mientras ésta no sea divulgada al público inversionista por su conducto.

Las bolsas de valores deberán privilegiar la utilización de medios electrónicos para lo cual establecerán claves de identificación recíproca que sustituyan la firma autógrafa, a fin de permitir el acceso a sus sistemas automatizados.

Asesores de Inversión.- a quienes la Ley del Mercado de Valores, en recientes modificaciones del 10 de enero de 2014, les exige registro ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y certificación de organismos autoregulatorios, los reconoce jurídicamente como participantes activos en el desarrollo del mercado de valores y en protección del interés general, se

establecen ciertos requisitos mínimos relacionados con el ejercicio de esta actividad y prestación del servicio de asesoría.

En términos de la Ley del Mercado de Valores, en su artículo 225, señala, las personas que sin ser intermediarios del mercado de valores proporcionen de manera habitual y profesional servicios de administración de cartera de valores tomando decisiones de inversión a nombre y por cuenta de terceros, así como que otorguen asesoría de inversión en valores, análisis y emisión de recomendaciones de inversión, tendrán el carácter de asesores en inversiones. Esta figura se encuentra dentro de la categoría de sujetos del mercado de valores con una especial mención.

Cada día esta figura se va fortaleciendo de hecho en las reformas recientes a la Ley del Mercado de Valores, se incluyen modificaciones para hacer más fuerte ésta figura y busca desarrollarla aún más.

Organismos autorregulatorios.- Figura que obtiene carta de naturalización en la Ley del Mercado de Valores de 2005, al haber quedado regulados en el Título VIII, de dicho ordenamiento legal. Estos organismos han demostrado contribuir destacadamente en el establecimiento de estándares de contratación y ética en la prestación los servicios financieros que sus agremiados proporcionan al público, brindando con ello un sello de calidad que da prestigio a quienes se ostentan como sus integrantes. Con el objeto de asegurar que tal circunstancia continúe y se fortalezca, se elevó a nivel de ley la regulación mínima que legitimó a los organismos autorregulatorios del mercado de valores reconocidos por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Auditores externos, licenciados en derecho y expertos, independientes.- El Título XII de la Ley del Mercado de Valores regula a quienes presten servicios a emisoras y entidades financieras, a quienes les asigna un régimen de responsabilidad especial cuando incurran en negligencia o culpa inexcusable, o bien, cuando intencionalmente omitan información relevante, incorporen datos falsos o realicen otras conductas que se califiquen como un hecho ilícito. Adicionalmente, tratándose de los auditores externos independientes, el despacho para el cual trabajan asume una responsabilidad solidaria ya que la

confianza que el público brinda no se asocia con la persona del auditor externo persona física, sino con el prestigio de la firma a la que éste pertenece.

Proveedores de precios, de las sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores y de las calificadoras de valores.- También se elevó al rango de ley a partir de 2005, la normativa básica relativa a la organización y funcionamiento de las personas morales mencionadas, que se encontraban dispersas y en disposiciones administrativas de carácter general.

Contrapartes centrales de valores.- Tienen por objeto reducir los riesgos de incumplimiento de las obligaciones a cargo de los intermediarios del mercado de valores, que han venido a fortalecer en su parte jurídica y operativa las transacciones del Mercado de Valores, quedando reguladas en el artículo 301 y siguientes de la propia Ley del Mercado de Valores.

Instituciones para el depósito de valores.- Son sociedades que participan de manera activa en la liquidación de operaciones, guarda, administración y custodia de valores, transferencia y compensación de estos, dentro del mercado de valores que requieren concesión del Gobierno Federal. Su participación es indispensable y se encuentra regulada en el Título X, Capítulo I de la Ley del Mercado de Valores.

Cada uno de estos sujetos juega un papel importante dentro del mercado de valores, ya que apoyan la seguridad, continuidad, claridad y transparencia del mercado de valores.

IV.V Sujetos de Intermediación

La iniciativa de la Ley del Mercado de Valores de 2005, en su exposición de motivos es enfática en lo relativo a la regulación de los intermediarios, de hecho le dedica todo un punto de la parte expositiva en la que se percibe por parte del Poder Ejecutivo la intención de destacar al Poder Legislativo la necesidad de tener intermediarios debidamente regulados. Desaparece la figura del especialista bursátil, por considerar que se trata de figura obsoleta y frágil desde el punto de vista regulatorio que además nunca se materializó, es decir , desde que surgió a la

vida jurídica como figura regulada por la ley, nunca hubo uno solo que fuera autorizado para realizar esa función.

A continuación transcribo lo destacable del punto III de la parte expositiva de la iniciativa de la Ley del Mercado de Valores de 2005, relativa a la intermediación y a los intermediarios:

> ***"…III. ACTUALIZACIÓN DEL MARCO NORMATIVO APLICABLE A LA INTERMEDIACIÓN Y A LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES.***
> *La Iniciativa propone dos acciones fundamentales relacionadas con la intermediación.* ***Primero****, delimitar de una manera clara el ámbito de aplicación de la ley, precisando los conceptos de oferta pública e intermediación con valores. Lo anterior, a fin de incluir aquellas actividades que ameritan ser reguladas y supervisadas por las autoridades financieras y excluir aquellas que pudieran ser realizadas por cualquier persona en virtud de no generar riesgos para el público, y no propiciar un riesgo sistémico en el sistema financiero.* ***Segundo****, flexibilizar y racionalizar el régimen al que deberán apegarse los intermediarios del mercado de valores…"* [154]

Este párrafo nos permite inferir que hay dos preocupaciones esenciales para las autoridades: a) la exposición al riesgo del público inversionista (acto de tutela para los que no son inversionistas calificados, ni institucionales) y b) no provocar por falta de una regulación adecuada un riesgo sistémico dentro del sistema financiero mexicano.

> *"…En segundo término, la Iniciativa establece que una oferta privada debe cumplir con cualquiera de los siguientes requisitos: (i) se realice exclusivamente entre inversionistas institucionales o calificados; (ii) se ofrezcan acciones a menos de cien personas; (iii) formen parte de programas aplicables de manera general a empleados de la emisora, y*

[154] Ley del Mercado de Valores.

(iv) se ofrezcan exclusivamente a accionistas o socios a los cuales la emisora les preste sus servicios (clubes o asociaciones civiles), por ejemplo.

Cualquier oferta de valores que no cumpla con alguno de los requisitos mencionados para las ofertas privadas se ubica en la definición de oferta pública, en cuyo caso los valores objeto de la oferta deben ser inscritos en el Registro Nacional de Valores, mientras que dicha oferta debe contar con la autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para efectuarse. La inscripción se encuentra condicionada al cumplimiento de una serie de requisitos tendientes a proteger los intereses del público y a obligar a las emisoras a revelar la información necesaria para una adecuada toma de decisiones de inversión…"

Esta parte de la exposición de motivos refrenda un reconocimiento a la existencia de intermediarios regulados y no regulados.

"La Iniciativa mantiene el principio tradicional aplicable a los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, reservando de manera expresa su intermediación a las entidades financieras autorizadas para actuar como intermediarios del mercado de valores. Lo anterior, sin perjuicio de que estos valores puedan ser negociados libremente dentro o fuera de bolsa siempre que dichas actividades no se hagan en forma habitual y profesional. Es decir, la intermediación consiste en la realización habitual y profesional de operaciones por cuenta propia con el público o por cuenta del público.

La propuesta respeta el derecho de los particulares precisando que la compra y venta de valores no inscritos puede ser realizada por cualquier persona incluso de manera habitual y profesional en virtud de que la ley no establece una reserva a favor de los intermediarios del mercado de valores. Asimismo, se aclara que los intermediarios pueden operar con valores extranjeros a través del sistema

internacional de cotizaciones en la negociación y comercialización de acciones no inscritas a través de sistemas de información centralizada, pero no así de títulos de deuda que cumplan con los requisitos de oferta privada y no estén inscritos en el Registro Nacional de Valores.”

Se aprecia en las oraciones subrayadas el cuidado y reservas que desea mantener reguladas la autoridad en la actividad de intermediación en el mercado de valores.

“…1.- Modernización del régimen de los intermediarios de valores.
La presente Iniciativa pretende crear una progresión lógica en el desarrollo de los intermediarios de valores, a través de la modernización y flexibilización de su régimen jurídico. A continuación se describen los principales cambios con respecto al régimen vigente:

a).Casas de bolsa.
El régimen vigente contempla dos tipos de intermediarios de valores formales sujetos a autorización y supervisión: las casas de bolsa y los especialistas bursátiles. Dicho régimen es rígido y no permite adecuar la carga regulatoria y supervisora en función del nivel de complejidad, de la amplitud de las operaciones que realicen y del nivel de riesgo que enfrentan.
La modernización del régimen de las casas de bolsa busca flexibilizar el marco jurídico vigente. En la actualidad, la legislación prevé solo un tipo de casa de bolsa, la cual tiene la posibilidad de realizar toda la gama de actividades previstas en la ley y, aunque no realice todas las actividades, tiene que cumplir todos los requisitos para la autorización y está sujeta a todo el peso de la supervisión por parte de la Comisión. La Iniciativa propone que la Comisión pueda reducir tanto los requisitos para la autorización como la carga de supervisión, dependiendo de la gama de actividades que la casa de bolsa opte por realizar…

…La presente Iniciativa propone la supresión de la figura del especialista bursátil como intermediario del mercado de valores. No obstante, la flexibilización del régimen de casas de bolsa, permite a estos intermediarios las actividades correspondientes a los citados especialistas…

…Con el ánimo de eliminar asimetrías regulatorias que en el pasado han prevalecido entre las casas de bolsa y las instituciones de crédito, la presente Iniciativa propone homologar el trato entre dichos intermediarios lo cual contribuirá a fomentar una sana competencia…"[155]

Aparece la casa de bolsa como el intermediario bursátil por excelencia, pero se destaca que las instituciones de crédito, también son intermediarios sumamente importantes del mercado de valores, en éste caso la Ley de Instituciones de Crédito en su artículo 46, fracción IX, las habilita para operar valores.

En términos de lo que se expresa en el Título VI de la Ley del Mercado de Valores, específicamente en su artículo 113, **l**os intermediarios del mercado de valores serán:

I. Casas de bolsa.
II. Instituciones de crédito.
III. Sociedades operadoras de sociedades de inversión y administradoras de fondos para el retiro.
IV. Sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión y entidades financieras autorizadas para actuar con el referido carácter de distribuidoras.

[155] Véase Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores de 1975.

Dentro de la iniciativa resalta el nivel de detalle al que se llega en la regulación de las casas de bolsa, ya que fue diseñado un proceso de resolución claro, con sus acciones preventivas y correctivas, que incluyen, entre otras, la suspensión del pago de dividendos, la presentación de un plan de restauración de capital, la revisión de las políticas de compensaciones del personal de la casa de bolsa, el diferimiento del pago de principal de obligaciones subordinadas o su conversión anticipada en acciones y la abstención de realizar operaciones que impliquen disminución del índice de capitalización.

Las casas de bolsa se clasificarán en ciertas categorías, con base en su índice de capitalización, señalando para cada categoría las medidas preventivas y correctivas aplicables.

La suspensión de operaciones, la intervención gerencial (en caso de que existan irregularidades que afecten la estabilidad, solvencia o liquidez de la casa de bolsa y pongan en peligro los intereses de sus clientes o acreedores.), son otro ejemplo de la firme y decida convicción de la autoridad de regular a los intermediarios del mercado de valores.

La revocación de la autorización, el proceso de disolución y liquidación, y el concurso mercantil de carácter especial para los intermediarios del mercado de valores, nos permiten inferir la importancia que revisten dentro del sistema financiero mexicano, el sistema de pagos y en general en la economía del País.

IV.VI Sujetos de Inversión

Se trata del gran público inversionista que se encuentra segmentado, bajo diversos criterios, destacando el de la propia Ley del Mercado de Valores, que en su artículo 2, define a los inversionistas institucionales y calificados de la siguiente manera:

- ***Inversionista institucional****, la persona que conforme a las leyes federales tenga dicho carácter o sea entidad financiera,* -que se define en el artículo 3 fracción IV de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores- *incluyendo cuando actúen como fiduciarias al*

amparo de fideicomisos que conforme a las leyes se consideren como inversionistas institucionales.

- ***Inversionista calificado**, la persona que habitualmente cuente con los ingresos, activos o las características cualitativas que la Comisión establezca mediante disposiciones de carácter general.*

Por su parte, el artículo 1°, fracción VI, de las "Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Casas de Bolsa" emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 6 de septiembre de 2004, establecen las siguientes definiciones:

"Inversionista institucional: a las personas a que se consideren como tales conforme a la Ley del Mercado de Valores.
Inversionista calificado: a la persona que mantenga en promedio durante el último año inversiones en valores por un monto igual o mayor a 1'500,000 unidades de inversión o que haya obtenido en cada uno de los dos últimos años, ingresos brutos anuales iguales o mayores a 500,000 unidades de inversión".[156]

La razón fundamental de la distinción entre inversionistas radica en el tipo de instrumentos que pueden ser colocados entre ellos y que a su vez está prohibido realizar venta o esfuerzos de venta entre aquellos que no son institucionales o calificados.

Es importante señalar que las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Casas de Bolsa, introducen el concepto de "perfil de Inversión de los clientes", que da origen a la clasificación referida a principios de ésta década unos clientes de otros de entre el gran público inversionista. Es por eso que ante la distinción, resultó necesario establecer lineamientos y políticas tendientes a identificar los objetivos de inversión de su clientela y a proporcionarles la

[156] "Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Casas de Bolsa", emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicadas en el *Diario Oficial de la Federación* el 6 de septiembre de 2004.

información necesaria para una adecuada toma de decisiones de inversión, considerando los perfiles definidos, que terminaron dentro de la Ley del Mercado de Valores de 2005, en sus artículos 190, 200 y 226.

IV.VII Emisoras

En términos de lo que dispone la Ley del Mercado de Valores es la persona moral que solicite y, en su caso, obtenga y mantenga la inscripción de sus valores en el Registro. Asimismo, quedarán comprendidas las instituciones fiduciarias cuando actúen con el referido carácter, únicamente respecto del patrimonio fideicomitido que corresponda.

La Ley no ofrece demasiado, sin embargo, tratando de ir a uno de los principales dilemas en las sociedades mercantiles, precisamente surge en el momento en que se toma la decisión de convertirse en una emisora dentro del mercado de valores.

Las razones pueden ser muchas, la más común es la necesidad de financiamiento o de capital y previo a la decisión, se generaron una serie de cuestionamientos y ponderaciones que delinearon una decisión final. Esta decisión involucra la voluntad de participar a terceros de las ganancias o de la propiedad de la empresa.

Una primera ponderación que surge de manera común en las empresas, es la relativa a los conceptos de propiedad y de dueño. La propiedad se posee con relación a un bien o un derecho para ejercer sobre estos el uso, el goce o disfrute de las cosas y la disposición sobre estas.

El Derecho de las corporaciones divide este paquete de derechos en varias partes. Los accionistas obtienen el derecho a recibir algo de los frutos del uso de esa propiedad, un derecho residual y fraccional en la propiedad corporativa y un limitado derecho de control. El derecho de posesión, uso y control de la propiedad queda en manos de los administradores de las corporaciones. Existen por supuesto, importantes beneficios económicos en términos de eficiencia como consecuencia del principio de separación entre la propiedad residual asignada a

los accionistas y el control que se otorga a los administradores, o como se le conoce: el “principio de separación entre la propiedad y el control”.

Sin embargo, un problema importante aparece en la estructura de gobierno de las empresas emisoras, cuando aquellos que administran no son los mismos que quienes soportan el riesgo de los negocios de la firma, como son los accionistas, surgiendo así, la necesidad de diseñar y poner en marcha mecanismos de control que aseguren que quienes tienen sus activos en riesgo puedan controlar a aquellos que administran por el eventual mal uso de los mismos.

En consecuencia, la solución legal de este problema que los doctrinarios han llamado de “agencia”, ha sido dar a los accionistas derechos que les permitan el control de los administradores, fundamentalmente a través del ejercicio del voto. De aquí surgen un sinfín de temas relacionados con la propiedad que deben analizarse bajo diferentes enfoques.

Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel explican esta solución legal, con una visión básicamente financiera de la siguiente forma:

> *"... The vote exist in companies because someone should have the right to act or delegate when the contracts (corporate) are not complete. The votes could be held by shareholders, bondholders, administrators or other employees in any combination. One might expect that the voting rights are held by a small group with good access to information as the managers. However, the voting rights are universally held by shareholders, excluding creditors, administrators and other employees. The reason is that shareholders are those who have a residual claim on the firm's income. Creditors have a fixed claim and employees negotiate compensation before starting their work. Losses and gains by good and bad performances are supported by shareholders, who are last in the line on the priority of payment. As residual claimants shareholders have the right incentives to make discretionary decisions..."* [157]

[157] Easterbrook, Frank, Fischel Daniel, *The Economic Structure of Corporate Law,* comenta:

Comentan Carlos Marcelo y Carlos Gilberto Villegas, que el argumento del modelo financiero y los problemas que plantea la moderna corporación pública, es decir la empresa pública, provienen del trabajo de A. A. Berle y Gardiner C. Means, quienes desde 1932, documentaron en forma completa el fenómeno de las grandes sociedades americanas y de cómo se imponía el principio de separación entre la propiedad y el control en este tipo de sociedades. Desde esa época, los que comparten éste enfoque han sido proclives a reformas legales que aumenten la responsabilidad de los administradores en favor de los accionistas.

Los autores, informan que un argumento a favor del modelo financiero es el que sostiene que es de interés público que los administradores de las corporaciones deben reportar y ser controlados por los accionistas de forma de no permitirles tomar decisiones arbitrarias haciendo uso de los bienes que no le son propios. Este argumento, -señalan- que ha sido esgrimido por Friedrich A. Hayek en los siguientes términos:

> *"…la tendencia a permitir e incluso incentivar a las corporaciones a usar sus recursos para fines específicos distintos de aquel en el largo plazo de la maximización del retorno del capital puesto bajo su control tiende a conferir a ellos (los administradores) unos poderes no deseables y socialmente peligrosos…"*[158]

"…el voto existe en las sociedades porque alguien debe tener el derecho residual para actuar o delegar cuando los contratos (corporativos) no son completos. Los votos podrían ser retenidos por los accionistas, tenedores de bonos, administradores u otros empleados en cualquier combinación. Uno podría esperar que los derechos de voto sean retenidos por un pequeño grupo con un buen acceso a la información como los managers. Sin embargo, los derechos de voto son universalmente retenidos por los accionistas, con exclusión de los acreedores, administradores y otros empleados. La razón es que los accionistas son los que tienen un derecho residual sobre los ingresos de la firma. Los acreedores tienen un reclamo fijo y los empleados negocian una compensación antes de iniciar su trabajo. Las ganancias y pérdidas por buenos y malos rendimientos son soportados por los accionistas, quienes están últimos en la línea en la prioridad de cobro. Como reclamantes residuales los accionistas tienen los incentivos apropiados para tomar decisiones discrecionales." Harvard University Press, United States of America, 1996, (trad. nuestra) p. 67.

[158] Villegas, Carlos Marcelo y Villegas, Carlos Gilberto, *op. cit.,* p.111.

Una visión opuesta al modelo financiero mencionado, sostiene que los administradores están demasiado atentos a los intereses de los accionistas. De acuerdo con esta visión, los mercados financieros son impacientes y tienen una visión cortoplacista, y los accionistas no entienden que les conviene más invertir en el largo plazo. Ellos prefieren las ganancias de corto plazo, que mayores resultados en el largo plazo, y por lo tanto tienden a subvaluar aquellas compañías que invierten en forma sustancial en investigación y desarrollo o persiguen estrategias de largo plazo. De alguna forma, los sostenedores de esta visión creen que existe una "miopía en los mercados financieros" que presiona a los administradores de las compañías por obtener resultados de corto plazo sin atender de forma adecuada los problemas de largo plazo. Los que sostienen estas ideas han propuesto una serie de medidas para aislar a los administradores de la presión de los mercados y desalentar a los accionistas en su intención de asumir las características de un corredor de valores ("*trader*"), es decir, un inversor ocasional y especulativo que compra o vende según las circunstancias, incentivando a los accionistas de largo plazo.

Nosotros consideramos que es indudable que existen incentivos diferentes para accionistas que para administradores dentro de una corporación y no es posible soslayar ésta realidad. Creemos que la visión de esos dos grupos de poder en las corporaciones no ha cambiado en al menos tres siglos. Lo que se ha venido haciendo ahora es compartir capital a grupos selectos de administradores, referenciado a los retornos que su productividad y eficiencia logren a favor de los accionistas, combinado con esquemas de remuneración más racionales bajo esquemas de productividad y metas. El problema es que estos incentivos aun no logran permear hacia los estratos más sensibles de las corporaciones y se rezagan en el grupo de gestores identificado como "clave" o bien en los dos o tres primeros niveles de las organizaciones. En cuanto al largo y corto plazo, considero que lo más importante es dar sostenibilidad en el tiempo a las corporaciones. El término sostenibilidad ha sido poco utilizado, pero seguro escucharemos hablar de él con más frecuencia. El Diccionario de la Real Academia Española, define la palabra *sostenible*.

"…1. adj. Dicho de un proceso que puede mantenerse por sí mismo, como lo hace, p. ej., un desarrollo económico sin ayuda exterior ni merma de los recursos existentes..."

Por lo tanto la palabra sostenibilidad refiere a la cualidad de sostenible. En ese orden de ideas, el modelo financiero no puede olvidar la necesidad de mantener empresas sostenibles en el tiempo, que por supuesto abarca a la sustentabilidad, que es otro concepto en el que no entraré, por no ser tema de este trabajo.

Hasta aquí, hemos recorrido, algunos aspectos de la decisión de convertirse en emisor del mercado de valores y el primer asomo sobre una realidad que se presenta en países como el nuestro en donde un altísimo porcentaje de las empresas existentes son familiares o concentradoras de decisiones y de poder, que dificultan el entendimiento claro de las estructuras formales de la sociedad anónima, simplemente porque las decisiones en esas empresas las toma regularmente una persona.

Por esa razón se incorporaron a la Ley del Mercado de Valores figuras societarias para hacer menos doloroso el trance entre una sociedad anónima y otra sociedad anónima bursátil.

El legislador construyó un camino para aquellas sociedades que desearan ser emisoras del mercado de valores, el cual fue trazado generando modalidades como la sociedad anónima promotora de inversión y la sociedad promotora de inversión bursátil, concluyendo el entramado en una sociedad anónima bursátil.

Como consideraciones generales sobre el marco jurídico de las emisoras y sobre la realidad operativa de las sociedades cotizadas, el Derecho del Mercado de Valores comprende el conjunto de normas que regulan las instituciones intervinientes en este mercado, los activos propios del mismo y las operaciones que se desarrollan en él. Uno de los elementos integrantes de su estudio ha de ser, por lo tanto, el régimen jurídico de la sociedad anónima cotizada en su carácter de emisora

El Derecho del Mercado de Valores trata de configurar ciertos tipos societarios, para reconocer la existencia y características propias, así como un régimen jurídico específico para la sociedad anónima cotizada o pública.

En éste esfuerzo, se pone de manifiesto la vinculación especial que tiene lugar entre el Derecho del Mercado de Valores y el Derecho de Sociedades, por cuanto son de aplicación supletoria tanto las normas generales de la sociedad anónima como las normas propias del mercado de valores que se fueron imponiendo a las sociedades cotizadas.

Una sociedad emisora en el mercado de valores, es decir, una sociedad cuyas acciones u otros valores son objeto de compraventa en un mercado público debe cumplir con carácter previo a la admisión con una relación de requisitos a través de los cuales se pretende determinar su capacidad mínima o básica para ser presentada ante todas las personas intervinientes en el mercado de valores.

Cumplidos tales requisitos, queda sometida a todo el bagaje regulatorio del mercado de valores y a una serie de obligaciones que afectan a la propia sociedad y/o a los administradores y directivos de la misma, y en general, a las personas que se relacionen con ella.

Han sido muchas las explicaciones que a lo largo de éste trabajo se han comentado sobre la necesidad de una normativa especial para las emisoras del mercado de valores. Las causas encuentran significación en la normativa por las siguientes razones:

a) En esa empresa se manejará ahorro público. A diferencia del ahorro privado, en que el prestamista o cedente de los fondos se encuentra en una situación tal que le permite desarrollar una relación directa, equilibrada, pactando condiciones de reciprocidad específicas, obtener información del solicitante de tales recursos, mientras que el público ahorrador no dispone de tal fuerza, debiendo basar su análisis con la información del emisor, es decir, del solicitante de fondos, precisamente en los elementos informativos que éste ha facilitado en base a la legislación vigente.

b) Las sociedades emisoras, a diferencia del adquiriente de valores sin cotización o en mercados extrabursátiles, que de una u otra forma accede con

carácter previo a determinados datos de la sociedad, ya sean proporcionados por ésta o por el vendedor, y cuya adquisición de tales valores viene precedida de una serie de negociaciones directas. Por su parte, el comprador de valores cotizados no tiene acceso a informaciones directas sobre la sociedad emisora, ni por parte de ésta ni por parte del vendedor, al que desconoce, y con el cual no han existido negociaciones directas, sino a través de un intermediario y mediante técnicas de negociación estandarizadas.

Un aspecto relevante que proporciona cierta confianza al ahorrador-inversionista es el trabajo de supervisión inspección y vigilancia que ejerce la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, sobre el emisor que a su vez permite que un ahorrador se forme un juicio sobre el comportamiento económico de tal sociedad sobre la inversión que se les propone. Tales mercados se basan en la confianza de inversores y ahorradores sobre el correcto funcionamiento, de forma que este principio, se convierte en un bien que necesita protección jurídica.

De todo lo anterior, puede deducirse un principio general de responsabilidad de las sociedades emisoras de valores respecto de la información por ellas facilitada, en la medida que se difundan datos falsos o erróneos o no se emitan información que deberían haberse difundido en el mercado. En los mismos términos, surge un principio de responsabilidad para cualquier persona que incumpla la normativa específica en materia bursátil o en general, realice actuaciones contrarias al correcto funcionamiento del mercado. Este principio de responsabilidad, debe tener límites justificados, por cuanto el ahorrador que efectúa una operación en el mercado de valores debe ser consciente de la operación que realiza, de su significado y del riesgo que es característico a tal operación. No puede llegarse a una situación general en que el riesgo propio del ahorrador se eluda, por la intervención de la bolsa de valores ni ninguna otra persona que interviene en el mercado de valores.

Considerando a las sociedades anónimas bursátiles emisoras de capital, tienen como característica esencial la diversidad de los intereses de los accionistas. Es posible que se mantenga el concepto de fin común propio de cualquier sociedad, consistente en la obtención de beneficios elevados pues, ya

por vía de dividendos o por vía de precio, afecta favorablemente a todos los accionistas, pero de todas maneras, los intereses individuales de éstos son radicalmente distintos:

- El accionista de control, que domina los órganos sociales.
- El accionista de participación significativa, que tiene acceso a los órganos sociales, aunque de forma minoritaria, pero generalmente en el marco de acuerdos amistosos con el accionista de control.
- Los accionistas minoritarios o puramente inversores, entre los que cabe distinguir, a su vez:
  - Accionistas de ahorro, con cierto ánimo de estabilidad en su inversión, para quién el dividendo tiene un interés determinado.
  - Accionistas-especulativos, cuyo ánimo es realizar compras y ventas en períodos muy cortos y para quién el dividendo tiene interés reducido, pues su objetivo especulador vendrá dado por el precio de venta.

El derecho de voto, que en el esquema tradicional y democrático de la sociedad anónima, ocupaba un puesto central y, por ello, surgía su carácter de derecho fundamental, innegable y estrictamente proporcional, no se ve correspondido en su ejercicio con dichos postulados. Por ello, surgen tanto mecanismos que pretenden de alguna manera solucionar dicho problema, como un sistema distinto de representaciones para el derecho de voto, como sucede en el *"proxy"* norteamericano o nuevos activos como las acciones sin voto, que son reconocimientos expresos de las deficiencias prácticas del esquema tradicional.

La asamblea general de accionistas de la empresa pública ya no constituye de *facto* el órgano supremo de la sociedad, ni tan siquiera es un instrumento suficiente de control de la actuación de los administradores. En buena medida, el medio de control de los administradores surge con los comités de auditoría y prácticas societarias y los consejos de vigilancia en algunos países europeos. La sociedad emisora amplía sus posibilidades de financiamiento debido a tal

circunstancia. La función fundamental del mercado de valores como vimos, en sentido económico es la de financiamiento, por cuanto se facilita la captación de capital, la emisión de valores de renta fija y bursatilizaciones de activos.

La Ley del Mercado de Valores ha diseñado el marco jurídico de las emisoras obviamente haciendo énfasis en las sociedades anónimas bursátiles, quienes se encuentran sujetas a las disposiciones contenidas en leyes especiales del sistema financiero y ciertas disposiciones secundarias y de carácter administrativo emitidas conforme a dichas leyes.

Los artículos 22 y 48 a 57 de la Ley del Mercado de Valores, contemplan importantes derechos para los accionistas de las sociedades cotizadas, así como la integración y funcionamiento de los órganos sociales.

La Ley del Mercado de Valores, redefinió muchas de las funciones de los órganos sociales, las responsabilidades de los consejeros, directivos y auditores externos, la agrupación de sociedades que se crean con propósitos varios.

Se estableció como principio rector el de la consolidación tanto corporativa como contable. Sin duda los comités de auditoría y prácticas societarias fueron de las aportaciones más importantes al igual que el nuevo rol de los auditores externos.

Podemos decir que la Ley del Mercado de Valores es el compendio que aglutina y establece los requisitos que deben cumplir las sociedades, para emitir títulos valor y participar en el mercado de valores, concediendo a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores facultades especiales para autorizar ofertas, suspender o cancelar el registro de dichos valores, la regulación sobre el uso de información privilegiada, requerimientos y revelación de información y se le otorga de manera conjunta con la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros facultades de tutela y protección al público inversionista.

Capítulo V

Gobierno Corporativo

V.I Antecedentes del Gobierno Corporativo
V.II Teoría de la Agencia
V.III Gobierno Corporativo
V.IV Sistema Inglés de Gobierno Corporativo
V.V Sistema Alemán de Gobierno Corporativo
V.VI Sistema Italiano de Gobierno Corporativo
V.VII Sistema Francés de Gobierno Corporativo
V.VIII Sistema de los Estados Unidos de América de Gobierno Corporativo
V.IX Sistema Español de Gobierno Corporativo
V.X La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
V.XI Sistema Mexicano de Gobierno Corporativo
V.XII Resumen

V.I. Antecedentes del Gobierno Corporativo

El gobierno de las sociedades anónimas y las que regula la Ley del Mercado de Valores en México, está integrado regularmente por la asamblea de accionistas, el consejo de administración, los comités de apoyo y la alta dirección. A medida que las empresas crecen y se van convirtiendo en organizaciones más complejas, los propietarios o accionistas delegan las funciones de gestión en un grupo reducido de personas, que se conoce como consejo de administración y este último a su vez, confía a la alta dirección las funciones propias del día a día de la empresa.

Históricamente, la organización formal de lo que hoy se conoce como el consejo de administración de las sociedades anónimas, comenzó en el siglo XVII, con el nacimiento de las primeras fusiones entre compañías inglesas del este de la India y sus competidoras holandesas de quienes ya comentamos en capítulos anteriores. El consejo de administración en sus inicios estaba formado por personas elegidas por los propietarios de la compañía, contando con poderes de

administración universales, independientemente de desarrollar la estrategia del negocio.

La investigación moderna sobre el gobierno corporativo como mencionamos inició con los estudios de Berle y Means en 1932, quienes profundizaron en el estudio sobre el gobierno de las empresas en las que la propiedad y la gestión estaban separadas. Sin embargo, el término "gobierno corporativo" no se estableció de manera formal, sino hasta la década de los ochenta. Varios autores mencionan a Luigi Zingales, economista italiano y Doctor en Economía por el Instituto Tecnológico de Massachusetts, como la persona que en los años ochenta definió mejor el término, que apareció en el *The New Palgrave Dictionary of Economics an the Law, Stockton Press, London,* 1998, quien señala que el "*corporate governance"* es el conjunto complejo de restricciones que modelan la forma de las negociaciones respecto de las cuasi-rentas generadas por la firma.[159]

En la definición anterior, la distribución de la propiedad, la estructura de capital, los planes de incentivos del *management*, los *takeovers,* el rol del directorio, la presión de los inversores institucionales, el mercado de productos y trabajo, la estructura de la organización, entre otros, son todos tópicos que pueden verse como instituciones que impactan las *cuasi-rentas* y su distribución y que existen precisamente por el paradigma de los "contratos incompletos" y por la imposibilidad de establecer mecanismos que *"ex-ante"* permitan una negociación entre los *stakeholders* para una distribución eficiente de la renta generada por la firma.[160]

Como consecuencia de la separación entre los accionistas que son los propietarios de la sociedad mercantil, el consejo de administración y los directivos que deciden sobre su gestión, pueden surgir los llamados conflictos de interés que han dado lugar a diversas teorías sobre el gobierno corporativo. Las principales son la teoría de agencia y la teoría de los interesados o *stakeholders*.

La teoría de agencia parte de la concepción clásica de la empresa en la que el gobierno corporativo gestiona la compañía con el objetivo único de obtener la

[159] *Ibidem.,* p. 213.
[160] *Idem.*

maximización de los beneficios para el accionista. Sin embargo, hoy en día esta teoría está superada, ya que se persiguen objetivos más amplios como el incluir a otros interesados en la sostenibilidad y permanencia de la empresa, incluyendo la responsabilidad social.

En contraste, la teoría de los interesados se basa en la maximización del bienestar de todos los que participan en la empresa, como los empleados, clientes, proveedores, entre otros. Aunque los accionistas son uno de los grupos más importantes y los beneficios económicos pretendidos son necesarios para la supervivencia de la empresa, su obtención es más una consecuencia, que la misión última de las corporaciones.

Somos de la idea de que no existe un único modelo de gobierno corporativo que pueda aplicarse de manera universal, ya que éste gobierno se configura teniendo en cuenta la situación política, cultural, social, jurídica y económica del país en el que se ubica la empresa. Además, aunque su base principal se mantenga a lo largo del tiempo, el gobierno corporativo también evoluciona con la propia empresa y las circunstancias que la rodean.

Desde los años cuarenta han surgido diferentes informes y códigos sobre el buen gobierno de las empresas, centrados especialmente en fortalecer el consejo de administración y como consecuencia, mejorar la gestión de las compañías. Sus recomendaciones, contrastadas con la experiencia de varias empresas, intentan ayudar a alcanzar un gobierno eficaz. El siguiente cuadro muestra algunos de los informes más significativos publicados en Estados Unidos y en Europa. [161]

[161] Ojer, Teresa, “El Papel del Gobierno Corporativo en la Buena Gestión de las Empresas Públicas de Televisión: el caso de RTVE” artículo de la *Revista Análisis de la Universidad de San Jorge,* Facultad de Comunicación, no. 43, 2011, Zaragoza, España, 2011, pp. 59-71.
En http://ddd.uab.cat/pub/analisi/02112175n43/02112175n43p59.pdf Consultada el 14 de Agosto de 2013.

Principales documentos sobre el buen gobierno corporativo

Año	D o c u m e n t o
1940	Informe SEC (Securities and Exchange Commission) y NYSE (New York Stock Exchange) (Estados Unidos)
1973	Informe SEC (Estados Unidos)
1977	Informe NYSE (Estados Unidos)
1977	Foreign Corrupt Practices Act (Estados Unidos)
1987	Comisión Treadway (Estados Unidos)
1992	Informe COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) (Estados Unidos)
1992	Informe Cadbury (Reino Unido)
1995	Informe Viénot (Francia)
1995	Informe Greenbury (Reino Unido)
1996	Informe del Círculo de Empresarios de España
1997	*Audit Committees: A Study in European Corporate Governance* (Price Waterhouse and The Community of European Management Schools)
1998	Informe Hampel (Reino Unido)
1998	Informe de la Comisión Olivencia (España)
1999	Informe Turnbull (Reino Unido)
1999	Informe Ribbon (Estados Unidos)
1999	Principios de Gobierno Corporativo OECD (Organization for Economic Cooperation and Development)
2002	Ley Sarbanes-Oxley (Estados Unidos)
2002	Informe Boston (Francia)
2002	Ley Financiera (España)
2002	Informe Winter (Comisión Europea)
2003	Informe de la Comisión Aldama (España)
2003	Ley de Transparencia (España)
2003	Informe Smith (Reino Unido)
2005	Principios de Gobierno Corporativo OECD
2006	Informe del Círculo de Empresarios de España

Hemos considerado pertinente combinar nuestro análisis jurídico del tema, con lo que consideramos su origen, que es el campo de la economía. La mayoría de las personas que hoy en día participan en aspectos relativos a gobierno corporativo, piensan que este concepto surge a partir de la problemática generada por las empresas Enron, Worldcom y Parmalat, en los Estado Unidos de América a principios del presente milenio, lo cual consideramos que no es exacto.

Por otro lado, varios autores que tratan con profundidad el tema, coinciden en que la idea y concepto de gobierno corporativo, tiene su origen en los años

treinta, en específico en 1932, año en el que se publicó por primera vez la obra de los profesores Adolf A. Berle y Gardiner C. Means *"The Modern Corporation & Private Property",* como el momento en la historia donde surge el entonces novedoso concepto de gobierno corporativo tal y como lo concebimos ahora. En la obra original sostienen los autores que el verdadero poder de las grandes corporaciones estadunidenses se hallaba en sus administradores más que en sus accionistas; éstos últimos quienes formalmente eran los dueños, tenían muy poca relación con las decisiones de gobierno corporativo, al menos, así se ha identificado dentro de las doscientas empresas más importantes de EEUU, que controlaban prácticamente casi toda la vida económica de ese país.

En la décima edición de la obra citada en el párrafo anterior publicada en 2009, aparece una nota de Gardiner Means de 1967, escrita 35 años después de la primera edición, donde refiere el autor que su obra ha soportado bien los embates que recibió, y en la que señala con estadísticas agregadas al apéndice, datos sobre los temas de propiedad y control de las principales empresas de los Estados Unidos de América, que confirman lo que originalmente se había escrito.[162]

Para noviembre de 1937, Ronald Coase escribió un artículo para la revista de la *London School of Economics* denominada "Económica", el cual tituló *"The Nature of the Firm",* en el que aborda diversos temas, destacando, entre otros, un análisis que hace de las fallas del mercado, lo que han denominado otros economistas como el "Teorema de Coase".

En el referido artículo básicamente analiza la razón del por qué los factores productivos se agrupan en empresas en la búsqueda de optimización de costos originando la pérdida de su independencia que en forma aislada tienen. Señala que las causas hay que buscarlas en los ahorros de costos que permiten la integración de todos los factores internos y externos de las empresas.

[162] Berle, Adolf & Means, Gardiner, *The Modern Corporation & Private Property*, Transaction Publishers, New Brunswick (USA) ad London (U.K.) Tenth printing, 2009, p. XLI.

La existencia de costos de transacción en el proceso de intercambio puede demostrar la conveniencia de abandonar el mercado en algunas actividades, integrándolas en una empresa.

De este modo, Coase sostiene que los factores productivos originan la "contratación" de algunas actividades a través de otras empresas en la medida que los costos que dicha contratación involucra, sean menores que los costos de transacción al realizar la actividad "individualmente". De este modo arriba a una de sus conclusiones en el sentido de que la naturaleza de la empresa está ligada a la existencia de costos de transacción en el mercado.[163]

Otra de las conclusiones del trabajo de Coase, señala Harald Beyer, es que cuando los derechos de propiedad no están bien definidos, los recursos no son aprovechados eficazmente; como son los recursos naturales y del medio ambiente, por ejemplo, que no son bien administrados porque los derechos sobre su uso no han sido debidamente precisados.

Su trabajo tuvo como motivación fundamental extender el campo de la economía al análisis de las instituciones y de las leyes. Coase reconoce una nueva esfera de estudio conocida como la "Economía de la Ley" y después como el "Análisis Económico del Derecho", de la que Coase fue un líder indiscutido. Esta disciplina ha sido definida como la aplicación de la teoría económica, principalmente la teoría de precios, para examinar la formación, estructura, proceso e impacto que tienen la ley y las instituciones legales.[164]

En su artículo Coase, para estructurar su teoría cita al economista Arthur Salter, quien sostiene que el sistema económico normal, funciona por sí mismo, debido a que su operación actual no está bajo ningún control central, es decir no necesita vigilancia. En toda la gama de actividades y necesidades humanas, la oferta se ajusta a la demanda y la producción al consumo por un proceso que es

[163] Coase, Ronald, "Naturaleza de la Empresa" tomado de *Lecturas de Microeconomía y Economía Industrial,* Editado por Manuel Ahijado Quintillán y José Andrés Fernández Cornejo, Pirámide, Madrid, 1998, pp. 558 y ss. En http://es.scribd.com/doc/66575887/Coase-1937-La-Naturaleza-de-La-Empresa Consultada el 8 de julio de 2013.

[164] Beyer, Harald, "Ronald H Coase y su Contribución a la Teoría de la Economía y del Derecho", *Ensayo del Centro Estudios Públicos*, Escuela de Economía y Administración, Universidad de Chile no. 45, 1992,
En http://www.lcuc.cl/documentos_down/estudios_publicos/(18)EstudiosPublicosN45,C,1992.pdf
Consultada el 8 de julio de 2013.

automático elástico y sensible. El economista ve el sistema económico como algo coordinado por el mecanismo de precios en el que la sociedad se convierte no en una organización, sino en un organismo.

Dice Coase que esta teoría es incompleta, asume que la dirección de recursos depende directamente del mecanismo de precios. De hecho es considerado como una objeción a la planeación económica que trata de hacer lo que ya está hecho por el mecanismo de precios. Señala que la planeación económica, es algo distinto a la planeación individual que menciona Salter. La planeación económica es más integral y más completa.

Refiriéndose a la empresa que es la organización y que se erige como el cuarto factor de la producción, se pregunta ¿cuál es la razón de que los economistas consideran que la coordinación de la organización económica denominada empresa se desarrolla por medio del mecanismo de precios? ¿Por qué es necesaria la organización? ¿Por qué existen éstas islas de poder consciente? Fuera de la empresa, los movimientos de precios dirigen la producción, ésta es coordinada mediante una serie de transacciones de intercambio en el mercado que son la finalidad de su existencia.

Considerando el mecanismo de precios como instrumento coordinador, los economistas también admiten la función coordinadora del empresario, quien dirige normalmente la producción y está atento a su entorno para desplegar las actividades estrictamente necesarias que requiere el mercado, por lo que entonces es importante preguntar ¿por qué la coordinación es el mecanismo de precios en un caso y el trabajo del empresario en otro?

Esta pregunta se la hace Ronald Coase y la explica como sigue:

> *"…La operación de un mercado cuesta y si se forma una organización y se deja que cierta autoridad (un empresario) dirija los recursos, ciertos costos de mercado se ahorran. El empresario debe llevar esta función a menor costo, tomando en cuenta que él puede obtener los factores de la producción a menor costo que las transacciones del*

mercado que él reemplaza, porque siempre es posible revertir al mercado abierto si fracasa..." [165]

Las particularidades y enfoques principales de esta forma de ver a la empresa por parte de Ronald Coase, pueden resumirse en su visión economicista e individualista y la plena vigencia del individualismo de su época. Así, cobran relevancia las transacciones formales e informales que surgen de la interacción de los agentes económicos, soslayando en buena medida a las instituciones sociales como objeto de estudio. Puede afirmarse concretamente que existe una preeminencia de la acción individual por sobre la institución social, por lo que en el eje de su análisis es ineludiblemente la conducta individual.

Como sucede en todo, las hipótesis y teorías de Coase, que le llevaron a ganar el Nobel de Economía en 1991, siendo abogado, han sido muy criticadas y superadas, ya que no resistieron su aplicación en empresas grandes, pero sin duda generaron al menos una forma distinta de ver a la empresa y sobre todo al empresario, quien paga por organizar y controlar los factores de la producción, distribuyendo recursos haciendo uso del mecanismo de precios, según su idea, mediante el manejo de transacciones internas y externas de la empresa que optimicen o neutralicen costos.

En México uno de los estudiosos del análisis económico del Derecho es el Ministro José Ramón Cosío Díaz, quien en su obra Derecho y Análisis Económico, claramente en la parte introductoria señala que al iniciarse la expansión imperialista de la economía, el Derecho ocupó uno de los principales campos de actividad. Refiere que la relación Economía-Derecho desde el punto de vista real y científico, siempre se ha dado y la tarea ahora a la luz de diversos acontecimientos suscitados entre los años cincuenta y setenta era introducir conceptos microeconómicos al Derecho, ya que al analizar conductas individuales desde la perspectiva de la economía, también habría que analizarlas como conductas jurídicas.

[165] Coase, Ronald, *op. cit.,* pp. 562-563.

El Doctor Cosío Díaz, refrenda en su nota introductoria lo que Harald Beyer comenta en relación al papel de las Universidades de los Estados Unidos de América, lo que se ha dado en denominar *"Law and Economics"* como una corriente ideológica para analizar el Derecho.

Dice el Profesor Harald Beyer:

> *"…El interés creciente en esta disciplina puede asociarse, aunque no únicamente, a las publicaciones de un grupo de profesores de las Facultades de Derecho y de Economía de la Universidad de Chicago. Si bien no es fácil definir el pensamiento de la "Escuela de Chicago", podríamos afirmar que, a grandes rasgos, se caracteriza por atribuirle un gran poder explicatorio, en todos los campos de la vida humana, al análisis microeconómico.*
>
> *…*
>
> *Metodológicamente, ésta (la microeconomía) se traduce en aplicar a todas las actividades humanas el supuesto de comportamiento racional maximizador, de modo de establecer proposiciones de validez empíricas sobre la forma cómo reaccionarán los individuos frente a cambios en su entorno, elaborando a partir de estos antecedentes propuestas de reforma legal, basadas en el criterio de eficiencia económica..."* [166]

El Doctor Cosío Díaz, comenta que en los puntos de justificación del movimiento, se dio lugar a la idea de que tal metodología sólo era aplicable a los órdenes jurídicos con características normativas y teóricas, semejantes a los estadounidenses y se dudó de que en los países con tradición romanista fuera posible esa aplicación. La realidad es que después del escepticismo materializado por la indiferencia, desprecio y una supuesta imposibilidad, se ha pasado a la aceptación eufórica y poco critica.[167]

---

[166] Beyer, Harald*, op. cit.,* p. 3.

[167] Cosío Díaz, José Ramón, *Derecho y Análisis Económico,* Fondo de Cultura Económica y el Instituto Tecnológico Autónomo de México, 3ª reimpr., México, 2010, pp. 14-15.

Derivado del punto de vista anterior, nos encontramos en total acuerdo con el Doctor Cosío, considerando que se han magnificado y llevado al extremo de la mala copia y adaptación forzada figuras jurídicas, sistemas, criterios y modelos que no han abonado en favor del desarrollo del Derecho en México, por el contrario en algunos casos parecería que hemos retrocedido. Un ejemplo claro de lo que afirmamos es la institución del fideicomiso.

No podemos olvidar que a inicios de la tercera década del siglo XX, las principales universidades de los Estados Unidos de América y las de la Gran Bretaña comienzan a desplazar los enfoques institucionalistas tradicionales de la economía y de las agendas de investigación. El auge del positivismo de la ciencia permitió a los economistas ortodoxos generar los consensos académicos que se orientaron hacia la minimización de las capacidades para generar soluciones a ciertos problemas, al tiempo de que originaron una fuerte crítica por la escasa capacidad de propiciar el conocimiento científico generalizable, que al final es lo que buscaban, para permear en el mundo la forma en que a ellos les gusta hacer negocios.

No fue fortuita la apertura de sus universidades a los nacionales de los países en donde deseaban hacer negocios; en todo ello subyace un nuevo institucionalismo contractual que desplaza al institucionalismo tradicional.

Así, es necesario explicar cómo se concibe y analiza el Derecho desde el punto de vista económico y por otra parte como se valora la comprensión de las acciones que se pudieran cumplir.

Las características funcionales del Derecho y la jurisprudencia en los Estados Unidos de América, se sustentan sobre principios de precedentes, con objeto de tener mejor predicción sobre cómo se resolverán los asuntos futuros y resulta de utilidad fundamental para la metodología de solución que nos proporciona el *Law and Economics.* Esto no necesariamente es lo que subyace en los recintos de impartición de justicia en donde el arbitrio judicial aun juega un papel muy importante al menos en el sistema jurídico mexicano.

El Doctor José Ramón Cosío en el capítulo VI de su obra, que denomina “Análisis Económico del Derecho”, alude al autor Richard Posner, para quien el

análisis económico del Derecho tiene dos ramas: la que se ocupa de las leyes que regulan la operación de los mercados y las que analizan las normas ajenas al mercado, y cita lo siguiente:

> *"…Posner, busca precisar los términos, "valor", "utilidad y "eficiencia" evidentemente desde una perspectiva económica y acepta que la abstracción y carencia de realismo no son en sí elementos determinantes de las hipótesis, pero si son elementos determinantes de su validación..."* [168]

Continúa refiriéndose a las ideas de Posner que:

> *"…como en el mercado, la ley, especialmente en el common law, usa precios y costos de oportunidad para maximizar su eficiencia..."* [169]

Concluye el Doctor Cosío, señalando que tenemos por una parte al Derecho como un conjunto de normas que a la luz de algunas corrientes del pensamiento jurídico, su estudio se lleva a cabo con un enfoque dogmático y por otra parte la "…*Economía que es una disciplina empírica que tiene por objeto el estudio de las conductas económicas, por lo que no sería posible realizar un análisis económico del Derecho…*"[170] Considerando esa dualidad, podemos afirmar que el análisis económico del Derecho no constituye un análisis de tipo normativo, sino un método para analizar aquellas conductas humanas que de algún modo se encuentren relacionadas con el Derecho. En ese orden de ideas, la función de las normas jurídicas en el análisis económico del Derecho posibilita la determinación de las condiciones o ámbitos en que habrá de llevarse a cabo la maximización de los beneficios en su aplicación, así como de aquellas condiciones que deberán ser tomadas en cuenta para validar las hipótesis." [171]

---

[168] *Ibídem*., p.227.
[169] *Idem*.
[170] *Ibidem.,* p.228.
[171] *Ibidem*., pp. 230-231.

Podemos observar como Posner, sin duda sigue las mismas ideas que motivaron a Coase, mismas que se encuentran insertas en su artículo *"The Nature of the Firm"* que derivan ahora en la corriente del pensamiento denominada "Análisis Económico del Derecho".

Con los comentarios ya mencionados, parece que el desarrollo del gobierno corporativo obedece básicamente al enfoque y sesgo derivado de las corrientes del pensamiento del Derecho y de la Economía anglosajona, llevándonos a lugares o conceptos comunes como lo son los costos de transacción, propiedad de los accionistas, costos de agencia, control, creación de valor, utilidad, oportunidad, entre otros.

Sin embargo, todas las ideas mencionadas, las entendemos como una reacción de los países anglosajones quienes han deseado y han buscado afanosamente lo que debe ser el gobierno corporativo en beneficio y para la protección fundamentalmente de sus intereses y del desarrollo de su mercado de capitales, más que como ideas innovadoras de desarrollo y fortalecimiento del gobierno de la empresa.

Sustenta nuestro argumento el modelo societario italiano, cuyas empresas después de la Segunda Guerra Mundial tuvieron que enfrentar grandes dificultades para obtener canales de financiamiento adecuado y oportuno y en consecuencia, tomaban fondos de los bancos estatales u obtenían recursos gracias a aportes adicionales de los grupos controlantes que les permitieron desarrollar básicamente empresas familiares. Japón alcanzó la paz industrial después de la Segunda Guerra Mundial con promesas de empleo de por vida a los empleados de sus empresas y del propio gobierno. Alemania diseño la codeterminación laboral en sus órganos colegiados. Francia ha tenido una participación estatal robusta en la vida empresaria, además de que han tenido la mayor participación de los empleados en la solución de situaciones conflictivas. España, también consolidó las bases de sus esquemas con una participación estatal importante.

Cada país buscó en su momento de manera individual el modelo que las circunstancias y las corrientes del pensamiento económico y jurídico

prevalecientes que les parecieron adecuados. En un ambiente de cambio, algunos han aceptado el modelo anglosajón, otros se resisten y han mantenido sus modelos, los menos, han mantenido parte de sus modelos originales y han aceptado algunos cambios.

Surgieron así modelos varios para abordar el tema del gobierno de las corporaciones, que debemos reconocer han ido asemejándose en el tiempo al modelo anglosajón en donde hay una visión con un enfoque económico – jurídico del tema muy marcado.

V.II. Teoría de la Agencia

Dentro de los participantes, agentes o gestores tradicionales de la empresa, se encuentra el accionista o principal –como le llaman algunos-, los consejos de administración, los directivos, los empleados, los proveedores, los acreedores, arrendadores, clientes y una infinidad de participantes que obtienen beneficios económicos, políticos, sociales y de toda índole, que en su conjunto conforman la agencia.

En el caso que nos ocupa, la agencia es el organismo donde confluyen todos los interesados que participan en un objetivo común de todo tipo de producción destinada al mercado.

La Teoría de la Agencia, señala que cualquier práctica que afecte la transparencia del mercado genera un costo de agencia, entendiéndose como tal, el aprovechamiento ilegítimo de beneficios por parte de un determinado grupo de control, los gestores o cualquier parte relacionada con la empresa o con la administración en forma directa o indirecta.

Las primeras explicaciones sobre el origen de las ineficiencias empresariales o corporativas que dan lugar a la separación entre propiedad y control, comparten muchas hipótesis de trabajo con la teoría de la organización, el comportamiento organizativo y la dirección estratégica.

Una explicación sencilla puede darse como sigue: La actividad productiva necesita de manera recurrente recursos financieros por largo tiempo o largos periodos. A esa aportación comúnmente la llamamos inversión, por lo que a quien

hace la aportación lo denominamos inversionista, quien asume el riesgo de la actividad productiva y su retorno es el más incierto ya que se expone a un sinfín de obstáculos y problemas insospechados, pero por asumir ese riesgo, al inversionista se le atribuye la propiedad de la empresa que abarca tangibles e intangibles y es también quien decide en primera instancia sobre la asignación de recursos en la actividad que pacta con los otros propietarios de la empresa, como lo son los trabajadores, proveedores, clientes y sociedad en general, básicamente.

En la empresa pequeña no existe éste problema, pero cuando el número de inversionistas es grande no es fácil articular los mecanismos eficaces para administrar y tomar decisiones cotidianas, además de que en muchos casos no gozan de las cualificaciones o especialidades necesarias para desempeñar la función de dirección, gestión y supervisión diaria, que delega en terceros y cada participe se mueve en función de los costos de oportunidad que surgen a diario.

Nacen así los contratos entre los participantes financieros y los participantes que deciden sobre la utilización de los recursos. A lo que existe alrededor del uso eficiente de esos recursos se le ha denominado el problema de la agencia o la teoría de la agencia.

Así por ejemplo, el elevado grado de concurrencia con la teoría de los costos de transacción ha propiciado que algunos autores confundan la teoría de la agencia con los argumentos que se enfocan al fracaso del mercado. Se destaca que la teoría de la agencia no explica por qué existen las empresas como alternativa a los mercados, sino cómo a través de las relaciones contractuales las fuerzas del mercado afectan a las empresas. Sobre éste punto conviene analizar algunos conceptos.

La empresa es una ficción legal que sirve de nexo para reunir un conjunto de relaciones contractuales entre los propietarios del capital y terceros involucrados con los factores de la producción.

Los directivos de una empresa regularmente son asalariados, a la vez que fungen como agente de los accionistas para cumplir con su objeto social. Los accionistas son los propietarios de la sociedad. A los directivos se les contrata para que procuren y defiendan los intereses de los accionistas. Esto es, la

maximización del valor de la empresa o valor de mercado de sus acciones y no los intereses de los propios accionistas. Esto al menos, es el deber ser.

Pero la actuación de los directivos no siempre se dirige en la dirección que conviene a los intereses de los accionistas. El principal objetivo de los accionistas es maximizar el beneficio por acción o lo que es equivalente, a que el valor de mercado de sus acciones sea el mayor posible.

Por otra parte, la satisfacción de los directivos se encuentra directamente relacionada con el tamaño y la tasa de crecimiento de la empresa, por razones de poder, prestigio, mayores salarios, prestaciones y beneficios, entre otras.

Entonces, la dirección de la empresa se encuentra presionada por esas dos fuerzas de sentido contrario a la hora de decidir el reparto de los beneficios que genera la empresa.

Como señalamos, estas fuerzas influyen por un lado desde el punto de vista de la satisfacción de los accionistas que pretenden el incremento del valor de sus acciones; por otro lado, desde el punto de vista de los intereses de los directivos, cuanto mayor sea ese beneficio de los accionistas, menor será la parte del beneficio que se acumula a las reservas de autofinanciamiento o financiamiento interno, cercenando de este modo las posibilidades de crecimiento de la empresa. Al incrementar los dividendos y consiguientemente el precio de las acciones se facilita el acceso al financiamiento externo de la empresa mediante la emisión de nuevas acciones (aumento de capital), pero ello también incrementa el peligro de tomas de control desde el exterior. Esto desincentiva al grupo directivo, ya que inclusive su estabilidad laboral se ve amenazada. Como consecuencia todo lo que signifique manejo de información sensible se administra de manera diferente durante una situación de amenaza que ante una situación de estabilidad y por lo tanto de libertad.

En ese sentido, no podemos desconocer la relación del grupo de accionistas-gestores de la sociedad, que es uno de los más antiguos y comunes modos de interacción societaria que se conocen. Por eso, una relación de agencia entre dos individuos existe siempre que el agente es autorizado por el

accionariado a suscribir, modificar o cancelar contratos con terceros que afectan su esfera jurídica.

Se considera que una relación de agencia involucra también acciones de beneficio recíprocos y se define a través de conductas o acciones determinadas y plasmadas de manera explícita en un contrato.

Cada uno de los sujetos de una relación de agencia tiene sus propios intereses y ambos son maximizadores de utilidad. El problema del accionariado es ver si existe algún sistema de recompensas para que el agente de que se trate, produzca una solución eficiente en cualquier par de funciones de utilidad, tanto para el agente como para el accionariado.

Ante la dificultad de los accionistas para reducir esos riesgos, se han identificado algunos costos en los que se puede incurrir, para reducir las desviaciones en el comportamiento del agente con respecto a lo establecido en los contratos que los economistas llaman incompletos, incorporando en ellos un sistema de incentivos debidamente alineados incurriendo en los denominados costos de agencia, entre los que cabe distinguir en un esfuerzo de síntesis, tres grupos que son los siguientes:

1) Costos en que incurre el accionariado por la elaboración y formalización de contratos para regular la conducta de los gestores o agentes, con la finalidad de que las divergencias entre lo realizado por el agente y lo deseado o esperado por los accionistas, sean los menos, en la medida de lo posible por (costos de control);
2) Costos en que incurre el gestor para garantizar al accionista que en su actuación no va a desviarse de lo acordado o bien los costos en que incurre el accionariado por la supervisión de los gestores (costos de garantía);
3) Costos que se materializan en la pérdida que al accionista puede causarle el gestor o agente, derivada de las decisiones adoptadas por ellos que no tomarían si estuvieran en su lugar, también llamada pérdida residual (costo o pérdida residual).

Los contratos generalmente incorporan delegación de autoridad de forma que el agente toma ciertas decisiones en nombre del accionista o principal del contrato. En este contexto, el objetivo básico de esta teoría es determinar, dadas ciertas hipótesis relacionadas con las personas, la organización y la información, cuál es el contrato más eficiente para gobernar o regular la relación entre el accionariado y el agente, tomando como referente el control del comportamiento del agente.

Como vimos con anterioridad, bajo la perspectiva de la economía lo ideal es que todo sea predecible, pero la realidad no es así y también lo reconoce la economía. Dadas esas circunstancias, los problemas de agencia se presentan cuando existen situaciones de información asimétrica, básicamente y sin pretender exhaustividad bajo los supuestos siguientes:

a) Información oculta o selección adversa. Es decir, surge un problema de información imperfecta que puede presentarse, cuando en un intercambio una de las partes posee más información que la otra, derivado básicamente por el hecho de que una parte de la transacción dispone *ex-ante* de información privada determinada que no es observable por la otra parte, y
b) Acciones ocultas o riesgo moral. Se trata de acciones *ex-post* no observables en el entorno de la negociación, adoptadas por una de las partes de la transacción con el fin de maximizar su utilidad en detrimento de la otra parte.

En este entorno también se identifican dos situaciones relacionadas con la propiedad y el control que pueden crear costos de agencia:

(a) Aquellas en las que los directivos se comprometen a corto plazo con actividades de elevado costo diseñadas para obtener retribuciones

extras distintas de las salariales que reducen la rentabilidad corporativa e incrementan los costos, y

(b) Aquellas en las que los directivos buscan satisfacer sus necesidades de poder, prestigio y status a través de decisiones estratégicas a largo plazo que aumentan el tamaño de la empresa pero no sus resultados corporativos; por ejemplo, cuando la empresa se diversifica aceptando proyectos que no crean valor.

En este sentido, cuando la discrecionalidad de los directivos está presente, la rentabilidad de la empresa disminuye, pudiendo ser explicada esta situación por el hecho de que el *statu quo* permite un exceso de poder en manos de la dirección que conduce a tomar decisiones en beneficio propio.

Es pertinente señalar que la teoría de la agencia, en lugar de afirmar que no se pueden formalizar contratos debidamente ejecutables que cubran todas las contingencias, propone formas óptimas para que las partes formalicen dichos contratos.

Dentro de la teoría de la agencia de acuerdo con la Doctora María Gracia García Soto, se pueden distinguir dos corrientes de investigación diferenciadas que poseen características en común, comparten como unidad de análisis la relación contractual entre individuos, postulan que los costos de agencia se minimizan a través del proceso de contratación y consideran de forma similar a las personas, la organización y la información, aunque difieren en su rigor matemático y en las variables dependientes que son objeto de estudio.

La primera, denominada *teoría positiva de la agencia*, se caracteriza por carecer de orientación matemática, ser de carácter empírico y centrarse, fundamentalmente en el estudio de grandes empresas atribuible a Adolf A. Berle y Gardiner C. Means.

Esta corriente se ha centrado en el estudio de situaciones en las que el accionista o principal y el agente tienen objetivos contradictorios, así como en los mecanismos de gobierno que permiten resolver los problemas de agencia. En tal sentido, se establece y sugiere la existencia de los dos mecanismos de gobierno:

(a) el establecimiento de contratos basados en resultados, más que en el comportamiento, que permiten adaptar las preferencias de los agentes a las de los principales al depender, para ambos, las compensaciones de las mismas acciones, y (b) el desarrollo de sistemas de información, puesto que éstos permiten que el accionista o principal conozca realmente el comportamiento y actividades del agente.

La segunda corriente dentro de la teoría de la agencia es denominada *teoría principal-agente* y se caracteriza por ser más abstracta, poseer una orientación más matemática y centrarse en un conjunto más amplio de organizaciones. Esta teoría, a diferencia de la positiva, no pretende identificar distintos tipos de contrato, sino determinar cuál es el más eficiente para regir las relaciones entre el principal y el agente. Es decir, pretende determinar cuándo es más eficiente un contrato basado en el comportamiento o cuándo es necesario un contrato basado en los resultados. [172]

En la teoría principal-agente, el modelo es simple, parte de un conflicto de objetivos entre ambas partes, basado en que el resultado es fácil de medir y que el agente posee un mayor grado de aversión al riesgo que el principal. Bajo estos supuestos, y con información completa, el principal conoce detalladamente la actividad del agente, por lo que el contrato más eficiente es aquel que se basa en el comportamiento. Sin embargo, en aquellos casos en que el principal no conoce el comportamiento, este argumento no sería válido, ya que el agente, en función de su propio interés, puede comportarse o no según lo pactado. Por tanto, al principal se le presentan dos opciones: (a) descubrir el comportamiento del agente invirtiendo en sistemas de información, en cuyo caso la situación se transformaría en una de información completa para el accionista, y (b) recompensar la conducta del agente sobre la base de los resultados obtenidos, transfiriendo de esta forma cierta parte del riesgo al agente.

Considerando las corrientes expuestas, estas mantienen un elemento común de análisis, que no es otra que el contrato entre propietarios y gestores. En

[172] García Soto, María Gracia "El Gobierno Corporativo y las Decisiones de Crecimiento Empresarial" *Tesis Doctoral*, pp. 3-4. En http://www.eumed.net/tesis-doctorales/mggs/Cap1-1.pdf Consultada el 9 de julio de 2013.

este sentido, la separación de propiedad y control, tal y como se presenta en la empresa moderna, ha planteado como objetivo, evitar los posibles comportamientos oportunistas de los gestores que tienden a reducir el valor de la empresa.

Ante esta situación, los problemas contractuales que plantea la relación entre accionistas que intervienen en la acción colectiva para facilitar la asignación eficiente de riesgos y los equipos directivos que se responsabilizan de las decisiones sobre la utilización de los recursos disponibles, se han estudiado los mecanismos de que disponen los inversionistas para ejercer el control de las empresas, para que estos problemas se vean minimizados.

Para encontrar soluciones al conflicto de agencia entre propiedad y gestión, es necesario analizar a los personajes, grupos o agentes que tienen una influencia legítima sobre los propósitos de la organización.

La estructura de gobierno corporativo de las empresas del modelo anglosajón ha podido constatar que pese a las décadas y tinta que se han consumido desde el siglo pasado, no han mostrado mejoras sustanciales, ni han generado incentivos o resultados derivados de su implementación. Todos los análisis realizados nos permiten inferir que la solución de gobierno corporativo de la empresa no es única ni debe ser un modelo específico. Todos han fallado. Si consideramos sólo el caso de México, la situación se agrava ya que primero la autoridad supervisora y vigilante de los mercados y sus protagonistas y más tarde el Poder Legislativo, indicaron que la incorporación de gobierno corporativo, era la fórmula para crear más empresas y para estimular la inversión en las ya creadas. La realidad nos indica que el gobierno corporativo no incentivó la creación de más empresas, ni la inversión.

Hemos sido testigos de que el número de empresas cotizadas en lo absoluto se ha visto incentivado por la existencia de regulación en materia de gobierno corporativo. De hecho hubo un número importante de empresas deslistadas, solo por el efecto económico de mantener la estructura que el gobierno corporativo involucra.

No podemos decir lo mismo de la inversión en las mismas empresas ya que la regulación sí creó mejoras y figuras corporativas que flexibilizaron las estructuras societarias existentes.

Huelga mencionar que la concepción de la empresa y del capital de la misma ha cambiado en el tiempo. Las economías de escala en la producción o fabricación de ciertos bienes y la habilidad para conseguir y asignar capital de manera efectiva y eficiente distinguían a cierto nivel de gestores en otros tiempos ya que el capital tenía una oferta limitada.

Ahora, aunque el capital sigue siendo escaso, el acceso al talento especializado, proveedores especializados y en algunos casos estratégicos, se han convertido en factores más importantes que el propio capital, dada la globalización y sofisticación de los mercados, al menos en los últimos tres lustros.

Las ventajas competitivas de las empresas ahora, dependen en mayor medida de la capacidad de gestionar adecuadamente sus relaciones, no solo con los mercados financieros, sino con otros cuatro mercados a saber:

- Mercado de trabajo (talento especializado)
- Mercado de tecnología (proveedores especializados)
- Mercado de capitales (inversores)
- Mercado de productos (clientes).

Finalmente, señalamos que las empresas para abordar el tema de gobierno, regularmente parten del modelo inspirado en la teoría de la agencia anglosajón, pero pronto se enfrentarán a otros problemas que se originan en la competencia y en los mercados ya mencionados, que dan lugar a enfoques diferentes de gobierno de las corporaciones.

V.III. Gobierno Corporativo

Después de analizar algunos antecedentes de la gobernanza de la empresa y la llamada Teoría de la Agencia, partimos de la premisa y presuponemos que en ausencia de la intervención del Estado, la empresa en las economías de corte

liberal se organiza de acuerdo al paradigma de “ser propiedad de sus contribuyentes de capital”.

De ahí que con las implicaciones de que los medios de producción son de sus propietarios, aun permanezca como atribuible el concepto “capitalista” a sistemas económicos de Europa Occidental, América del Norte y la mayoría de los países de América del Sur, sin embargo, la propiedad de los contribuyentes de capital no es una consecuencia lógica de mercados libres y la libre empresa. Se trata de una forma de organización, que resulta dominante casi siempre, sobre todo en los Estados Unidos de América, país que es el ejemplo mundial de capitalismo corporativo, pero también hay empresas en muchas actividades económicas que son propiedad de sus trabajadores aun en los Estados Unidos de América, como pueden ser despachos de abogados, de auditores, bancos de inversión, cadenas hospitalarias, colegios y se están expandiendo a otros sectores de la economía como cooperativas de productores agropecuarios que dominan el mercado de productos agrícolas.

Esto quiere decir que el efecto péndulo que provocaron las normas de gobierno corporativo, después de su laxitud y tolerancia por parte de las autoridades, se hicieron demasiado rígidas que hasta en moda se convirtieron, para que finalmente tomaran un camino más equilibrado. No tenemos duda de que deben aprovecharse sus beneficios en la medida de las necesidades de cada empresa, más aún que en muchos casos suelen ser de adopción voluntaria en la mayor parte de los países occidentales, que las introdujeron primero como “mejores prácticas” y después adquirieron la categoría de normas jurídicas, sobre todo en el caso de sociedades cotizadas, señalando que la misma OCDE las mantuvo como recomendaciones.

Este capítulo tiene precisamente como objetivo poner de manifiesto las contribuciones del gobierno corporativo, pero también tiene la intención de señalar que su incorporación no necesariamente tiene resultados que conducen a la perfección de prácticas societarias. Por lo tanto, nos permitiremos sugerir algunas ideas encaminadas a impedir que se perviertan las figuras ya existentes a la luz de estas ideas.

El gobierno corporativo es un tema al cual numerosos académicos y practicantes de la Economía, del Derecho y la Administración Pública están contribuyendo desde hace varias décadas.

María Celia Marsili, señala que tanto antes como después de la Segunda Guerra Mundial se advertía un apoyo generalizado para un sistema societario en el cual los gobiernos jugaban un rol directo y fuerte en los negocios de grandes empresas, para garantizar que la empresa privada estuviera al servicio del interés público. Este modelo tuvo marcadas preferencias en Francia y Japón. Los instrumentos de control estatal suelen presentarse fuera de las leyes de sociedades y los controles se dan utilizando sanciones criminales en lugar de encontrar soluciones procesales civiles ante el desvío de conductas de los administradores. Es un modelo estatizado, en donde las empresas reciben recursos públicos y no recurren al ahorro público.

La autora, también se refiere al *Manager Oriented Model* que sustentan las legislaciones sobre sociedades con trascendencia en los Estados Unidos de América, modelo que tuvo su auge de 1930 a 1960. En esta corriente que postulan los autores reiteradamente citados Adolf A. Berle y Gardiner C. Means, están convencidos de que los administradores pueden desempeñarse como tecnócratas leales y desinteresados que podrían guiar los negocios a efecto de satisfacer el interés público general. Sin embargo, se percataron que la instrumentación normativa de esas ideas, no fue efectiva cuando se otorga demasiada discrecionalidad a los administradores sobre las políticas de inversiones de la sociedad, ya que tienden a servir de manera desproporcionada a sus intereses.

Ante estas circunstancias hubo un desencanto de los accionistas de las empresas en sus relaciones con sus administradores, sus empleados y el Estado, respecto del supuesto rol de privilegio que los accionistas de las empresas les habían otorgado.

Comenta la Doctora Marsili que surge un tercer modelo *Shareholder Oriented Model,* que emergió ante el fracaso de otras alternativas, pero además, porque las fuerzas económicas, han destacado sus virtudes. La idea fundamental, señala que el último control de la empresa debe descansar en sus accionistas en

cuyo interés y para quienes los administradores están obligados a gestionar la empresa. Otros interesados, como pueden ser los acreedores, los empleados, los proveedores y los clientes, deben estar tutelados por otros resortes cuya participación no es relevante en el gobierno de la empresa. En cuanto a los accionistas minoritarios, requieren de una fuerte protección que los defienda de la explotación del negocio de los accionistas que ejercen el control.

Concluye señalando que el modelo considera que el valor de mercado de las acciones es la principal medida del interés de los accionistas, así como de las prácticas societarias que aseguran la protección de los intereses de los accionistas en el sentido indicado, a lo que se le llama "gobierno corporativo".[173]

En nuestra opinión el concepto de creación de valor, bandera ideológica del *Shareholder Oriented Model,* referido con anterioridad, entró en crisis desde hace muchos años y no es sostenible al día de hoy. Los accionistas no pueden tener un rol pasivo en espera de que terceros trabajen por ellos y los administradores deben contar con incentivos alineados de manera que en una relación no necesariamente armónica se den equilibrios en favor de todo lo que crea la empresa a su alrededor. Los administradores o gestores, deben actuar siempre con probidad, honradez y rendir cuentas, cuantas veces sea necesario. Cualquier conducta carente de probidad, honradez, lealtad, eticidad o fidelidad, hacia su empresa o sus patrones debe ser reprobada y sancionada, pero no porque esté de moda un modelo corporativo o el concepto de gobierno corporativo, sino porque así se debe comportar un administrador o gestor siempre.

Por su parte el Doctor Klaus Hopt, investigador del Instituto Max Plank de Derecho Privado de Alemania, apunta que en los años treinta, las cosas eran muy diferentes en los Estados Unidos de América, dado que además de la normativa societaria, existía una extensa regulación de los mercados de valores, que tenía su origen en las medidas tomadas a raíz de la Gran Depresión, como fueron: la vigilancia de los mercados bursátiles, la protección de los inversores y la prohibición del abuso del mercado de valores. Se creó la *Securities and Exchange*

[173] Marsili, María Celia, *Mercado de Capitales, Régimen de las Emisoras*, Rubinzal Culzoni, Buenos Aires, Argentina, 2003, pp. 33-35.

Commission, una agencia Federal encargada de la supervisión de los mercados de valores, que se convirtió con el transcurso del tiempo en una de las instituciones más respetadas y temidas del país. El Derecho de sociedades y el ordenamiento del mercado de valores se complementaban y eran fuente de una rica casuística para la jurisprudencia.

En tiempos recientes y muy especialmente a partir de los años noventa, los mercados bursátiles europeos han terminado por alcanzar a los de Estados Unidos de América, sobre todo en la infraestructura tecnológica necesaria para operar en los mercados de ese país, una muestra evidente fue la fusión del Euronext y el New York Stock Exchange. Hay ciertos temas importantes en cuanto a la normativa que se ha convertido en una preocupación para los diferentes sistemas legales, no obstante ser una materia de naturaleza eminentemente práctica, internacional e interdisciplinaria.

La doctrina analiza las distintas interacciones entre el Derecho de sociedades y del mercado de valores, y muy especialmente desde mediados de los años noventa la del gobierno corporativo, empleando una metodología de Derecho Comprado.

El Doctor Hopt, comenta sobre esta trilogía Derecho de sociedades, mercado de valores y gobierno corporativo, lo siguiente:

> *"…el Derecho Comparado no es la mera yuxtaposición de los regímenes foráneos y del nacional, y no implica de ninguna manera la representación del derecho extranjero. Los juristas que observan más allá de los propios confines nacionales, analizando lo bien o mal que una determinada institución se regula en circunstancias similares, deben poseer un completo dominio de su propio orden jurídico y a partir de él desarrollar su investigación…*
>
> *La armonización del Derecho de sociedades en la Unión Europea desde el final de los años setenta supuso el comienzo de una nueva fase para el derecho comparado de sociedades…*

Mientras tanto, la cuestión de donde debe trazarse la frontera entre la armonización europea y la competencia legislativa nacional se ha convertido en un tema altamente controvertido, tanto política como doctrinalmente. Los políticos prometen simplificación (que no reflejan los ordenamientos legales), en línea con la petición expresada, especialmente, por las empresas multinacionales. Los especialistas en derecho societario, por su parte, emplean como argumento la historia, la cultura legal y la posibilidad de experimentar y, asociada con esta última, la competencia entre legisladores nacionales y reguladores en la búsqueda de las soluciones más optimas en interés de su propia jurisdicción..."[174]

Señala el doctor Klaus Hopt, que el gobierno corporativo es un nuevo e importante campo de investigación, que tiene su origen en los Estados Unidos de América y en el Reino Unido. En la actualidad el ámbito de investigación en esta materia es global, supone un puente entre el Derecho de sociedades y del mercado de valores y es una materia interdisciplinaria en la que además está muy presente el análisis de Derecho comparado. El concepto original americano de gobierno corporativo apunta a la relación que debe establecerse entre el consejo y los accionistas; aunque estos últimos ostentan la propiedad, carecen del poder de decisión en la moderna sociedad cotizada. Para estos accionistas es difícil saber si los administradores actúan en interés de los socios o en el suyo particular. Este problema de representación se designa como el prototípico "conflicto principal-agente".

En la actualidad el término se aplica en un sentido más amplio para incluir otros conflictos principal-agente, como por ejemplo las relaciones entre los accionistas minoritarios y los mayoritarios. De esta manera, el gobierno corporativo se extiende a todas las cuestiones que afectan a la gestión y la supervisión de la administración de la sociedad.

[174] Hopt, Klaus, *Estudios de Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores,* Marcial Pons, Madrid, España, 2010, pp. 49-50.

El mencionado autor en el siguiente párrafo contextualiza de manera importante la esencia del gobierno corporativo:

> *"…se suele distinguir entre el gobierno corporativo interno y supervisión corporativa externa realizada por el mercado, en especial por el mercado de opas (ofertas públicas de adquisición), porque disciplina a los administradores a través del peligro de ser cesados en caso de una deficiente administración y de un descenso de la cotización. Los efectos del gobierno corporativo externo también se aplican al papel de los bancos en relación con las sociedades (como sucede en el sistema alemán de banca universal, donde, entre otras actuaciones, las entidades de crédito de sientan en el consejo de vigilancia, intervienen en la gestión de la sociedad, de socios o directamente financian a la compañía). Entre el gobierno corporativo interno y externo se sitúan los auditores de la sociedad, quienes, por un lado, deben colaborar estrechamente con la comisión de supervisión y control, con el consejo de supervisión y con la dirección ejecutiva, y por otro, solo serán capaces de realizar debidamente su labor si gozan de absoluta y completa independencia.*

Sigue mencionando el doctor Hopt:

"…

Sin embargo, el buen gobierno societario en los Estados Unidos (sic), donde existen grandes firmas de inversión, puede resultar diferente al de Europa continental, donde imperan las empresas familiares, los accionistas de control y los grupos de sociedades. En este caso, se suele distinguir entre los modelos externos de gobierno corporativo, que recaen más en el control del mercado de valores (Estados Unidos) y los modelos internos (propios del llamado <<capitalismo renano>>[175]).

[175] El *capitalismo renano* está fincado en un amplio espectro social, asociado a viejas conquistas obreras y sin duda al Estado de bienestar. Como su nombre lo indica, la vía renana tiene su base en las socialdemocracias y en la vieja Alemania. El capitalismo anglosajón, en cambio, tiene sus

Además, no hay que olvidar las propias circunstancias de cada país, que en no buena medida han dado lugar a compromisos institucionales y normativos particulares (la llamada <<path dependency>>[176]). De ahí que se deba ser muy cuidadoso a la hora de intervenir, dado que las consecuencias son imprevisibles cuando se altera el equilibrio preexistente. Para encontrar una respuesta adecuada a éste desafío no se puede acudir de manera individual a la jurisprudencia, a la economía o a otra disciplina de las ciencias sociales, ya que solo se puede encontrar una respuesta adecuada cuando se combinan todas ellas en un gran trabajo interdisciplinar y de análisis comparado..."[177]

En nuestro concepto se puede observar que lo más destacable de lo transcrito con anterioridad es que no podemos ir en busca de un solo modelo de gobierno corporativo y así lo ha demostrado el tiempo. El Derecho de Sociedades, el Derecho del Mercado de Valores y el gobierno corporativo siguen siendo un terreno prometedor para la investigación jurídica.

Estamos totalmente en contra de las corrientes de codificación internacional, un fenómeno que ha estado largamente presente en el Derecho, básicamente en ramas que tienen que ver con medio ambiente, el mercado de valores, el aspecto bancario, la competencia económica o inversiones internacionales, entre otras ramas del Derecho. Sin pretensiones globalizadoras, consideramos que hay un campo fértil para el desarrollo de ideas más focalizadas a geografías, culturas, sociedades y regímenes económicos específicos relacionadas con el Derecho de Sociedades, Derecho del Mercado de Valores y gobierno corporativo, donde podemos avanzar sin imitaciones exactas que no se adecuan a nuestro sistema jurídico. La autorregulación ha sido una forma muy

---

bases en la búsqueda de la ganancia y en la especulación y su obra más significativa son los Estados Unidos de América.

[176] *Path dependence o path dependency,* también denominada dependencia del contexto, que se da cuando el resultado de un proceso depende de la entera secuencia de decisiones tomadas por los actores y no solo de las condiciones del momento. Un concepto similar es la histéresis, una propiedad de los sistemas cuyo estado depende de su historia inmediata. Estos principios aluden a la importancia del pasado para la comprensión de las ciencias naturales y sociales.

[177] Hopt, Klaus, *op. cit*., pp. 52-53.

sana que nos ha permitido avanzar con pasos firmes, sin la imposición de instituciones jurídicas ajenas que nos causan más problemas que beneficios.

Quizá éste momento histórico sea el menos propicio para adoptar modelos de gobierno corporativo, sin embargo ya existen ideas de carácter progresista donde subyacen modelos más comprometidos con un desarrollo en el que imperará la defensa de lo social. Algunas ideas señalan que la nueva dictadura de las calificadoras internacionales, hizo perder de vista el costo de posponer una agenda sustentada en el desarrollo de las personas y en la mejora de su situación.

Si atendemos a lo que está ocurriendo en Europa Occidental en la actualidad, observamos que en alguna medida el conflicto radica en la elección entre esquemas económicos distintos elegidos por los gobiernos de España, Grecia e Italia. Las disputas del futuro tendrían que ver con estos modelos, que en el fondo son también interpretaciones de lo que es mejor para la gente.

Aquí la pregunta es si estamos en condiciones de reformar al capitalismo y de propiciar una agenda distinta para la crisis. Creo que no habrá tiempo para pensarlo y será mejor plantearlo. Existe una oportunidad de oro para la izquierda en el mundo, pero se debe tener muy claro que el éxito no podría asegurarse si buscan recobrar los viejos valores del llamado Estado bienestar, para volver a las viejas aspiraciones de corte socialista o en asumir la defensa de principios que se han diluido en los ataques al mundo de los negocios, las ganancias y la especulación cuando no consideran un compromiso social. Creo que hay que ser más creativos y aprovechar la oportunidad.

V.IV. Sistema Inglés de Gobierno Corporativo

Considerando el fenómeno del gobierno corporativo como algo reciente, podemos situarlo muy especialmente en 1991, derivado de la quiebra en Londres del *Bank of Credit and Commerce International* y del escándalo de *Polly Peck International*, que fue una empresa textil británica pequeña, que se expandió

rápidamente en la década de los ochenta y se convirtió en una empresa cotizada en el índice FTSE 100,[178] antes de quebrar en 1990.

Los primeros datos relevantes y precisos sobre el tema de gobierno corporativo surgen después de varios análisis en 1992, con la publicación en Londres del informe del Comité de Aspectos Financieros de Gobierno Corporativo, conocido internacionalmente como el "Informe Cadbury", nombre atribuido por razón de ser el nombre del primer Presidente de ese Comité, Sir Adrian Cadbury, quien fue Vicepresidente y Director General de *Cadbury Schweppes* desde 1969, hasta 1974, y después en otro periodo fue su Presidente hasta 1989. También fungió como Director General de IBM, España y se desempeñó como miembro del Banco de Inglaterra desde 1970 a 1994.

El nivel de desconfianza creciente por parte de los inversores, derivado de los escándalos mencionados al iniciar la década de los noventa, fue el estímulo adecuado, para que en mayo de 1991, se iniciaran los trabajos bajo la dirección de Sir Adrian Cadbury y con la iniciativa del *Financial Reporting Council*, la Bolsa de Londres y las asociaciones profesionales que ejercían la actividad contable, conformaron un Comité en el Reino Unido, con el propósito de estudiar los aspectos financieros y de control de las sociedades, incluyendo temas como la su organización, responsabilidad de los administradores, derechos y deberes de los accionistas, regulación de las auditorías y contabilidad de las empresas, quienes pretendieron alcanzar una visión común de las medidas a tomar en el ámbito de la información financiera y la contabilidad de las empresas.

Dicho Comité fue denominado *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* y buscaba dar respuesta al bajo nivel de confianza de los actores económicos respecto de la información financiera en las empresas así como sobre la capacidad de los auditores.

El trabajo del Comité duró aproximadamente 18 meses, y en ese lapso de tiempo, dos nuevos escándalos financieros acontecieron en el Reino Unido: el

[178] FTSE es el acrónimo de *Financial Times Stock Exchange*, índice compuesto por 100 principales valores cotizados en la Bolsa de Londres, *London Stock Exchange*. La capitalización de las empresas que componen el índice supone el 70% del valor total del mercado de valores de Londres.

colapso del *Bank of Credit and Commerce International* con la consecuente exposición de sus generalizadas prácticas delictivas y el descubrimiento póstumo de la apropiación de 440 millones de libras esterlinas por Robert Maxwell del patrimonio de los fondos de pensiones de *Maxwell Group*, así como de la posterior declaración de quiebra de dicho grupo económico. Es decir, se puso en tela de juicio la fiabilidad en las normas contables, la confianza en el trabajo de los auditores, pero sobre todo, la ausencia de un marco claro que garantizara que los accionistas y miembros del consejo de administración, mantuvieran el control de sus empresas ante la falta de ética de sus directivos y empleados administradores.

Dichos sucesos aumentaron la urgencia de la elaboración del Informe Cadbury, y pusieron en el centro del debate académico la elaboración de los Principios de Gobierno Corporativo, los cuales se integraron en el Informe Cadbury y han sido definidos como un código deontológico de la actividad financiera y contable de las sociedades.

A esta iniciativa le sucederían otras como la que presidió Sir Richard Greenbury en 1995, quien continuó con el tema, centrándose en la parte de remuneración a directores.

Sir Ronald Hampel, fue también uno de los estudiosos activos del tema y retomó las ideas de gobierno corporativo de 1996, para examinar y revisar las recomendaciones de los Comités de Cadbury y Greenbury. El informe final destacó los principios de buen gobierno corporativo en lugar de reglas explícitas, para reducir la carga administrativa de las empresas y evitar un incremento de costos por este motivo. Sugirió suficiente flexibilidad para ser aplicada a todas las empresas. Reconoció que el buen gobierno corporativo dependerá en gran medida de la situación particular de cada empresa y no podrían tomarse posiciones generalizadoras sobre ese tema.

Sigue un nuevo informe, el de Derek Higgs de 1998, que profundiza sobre el papel y la eficacia de los consejeros no ejecutivos y sobre el análisis del papel de los comités de auditoría.

En enero de 2003, el Departamento de Industria y Comercio del Reino Unido publicó un informe elaborado por el propio Derek Higgs *denominado*

"Review of the role and effectiveness of non-executive directors" (Revisión del papel y la eficacia de los directores no ejecutivos). En él se efectúan una serie de recomendaciones sobre diversos temas de gobierno corporativo tales como:

- el consejo de administración;
- el presidente de la compañía;
- el rol de los consejeros independientes;
- el consejero independiente senior;
- el desarrollo profesional de los directores;
- las remuneraciones;
- los comités de auditoría y de remuneraciones;
- la responsabilidad de los directores ejecutivos y no ejecutivos;
- la situación de las pequeñas compañías cotizantes;
- la relación con los accionistas.

El informe Higgs se centra en realzar la capacidad y eficacia de los cuadros directivos, en promover prosperidad del negocio, así como en lo concerniente a su responsabilidad.

Por su parte el Informe Tyson en 2003, pone especial énfasis en la diversidad en los consejos de administración que han ayudado a las empresas a gestionar poderes clave como el de los accionistas y los empleados.

En enero de 2003, se publicó el informe del *Financial Reporting Council*, cuando la presidencia de ese Consejo estaba en manos de Sir Robert Smith, el cual lleva su nombre "Informe Smith" y es conocido como *Audit Committees Combined Code Guidance*. Sus recomendaciones resumen gran parte del contenido de los informes mencionados y son aplicables a las empresas del Reino Unido que cotizan en sus distintas versiones, vigentes desde 2003.

Señala la doctora María Celia Marsili que el llamado Código Combinado, tiene como finalidad servir de guía a los cuadros directivos para la determinación del rol y misión que deberá cumplir el comité de auditoría y el desempeño de los directivos que cumplan funciones en él. Asimismo, establece una serie de

requisitos que todo comité de auditoría debe poseer para cumplir con los requerimientos del Código, pero contemplando las diversas situaciones y conformación de los cuadros directivos que se presentan entre grandes y pequeñas compañías, surgiendo así diferentes necesidades de acuerdo a la envergadura, complejidad y riesgos de la compañía. Destaca la autora que el papel fundamental del comité de auditoría en su relación con los directivos ejecutivos de la compañía, es el de asegurar la debida protección de los intereses de accionistas en lo referente a la divulgación financiera y al control interno.

Todas estas ideas que conformaron el Sistema Inglés de Gobierno Corporativo empezaron a permear en Europa, y para 2002, ya en la mayoría de los países de la Unión Europea había documentos que se ocupaban del tema de la gobernanza de las corporaciones. En muchos casos se utilizaron como mecanismos de persuasión moral o revelación de cumplimiento de sugerencias de autoridades e instituciones internacionales que sugerían su adopción.

El gobierno corporativo en el Reino Unido puso especial énfasis en la estructura de la empresa como sociedad mercantil así como de sus procesos internos. El punto fundamental es la relación que existe entre los accionistas y los consejeros.

Al centrarse en las relaciones internas de una sociedad mercantil, presupone la existencia de una estructura tripartita que involucra a los accionistas, a los consejeros y a los auditores. Así fue definido el concepto de gobierno corporativo por la Comisión Cadbury, como el sistema mediante el cual se dirigen y controlan las sociedades, del que recogemos el siguiente texto:

> *"…2.5 El gobierno corporativo es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas. Los consejos de administración son responsables de la gestión de sus empresas. El rol de los accionistas en el gobierno es nombrar a los directores y los auditores, para cerciorarse de que una estructura de gobierno adecuada esté en su lugar. Las responsabilidades de la Junta –son las– de incluir el establecimiento de objetivos estratégicos de la empresa, proporcionar*

el liderazgo para poner en práctica, supervisar la gestión de la empresa e informar a los inversionistas en su administración. El directorio está sujeto a las leyes, reglamentos y a la Junta General de Accionistas…"[179]

Bajo la perspectiva del Informe Cadbury, supone que en esa relación tripartita (accionistas, consejeros y auditores) los consejeros son los que gestionan la sociedad con miras a maximizar los beneficios de la misma. Así los accionistas exigen a los consejeros que maximicen los beneficios en su nombre mientras que el auditor evita las irregularidades financieras y procura garantizar que los consejeros trabajen con una visión veraz e imparcial, buscando siempre el mayor rendimiento de la sociedad.

El modelo formal de una sociedad en el Reino Unido sitúa a los accionistas como el centro de un concierto contractual. Los socios, nombran a los consejeros, los cuales conforman el consejo de administración de un único nivel. Los socios tienen la facultad, prevista en ley de modificar los estatutos de la sociedad. También tienen facultad legal para destituir a un consejero mediante acuerdo apoyado por una mayoría simple. Este modelo de estructura de la sociedad mercantil inglesa, confirió un lugar relevante al consejero ya que pese a esa facultad de destitución de los accionistas, su función como supervisores está limitada por los propios estatutos sociales y en ocasiones por la ley.

Señalan Janet Dine y Charlotte Villers, que tal poder de los accionistas sobre los consejeros es incierto y así lo han determinado los tribunales ingleses en diversos precedentes desde 1906, quienes han resuelto, que los accionistas en asamblea no pueden intervenir en los asuntos de dirección por acuerdo ordinario de asamblea y menos en forma individual.

El principal argumento sobre la no intervención de la asamblea en asuntos de dirección o gestión de la empresa se da en el sentido de que los accionistas son el núcleo principal de la empresa y la sociedad mercantil debe servir a los

[179] "Informe de la Comisión Cadbury", 1992, apartado 2.5. *Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo, Reporte del Comité*, trad. Jandy Vásquez, p. 5. En http://es.scribd.com/doc/145578600/Informe-Cadbury-Traducido Consultada el 31 de julio de 2013.

intereses de los accionistas, quienes nombran y destituyen a los consejeros en interés de la sociedad y dichos consejeros habitualmente no asumen cometidos directamente ante los accionistas en lo individual. Esta estructura no equipara necesariamente a los accionistas con la sociedad, ni equipara los intereses de los accionistas con la maximización de beneficios. Esta interpretación de los objetivos societarios ha tenido grandes implicaciones. Uno de los precedentes que citan las autoras en donde los tribunales determinan que no debe haber interferencia de los accionistas en lo individual frente a los consejeros en el control de sus facultades, específicamente se refieren a la expresada en el caso *Gramaphone and Typwriter, Ltd. v Stanley [1908] 2 KB 89. Buckley L.J., donde* señalaron en ese viejo precedente lo siguiente:

> *"…Los consejeros no son sirvientes que han de obedecer las instrucciones dadas por los accionistas como personas físicas, sino que son mandatarios nombrados por los accionistas para prestarles servicios en calidad de mandantes. Son personas a las que se puede confiar, por las disposiciones reguladoras, el control de los asuntos y con tal encargo podrán ser privados de ese control solo mediante una mayoría legal que pueda modificar los estatutos..."*[180]

Creemos que estos criterios judiciales surgen ante el planteamiento de los abusos que seguramente existieron en el pasado, pero precisamente ante estos desequilibrios fue que se vinieron dando pasos muy importantes que han tratado de abordar el tema del poder en las corporaciones, dando soluciones de gobierno que permita el desarrollo de las actividades de cada empresa y sus actores, en donde no han faltado los tropiezos y los yerros, pero también se han cimentado las bases que ofrecen una mayor solidez a la empresa.

Por otra parte, al abordar el tema de propiedad en las empresas, las autoras señalan que:

[180] Janet Dine y Charlotte Villiers, *Derecho de las Sociedades Anónimas Cotizadas, Estructura de Gobierno de las Sociedades Anónimas Cotizadas en el Reino Unido, t.* I*.,* Thompson Aranzadi, Navarra, España, 2005, pp. 138-140.

"…el concepto de que los accionistas son los propietarios de la sociedad, subyace en la primacía de los accionistas en calidad de controladores y con el carácter de constituyente principal ante el cual están obligados los consejeros. Esta pretensión de propiedad contiene numerosas falacias. Las sociedades no encajan bien con el discurso de los derechos de propiedad. Sin embargo, el punto de vista tradicional sobre las sociedades es que estas son propiedad de los accionistas, pero los accionistas no poseen la sociedad sino el capital de la misma sociedad habiendo sido suprimida de la existencia, también muestra que hay una considerable convergencia entre los derechos de la propiedad de los acreedores y de los accionistas, pudiendo cada uno de ellos ser visto esencialmente como <<personas externas>> con derechos en calidad de socio. Los restantes derechos de los accionistas en calidad de <<personas internas>> son reliquias de los tiempos en que los socios estaban al frente de las sociedades por acciones y de unos tiempos aun anteriores cuando estaban prohibidos los préstamos con interés, pero no así las sociedades colectivas con ánimo de lucro. Una inversión como << socio capitalista>> era una forma cómoda de orillar esa norma ¿Cuáles son las reliquias? Una es la norma de que el remanente de capital en una liquidación pertenece a los accionistas. La otra es que éstos deberían tener una función importante en la forma en la que se lleva la sociedad. Esta última norma ha sido, por supuesto, desgastada de forma significativa por la victoria <<gerencial>> en la batalla del artículo 80 a fin de que los accionistas se queden con la <<Opción nuclear>> de destitución de consejeros mediante el artículo 303, pero sin voz ni voto en el funcionamiento cotidiano de la sociedad. De forma concluyente, los accionistas en la gran sociedad moderna son meros <<rentistas>> que tienen derechos de no obligación, de no responsabilidad y que hay

poca base legal <<derecho de propiedad>> de los accionistas, ¿Por qué persiste el mito?...” [181]

Las autoras, terminan señalando que la retórica de la propiedad en la empresa está siendo utilizada para legitimar la reivindicación de los accionistas y permitir así la exclusión de otros intereses que podrían interferir en sus derechos de propiedad. La regulación en materia de gobierno corporativo es vista bajo esta perspectiva como una injerencia real al derecho de propiedad. Mencionan que esa regulación ha servido para disimular la realidad del poder del Estado al colocar a una empresa privada como “pública, pública” cuando ésta es cotizada y sigue siendo privada.

También citan las autoras a William Nicolas Hutton [182] quien conforme a los datos que aparecen en la red mundial conocida como internet es: *“…a British political economist, writer, weekly newspaper columnist and former editor-in-chief for The Observer”*[183], quien ha analizado actitudes muy diferentes que pueden discernirse en los Estados Unidos y en Europa. Su tesis es que la actitud con respecto a la posesión de un bien en los Estados Unidos viene moldeada por una serie de factores. Uno de ellos es la experiencia por parte de los colonos que llegaron a un desierto, cargados de riqueza, que habrían arriesgado todo al cruzar el Atlántico y que, como fervientes protestantes, consideraban que tenían una relación directa con Dios. Creían que estaban sirviendo a los designios de Dios tomando posesión de la tierra utilizándola para su propio beneficio individual.

Hutton muestra en su obra algunas ideas de John Locke, quien desde el siglo XVII, fomentaba la idea de que la propiedad tanto creada como reivindicada a partir de la tierra, pertenecía exclusiva y completamente al colono, además de que el propósito de la sociedad y del gobierno era el de fomentar el disfrute del

[181] *Ibidem.,* pp. 141-142.
[182] Como autor, William Nicolas Hutton tiene entre sus obras más conocidas y de mayor influencia la de *“The World We're in”* (“El Mundo en que Estamos”), un ensayo en el que aborda el aspecto económico y político en la Gran Bretaña en la década de 1990, desde un punto de vista socialdemócrata. Amplía su enfoque a la relación entre Estados Unidos y Europa, haciendo hincapié en las diferencias culturales y sociales entre los dos bloques.
[183] “es un economista político británico, escritor, columnista de un periódico semanal y ex editor en jefe *de The Observer*.” (trad. Nuestra). En http://en.wikipedia.org/wiki/Will_Hutton Consultada el 1 de agosto de 2013.

bien y el poder político solo era legítimo si atendía a ese fin. Dos pasajes citados por Hutton parecen especialmente aptos: la única forma por la cual uno renuncia a su libertad natural y se impone los vínculos de la sociedad civil es poniéndose de acuerdo con otros hombres para enlazarse y unirse en una comunidad, para llevar una vida confortable, segura y apacible viviendo entre otras personas, en un disfrute seguro de sus bienes, y en una mayor seguridad contra lo que no sea de allí.[184] Creo que ha quedado revelado claramente que en el Reino Unido hay una diferencia importante con los Estados Unidos de América, donde el individualismo es connatural a su surgimiento. En la Unión Americana, se han acogido las ideas liberales en su expresión más radical sobre todo en los recintos universitarios que han sido abiertos prácticamente al mundo para permear ideas liberales a ultranza a efecto de facilitar la tarea de persuasión a otros países del mundo de cómo deben hacerse negocios en éste planeta. Por supuesto que somos proclives al modelo anglosajón sobre el de los Estados Unidos de América, sin que sea una manifestación de que ese debe ser el modelo a seguir.

Entrando un poco más al detalle del modelo inglés, la relación tripartita de los partícipes internos, consejeros, accionistas y auditores, ha proporcionado la base sobre la cual se ha construido el sistema de gobierno corporativo del Reino Unido. Lo que se ha construido es un sistema regulador de tres niveles que depende no solo de los preceptos de Derecho positivo sino que también utiliza mecanismos de control interno. En esta parte describiremos esta estructura reguladora de tres niveles y consideraremos sus virtudes y debilidades como un sistema que depende de la colaboración de los partícipes que de forma interna conforman la sociedad.

El llamado gobierno corporativo de tres niveles en el Reino Unido, es un sistema que combina (a) normas de Derecho consuetudinario y de Derecho positivo, (b) principios orientativos y (c) medidas y estructuras a escala societaria.

- *Normas de Derecho consuetudinario y de Derecho positivo relativas al gobierno corporativo*

[184] Janet Dine y Charlotte Villiers, *op. cit.,* pp. 142-143.

Estas se componen principalmente de obligaciones fiduciarias que incumben a los consejeros y a otros cargos de la sociedad, cuyo objetivo es el de fomentar la honradez y la revelación de información, combatir los conflictos de intereses, actuar de buena fe en favor de la sociedad, no obtener un beneficio secreto valiéndose de su cargo y evitar conflicto de cualquier naturaleza.

Como ya hemos comentado el protagonismo del accionista se encuentra en el centro de la definición de estas obligaciones puesto que están concebidas para alinear los intereses de los consejeros con los de los accionistas, impidiendo que los consejeros antepongan su interés.

Las obligaciones fiduciarias por si solas, serían mecanismos débiles, por lo tanto, esas obligaciones se encuentran respaldadas por innumerables preceptos de Derecho positivo.

El requisito de que los consejeros actúen de buena fe en interés de la sociedad, se define en general como el hecho de que los consejeros actúen en el interés colectivo de los accionistas y habitualmente esto significara la maximización de los beneficios.

- *Principios orientativos*

Muchas obligaciones se suplementan con requisitos y criterios establecidos por las instituciones tales como la Bolsa de Londres y órganos profesionales pertinentes como los institutos de contadores públicos, tal es el caso de la *International Accounting Standard Board* del Reino Unido.

Ocupando un lugar muy importante entre los requisitos del nivel de autorregulación del sector se encuentra el Código Combinado sobre Gobierno Corporativo, implantado por la Autoridad de Servicios Financieros en un apéndice de las normas de admisión para cotizar en Bolsa.

El Código Combinado comprende principios del gobierno corporativo y un código de buenas prácticas, los cuales están centrados en cuestiones estructurales, entre ellas la integración de consejos de administración y las relaciones entre el referido consejo y los accionistas, así como las cuestiones de

responsabilidad, entre ellas: rendición de informes financieros, control interno y la relación entre el consejo de administración y los auditores de la sociedad.

El objetivo del Código Combinado es el de permitir que las sociedades creen y establezcan sus propias políticas de administración, a la vista de los principios más importantes y de apoyo expuestos en el propio Código. Por ello ofrece a las sociedades ser más flexibles a fin de que tengan en cuenta su diversidad pero dentro de un amplio marco de requisitos. Las sociedades admitidas en la bolsa deben formular una declaración informativa en dos partes, en la primera, se debe de informar sobre cómo aplica los principios del Código. Corresponde a las sociedades definir y explicar sus propias políticas de administración y a los accionistas y a otros corresponde evaluar esa parte de la declaración de la sociedad. En la segunda parte la sociedad debe confirmar que cumple los preceptos del código o explicar el motivo del porque no los cumple. Por otro lado los accionistas y otros deberán evaluar tales explicaciones. Este Código recoge el objetivo de la Comisión Hampel, que era el de restringir la carga reguladora sobre las sociedades mercantiles.

- *Medidas y estructuras a escala societaria*

Junto con el Código Combinado, muchas sociedades han creado también sus propios códigos de conducta. Además, organismos internacionales tales como la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), han generado sus Principios en 1999 y la Organización Internacional del Trabajo (OIT), presentó la Declaración Tripartita, que data de 1977, así como otros organismos, han publicado, códigos y directrices en materia de gobierno corporativo.

Sin duda todos los documentos tienen sus virtudes, generan incentivos para fortalecer el potencial de mejora de las empresas, ayudan también a mejorar sus resultados y proporcionan una dirección estratégica global al alimentar y promover una comunicación abierta en el entorno empresarial.

El Informe Cadbury tiene una importancia fundamental sobre sus sucesores, que como mencionamos ya definió al gobierno de las sociedades como la forma en que éstas son dirigidas y controladas.

Conforme a los preceptos del Informe Cadbury:

El consejo de administración debe reunirse regularmente, conservando un control completo y efectivo sobre la compañía y ejerciendo un monitoreo sobre sus miembros de carácter ejecutivo.

Debe ejercer sus funciones exclusivamente en interés de la empresa y de todos sus accionistas, en el marco de las leyes, las regulaciones y las convenciones bajo las cuales la empresa funciona.

Deben formar parte del consejo aquellos consejeros de carácter no ejecutivo. Estos deben tener una destacada trayectoria y tener presencia en el consejo en un número importante de tal forma que sus decisiones en el mismo tengan un peso relevante.

Son funciones de los consejeros no ejecutivos conjugar un criterio de juzgamiento independiente, adecuándose a estándares de conducta y conservando un criterio que los mantenga ajenos a todo interés extraño al interés de la empresa y de los accionistas. En cuanto a sus honorarios, éstos deben estar acordes con el tiempo que ellos dedican a las funciones específicas de control en la sociedad.

Los directivos ejecutivos no deberían permanecer más de tres años, pudiendo ser renovado su mandato. Se recomienda que esa clase de directores tengan retribuciones acordes con las funciones profesionales que desempeñan, incluidos los aportes previsionales y la posibilidad de adquirir acciones de la compañía *(stock options)* y que dichas retribuciones sean congruentes con el funcionamiento y/o el valor de la empresa. Sin embargo, se menciona que esta retribución debería estar ajustada al análisis y recomendaciones del comité de remuneraciones o bien de los consejeros independientes.

Para las empresas cotizadas que se dirigen y controlan mediante el sistema de gobierno de sociedades, este sistema contempla la existencia de un consejo de administración, que en el Reino Unido es unitario y compuesto por

miembros ejecutivos, miembros no ejecutivos, un presidente y un secretario. Como señala el Informe, lo que se pretende es “reforzar el sistema de consejo unitario y aumentar su eficacia, no sustituirlo”.

La función que poseen cada una de estas partes del consejo de administración, independientemente de que desempeñen o no responsabilidades ejecutivas, es la de supervisar y garantizar la implantación y funcionamiento de los controles necesarios sobre las actividades de sus sociedades.

Con el fin de ayudar en el desempeño de su labor al consejo de administración, se ofreció una propuesta de “Código de Procedimientos Óptimos”. Este se presenta como una carta de presentación de la empresa, un marco común para el desarrollo de toda la actividad empresarial relacionada con las sociedades cotizables.

Este Código posee un doble objetivo, por una parte reforzar el control sobre los negocios de las sociedades cotizables, y por otra parte reforzar la responsabilidad del consejo de administración.

El Código de Procedimientos Óptimos contenidos en el Informe Cadbury cristalizó una serie de principios básicos para el mejoramiento del gobierno de las sociedades que aplicaran sus normas. Los principios fueron:

> *“…**Confianza**: La necesidad de este valor ético es indispensable para cualquier empresa, al menos en nuestras sociedades. La empresa de nuestros días es una institución social que posee un contrato implícito con la comunidad en la cual se inserta, y por lo tanto tiene que tener en cuenta cuál es su entorno social, económico, legal y ético en el que se sitúa. A la luz de este contrato implícito con su entorno, las sociedades cotizables necesitan de la confianza de la sociedad para su permanencia en el mercado. Por otra parte, la confianza como capital activo de la empresa puede reducir costes de coordinación internos y externos, aumentar la cooperación entre sus miembros y con sus relaciones externas, disminuir riesgos e incertidumbres, mejorar la competitividad, etc.*

Franqueza: *Un lugar destacado le es concedido a la franqueza y a la información veraz en aquellas acciones o decisiones que adopte la empresa. De éste modo se reitera la obligación del consejo de administración de informar con antelación a sus miembros de los temas objeto de tratamiento en las reuniones, y al mismo tiempo que ésta sea suficiente. Del mismo modo se exige que los informes dirigidos a los accionistas y a la sociedad deban regirse por los mismos valores de franqueza, veracidad, suficiencia y claridad. La sinceridad por parte de las sociedades, dentro de los límites impuestos por su posición competitiva, constituye la base de la confianza que tiene que existir entre la empresa y todos los que tienen interés en su éxito.*

Integridad: *Entendida como un comportamiento tanto sincero como completo en cada una de las acciones y decisiones, tanto de los miembros de modo individual como de los miembros en su conjunto. La integridad debe guiar la elaboración del informe que llevan a cabo las sociedades cotizables, pues como señala el comité: "La información financiera tiene que ser honrada y presentar una imagen equilibrada del estado de los negocios de la sociedad. La integridad de la información financiera de las sociedades es imprescindible para poder llevar a cabo un buen gobierno. La independencia de aquellos que pueden hacer recomendaciones al consejo y revisar sus informes juegan un papel vital para preservar los intereses de los accionistas, que son a la vez los propietarios y los clientes de los consejos de administración.*

Responsabilidad: *Una clara estipulación de cuáles se consideran las responsabilidades respectivas de los implicados en el gobierno de sociedades, y qué es lo que se cree que cabe esperar de ellos, es una pieza básica de un buen gobierno de sociedades. El comité muestra la importancia de claridad, conocimiento y comprensión de las responsabilidades de cada uno de los grupos de la empresa así como*

un planteamiento franco respecto a la forma en que deben ser desempeñadas sus funciones. La definición explícita de estas responsabilidades ayudaría a los consejos de administración a concebir sus estrategias y lograr que sean apoyadas, al funcionamiento eficaz de los mercados capitales, incrementaría la confianza en los consejos, los auditores y la información financiera, y con ello el nivel general de confianza en la empresa.

Actitud Dialógica: *Para el buen funcionamiento del Código de Procedimientos Óptimos, se pone de manifiesto la necesidad de mantener el código al día por lo que sería necesario tener un contacto lo más directo posible con su entorno, para lo cual se deben crear canales de comunicación fluidos entre la sociedad y la empresa, tanto de información, publicidad, como de quejas.*

Teniendo en cuenta que es un horizonte normativo de actuación pero que no siempre se cumplirá íntegramente, es necesaria esta revisión o balance del mismo pues facilitará a la empresa el mejoramiento de la organización al conocer qué puntos son los más difíciles de cumplir por la misma. Estas revisiones deberán ser estudiadas por los auditores antes de su publicación, en su parte referente a las disposiciones del código cuyo cumplimiento pueda comprobarse.

Transparencia: *Este valor debe guiar sobre todo a la información que sobre la sociedad emiten su consejo de administración como las auditorias que son las piedras angulares del gobierno de sociedades. Como señala el informe del comité (Cadbury) el elemento vital de los mercados es la información, y las barreras a la circulación de información relevante constituyen imperfecciones del mercado. (...) Cuanto más transparentes sean las actividades de las sociedades, con mayor precisión se valorarán sus títulos. La transparencia en la información financiera es uno de los problemas más acuciantes con los que se enfrentan hoy los gobiernos de sociedades, pues la necesidad de examinar y corregir la información presentada por las sociedades*

aumenta los costes y la incertidumbre de la función de fijación de precios que desempeña el mercado.

Claridad: *Hace referencia sobre todo a la información que se espera tanto del consejo de administración como de los auditores del gobierno. Una explicación clara de las cuentas y los informes que estos presentan puede llegar a ser una ventaja para los usuarios de estas informaciones, pero también es un factor que influye en la marcha futura de la sociedad. Así la claridad se considera un valor adicional para el comportamiento de las sociedades que deben aspirar al máximo nivel de divulgación en consonancia con la presentación de informes que sean comprensibles y con evitar perjuicios a su posición competitiva. Y, procura garantizar la integridad y coherencia de sus informes, y deben respetar tanto el fondo como la forma de las normas de declaración financiera…"* [185]

Sin duda los aportes del Reino Unido han contribuido a la mejora del gobierno de las corporaciones, la claridad con que empiezan a detectar la complejidad de la relación accionistas, consejeros y auditores. Por otra parte el mito del tema de propiedad de los accionistas que el desarrollo de la jurisprudencia de ese país nos ha permitido ver que no era como lo concebían en el derecho anglosajón y por supuesto que hay diferencias importantes y más profundas que se dan en los países con corrientes de pensamiento del Derecho con corte latino donde el ius *fruendi, utendi y abutendi*, ni por asomo se mantienen, llegando a cuestionar hasta los motivos que originan el emprendimiento.

V.V. Sistema Alemán de Gobierno Corporativo

Al concluir nuestras lecturas para abordar el modelo alemán de gobierno corporativo, nos percatamos que en su construcción subyace un arraigo muy

[185] González Esteban, Elsa, "Análisis Ético del Informe Cadbury", *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, no. 5, 2000, pp. 3-5, En http://derechobursatildued.blogspot.mx/2010/04/el-informe-cadbury.html Consultada el 5 de agosto de 2013.

importante de sus tradiciones históricas que explican su orientación y permanencia.

La marcada participación de los trabajadores, refrenda una orientación social de la empresa en ese país, sin ir a los extremos otorga un lugar importante a los trabajadores que en algunos casos ha sido criticado y en otros se han señalado sus bondades, además de mantener un reconocimiento en favor de los financiadores tradicionales como es la banca, que también obedece a la importante participación que tienen esas instituciones en el mercado de valores alemán.

Estos dos protagonistas de la vida empresarial alemana (trabajadores y banca) enriquecen de manera destacada el desarrollo de la doctrina jurídica del gobierno corporativo, provocan la reflexión y el contraste de ideas, que aporta mucho en su desarrollo.

El marco legal del modelo alemán del gobierno de las corporaciones está conformado por la *Aktiengesetz Akt* (Ley de Sociedades Anónimas), el *Hadelgesetzbuch* (Código de Comercio), la *Wertpapierhadelgesetz* (Ley para la Negociación de Valores) y la *Börsengezets (Ley de la Bolsa de Valores).*

En 1994, la globalización, la apertura en el mundo y su participación en la Unión Europea obligaron a Alemania a realizar cambios importantes en su legislación en materia de sociedades. Un cambio importante fue la promulgación de la *Gesetz für kleine Aktiengesellschaften (Ley para la Mediana Empresa)*, que tuvo como fin fortalecer a la mediana empresa, el mercado de valores y generar incentivos para listarse, ofreciendo alternativas de financiamiento diferentes a los esquemas bancarios tradicionales.[186]*.*

Algunos acontecimientos que se suscitaron hacia finales de la década de los noventa y principios del siglo XXI, hicieron que el gobierno alemán se percatara de la necesidad de poner al día su regulación en materia de sociedades y del mercado de valores.

[186] Stohlmeier, Thomas, *German Public Takeover Law*, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands, 2002, p. 3.

La quiebra de la empresa Philipp Holzmann AG, detonó la decisión del Canciller alemán Gerhard Schröder, para constituir en mayo del año 2000, una comisión oficial para analizar los temas de gobierno corporativo, dirección empresarial, control empresarial y modernización del derecho de sociedades. Se designó en esa comisión además de un presidente y un jurista a seis políticos procedentes de los partidos de la coalición oficial, entre ellos el ministro de gobierno adjunto al canciller Hans Martin Bury, dos diputados de la Cámara Baja del parlamento alemán, el *"Bundestag"*, así como a tres secretarios de Estado, pertenecientes respectivamente al Ministerio Federal de Justicia, al Ministerio Federal de Hacienda y al Ministerio Federal de Economía, diez representantes de la economía, tres líderes sindicales y un representante de una asociación para la defensa de los intereses del pequeño inversor.

Las tareas de la Comisión fueron muy claras:

1.- Identificar las diferencias del sistema alemán de dirección y supervisión de empresas, y

2.- Con base en ello, hacer propuestas para la modernización de normas tomando en consideración la globalización e internacionalización de los mercados de capitales que han transformado las estructuras empresariales y de mercado.

Catorce meses después, en julio de 2001, la Comisión presentó su informe final, que incluyó muchas ideas del "*Combined Code"* británico y de algunos estudiosos alemanes del tema, que habían publicado trabajos al respecto, habiéndose pronunciado por la necesidad de elaborar un Código del Gobierno Corporativo.

Dicho Código, debería reunir todo lo mencionado, que caracteriza un buen gobierno corporativo y las disposiciones legales decisivas para la dirección y supervisión de la empresa. Por otra parte, el Código debería contener recomendaciones de cumplimiento voluntario en cuanto al *Best Practices*, para la dirección y supervisión de las empresas. Con esto los miembros de la Comisión pensaban que sería más fácil para los inversionistas nacionales y extranjeros entender el modelo alemán, las particularidades y ventajas del modelo dual y de cogestión empresarial de las sociedades mercantiles.

La intención fue mantener normas flexibles y adaptables que tomaran en cuenta las peculiaridades de la sociedad mercantil alemana, su dimensión, estructura, a los titulares de la participación en su capital, su entorno, particularidades de cada sector económico y exigencias de los mercados internacionales.

Por otra parte, el consejo de administración y el consejo de vigilancia de las sociedades quedaban legalmente obligados al cumplimiento de ciertas conductas y responsabilidades específicas de información de manera obligatoria.

La Comisión solicitó que el Código de Gobierno Corporativo alemán, fuera redactado por un grupo de personas que representaran a inversionistas, sindicatos, miembros de consejos de administración y consejos de vigilancia de empresas y científicos. En seis meses quedó listo el *Deutscher Corporate Governance Kodex* y el 26 de febrero de 2002, fue publicado el Código de Gobierno Corporativo alemán.

De hecho fue desde 1998, que se inició el esfuerzo de incorporar gobierno corporativo en Alemania con la *Das Kontrolle- und Transparenzgesetz* (Ley de Transparencia y Control) y hasta el verano de 2001, que se realizaron diversos trabajos que concluyeron con las reformas que entraron en vigor en 2002. La reforma también tuvo como fin que las empresas alemanas tuvieran la oportunidad de cotizar en los mercados de los Estados Unidos de América, particularmente en el *New York Stock Exchange.*[187]

Es importante mencionar que en 2001, también se publicó la *Viertes Finanzmarktförderungsgesetz*, (Cuarta Ley de Promoción de los Mercados Financieros) que entró en vigor en el verano de 2002, que vino a reforzar el mercado de capitales, en particular fortaleció los derechos de los inversionistas, la transparencia y la integridad del mercado.

He transcrito parte de las consideraciones del profesor de Derecho Mercantil de la Universidad de Frankfurt Theodor Baums, quien en su carácter de coordinador de la comisión que se integró para analizar los temas de gobierno corporativo en Alemania, haciendo un recuento y un poco de historia comenta que:

[187] *Ibidem., p. 5.*

"A principios de 1990, el término Corporate Governance llegó a Europa y finalmente a Alemania. Sin embargo, aquí se dieron unas condiciones que nada tenían que ver con las existentes en los Estados Unidos, donde los Estados Federales, conceden a las sociedades mercantiles unas libertades considerables en relación con la redacción de los estatutos de la sociedad, en los articles of incorporation y los by-laws y donde, además, los Estados Federales, compiten entre sí por tener la mejor regulación de Derecho societario. Frente a ello, los estatutos de las sociedades alemanas abiertas al público, sobre todo los de las sociedades anónimas, se caracterizan por estar regulados tradicionalmente y en buena medida por el Derecho estatal imperativo, en especial por el Derecho de sociedades anónimas, el Derecho mercantil y el Derecho de cogestión. Únicamente dentro del estrecho marco del Derecho imperativo se permite que éste se concrete y desarrolle a través de los estatutos de la sociedad, reglamentos internos, usos y costumbres o decisiones judiciales. Las sugerencias para crear un amplio debate reformista parecido al reinante en Estados Unidos, se ignoraron, a pesar de que existían buenos argumentos a favor de ello. En lugar de ello (sic), el foco principal de la discusión acerca del Corporate Governance se centró en un aspecto parcial del debate estadounidense, esto es, en la organización estructural y de procedimiento en la sociedad abierta al público y en cuestiones de integración de la sociedad abierta al público en el mercado de capitales alemán, caracterizado por desarrollarse rápidamente. El debate del Corporate Governance en Alemania se vio impulsado por el hecho de que con el transcurso del tiempo se dio un cambio fundamental en el comportamiento financiero de las empresas alemanas. Durante mucho tiempo las empresas cubrieron sus necesidades de capital, principalmente con base a sus propios medios y créditos obtenidos de los bancos alemanes. Sin embargo ambas formas de financiación de

las empresas llegaron al límite de sus posibilidades a causa de la creciente necesidad de capital de la economía y en especial de la Nueva Economía" [188]

Señala el autor que en esta etapa en donde crece el número de empresas demandantes de ahorro público en la bolsa, coincidieron con pequeños inversores, pero sobre todo, con inversores institucionales en su mayoría de origen estadounidense, caracterizados por una gran autoestima y capacidad financiera, que observaban con una mezcla de desconfianza y reserva el modelo alemán de dirección y supervisión de empresas con su separación en un consejo de administración y un consejo de vigilancia, sometido éste último a un esquema de cogestión, así como la política de información restrictiva de las sociedades alemanas.

Este hecho incrementó sin duda alguna el análisis del modelo alemán y de su realidad. El concepto de *corporate governance* evolucionó hacia la teoría de la dirección óptima de las sociedades mercantiles abiertas y orientadas hacia el mercado de capitales y hacia la supervisión de la dirección de las empresas.

Continúa el doctor Theodor Baums, comentando sobre la relación entre los propietarios de la sociedad, los inversores y el portador del poder dispositivo sobre los recursos ligados a la sociedad, entiéndase que la dirección viene marcada, como es sabido, por un conflicto de interés. Mientras que a los inversores les interesa maximizar el rendimiento del capital, siendo neutrales ante el riesgo, los miembros que dirigen se comportan de manera oportunista y poco propensa a afrontar riesgos. Este comportamiento absolutamente racional, desde el punto de vista de los miembros integrantes del consejo de administración está en contradicción con sus deberes legales, es decir, que en el desempeño de sus funciones o facultades se tome como punto de referencia el interés de los accionistas, inherente y típico a la forma jurídica de la sociedad anónima, sacando el mayor provecho posible de la participación de estos.

[188] Baums, Theodor, *Derecho de Sociedades Anónimas. t. I El Código Alemán de Gobierno Corporativo del año 2002: relaciones entre regulación legal y autorregulación,* Thomson Aranzadi-Bolsa de Madrid, España, 2006, pp. 67-69.

Ideal sería un sistema de dirección y supervisión de la empresa que, a través de una combinación de criterios de conducta con mecanismos de incentivos y control induzca a los miembros del consejo de administración a cumplir debidamente con sus obligaciones. Además, en aras de un buen gobierno corporativo, se requiere la mejor relación posible de la sociedad con sus demás grupos de interés y relación) sobre todo con sus empleados, obligacionistas, proveedores y clientes. La sociedad se encuentra ligada a ellos por relaciones de intercambio, que también contienen opciones y riesgos de oportunidad. La relación de estas opciones y riesgos puede producirle a la sociedad costos sociales. Una combinación adecuada y justa de hecho y derecho, que integre pautas de comportamiento y mecanismos basados e incentivos es indispensable para lograr un sistema óptimo de administración y supervisión de empresas, en aras de minimizar los márgenes y alicientes de tales conductas socialmente perjudiciales y oportunistas.[189]

Compartimos el enfoque del doctor Baums en la última parte de sus argumentos, ya que consideramos que la posición anglosajona del gobierno corporativo ha mostrado múltiples fallas y por otra parte el modelo Alemán ha demostrado su fortaleza y ha resistido bien los embates de la crisis europea.

La disciplina y como siempre en todo, los equilibrios le han permitido ganar al modelo alemán una posición muy importante en la economía del mundo y su indiscutible liderazgo en Europa Occidental.

Klaus Hopt, comenta que en los trabajos para la construcción del Código de Gobierno Corporativo, surgieron y quedaron algunos puntos como parte de la perspectiva de investigaciones futuras tales como:

1.- Otorgar más derechos a accionistas minoritarios facilitando el uso de tales derechos. Lo anterior con el objeto de generar incentivos hacia los accionistas minoritarios para que tengan un papel más activo en la toma de decisiones y supervisión de las sociedades y equilibrar el poder que ejercen accionistas mayoritarios e institucionales buscando mitigar el conflicto “principal-agente” al que ya nos referimos con anterioridad.

[189] *Idem.*

2.- La influencia de los inversionistas institucionales que cada vez es mayor, más numerosa y dejan dudas serias sobre su rol de supervisores internos, creadores de estrategia y políticas en favor de las empresas. Su actividad en muchos casos se limita a leer estados financieros, hacer análisis técnicos y tomar decisiones de entrada y salida. En otros casos se toman decisiones en las empresas para atraerlos, pero ellos no asumen compromisos de permanencia y finalmente se da el abandono y sobreviene el fracaso.

3.- La protección del acreedor no evolucionó con el gobierno corporativo y solo mantiene su defensa al amparo de las reglas tradicionales del Derecho societario, cambiario y mercantil. Señala Hopt que la sabiduría angloamericana señala que las reglas de capital mínimo que benefician poco a los acreedores de la sociedad y perjudican a los accionistas ya que limitan sus dividendos y es una carga para ellos. Sugieren requisitos de capital mínimo, realidad de capital aportado, revelación adecuada de información y reglas sobre insolvencia más estrictas, como parte de las reglas de una economía de mercado y prácticas del mercado de capitales.

4.- En cuanto a la codeterminación laboral alemana, no es fácil desprenderse de las especificidades históricas, culturales y económicas. La evaluación de la conveniencia de mantenerla, depende de los datos que arrojen la microeconomía y los impactos de este modelo en la macroeconomía. El doctor Hopt, señala que la insistencia alemana sobre el modelo de administración dual, es obsoleta. Si bien los representantes de los sindicatos podrían calificarse como libres de cualquier relación comercial directa, no se puede decir lo mismo respecto de los intereses de los propios miembros del sindicato que representan, por lo que el sistema alemán está fuera del alcance del sistema de equilibrio autorregulatorio determinado por la sociedad mercantil.

Nuestro particular punto de vista es diferente al del doctor Hopt. Esto lo escribió en 2010 y en 2013, su afirmación ha sido rebasada por la realidad. Solo basta ver los periódicos en donde a diario se destaca la fuerza y el liderazgo de Alemania en la región y en el mundo.

5.- Finalmente, señala el doctor Hopt, que hay una desafiante discusión sobre la convergencia o divergencia entre el gobierno corporativo y el Derecho de sociedades. Señala que desde un punto de vista europeo no hay un "sí" o un "no" rotundo. El mundo real muestra tendencias de convergencia hacia un modelo de empresa orientado al accionista, competencia, libre mercado, activismo del accionariado, mayor presencia de inversionistas institucionales con fuertes prácticas de gobierno corporativo de orientación anglosajona. Por otra parte, se ha vivido falta de competencia desde un punto de vista técnico de legisladores con conocimientos sólidos de derecho de sociedades que obviamente debilitan más la posición de éste frente a los modelos anglosajones de autorregulación.[190]

En este tema no compartimos la opinión de que los sistemas de gobierno corporativo no puedan adaptarse sin perder su estabilidad y equilibrios. De hecho desde nuestro punto de vista es exactamente en el sentido contrario. Consideramos que no debe haber modelos de gobierno corporativo a seguir, estos se deben adaptar a cada país. Los sistemas jurídicos se desarrollan y evolucionan según sus raíces históricas y culturales. El caso alemán y de los Países Bajos, es una muestra de adaptación y equilibrios. Al día de hoy la economía alemana con todas las críticas a su sistema dual de gobierno corporativo, tiene mejores resultados micro y macroeconómicos que los Estados Unidos de América y que el Reino Unido. Esto no quiere decir que estemos en favor o en contra del sistema dual alemán o el monista anglosajón, solo tratamos de señalar que en este tema no debe haber modelos a imitar.

V.VI. Sistema Italiano de Gobierno Corporativo

A finales de los años noventa prácticamente en el mundo se hacía sentir la necesidad de una reforma en materia societaria que en los países del mundo occidental provenía de los años cuarenta. Fuerzas políticas y económicas compartieron ampliamente sus ajustes e innovaciones.

La reforma sobre la administración y control de las sociedades anónimas de ese momento en Italia, tiene como antecedente el llamado Proyecto Mirone de

[190] *Ibidem.,* pp. 82-84, y 114-115.

1999, la Ley de Delegación de 2001, que regula con mayor prolijidad la relación entre gestión y control y la derivada de su reforma, llamada también Ley de Delegación del 17 de enero del 2003.

Los tratadistas señalan que el primer problema que los legisladores debieron afrontar y definir claramente es el relativo a lo que es la gestión directa de la actividad societaria por un lado y por otro, clarificar las funciones de vigilancia y control en organizaciones societarias complejas que habían surgido.

Afirman que esto se dio en el marco de las notorias asimetrías en la regulación de empresas cotizadas y las cerradas. La necesidad de un mayor desarrollo del mercado de capitales italiano y un panorama de internacionalización de las empresas, busca reducir esas asimetrías, sin pretender regular de la misma forma a las sociedades cotizadas y a las cerradas. Se busca crear un marco normativo graduable a las necesidades de cada emprendimiento,

Hay menciones reiteradas de que no se debe perder de vista que la reforma busca precisar la eficiencia de la legislación interna para convivir y competir con los demás países de Europa a fin de impedir la transferencia hacia el exterior de sociedades que operan en Italia.

Reparan en la necesidad de no crear reglas superfluas y costosas e impedir que surjan conflictos societarios que llevan a plantear a los jueces controversias con resultados insospechados que se traducen en un *alea*, generador de inseguridad jurídica.

La complejidad de normas que prevalecía en los años noventa, estaba todavía basado sobre los principios contenidos en la legislación societaria de 1942. Estos principios reflejaban una realidad productiva, económica y social profundamente modificada respecto a la actual.

Efectivamente, de un análisis de la estructura productiva italiana, se evidenciaba el abandono de los tradicionales modelos societarios y la creación de una red de pequeñas, medianas y grandes empresas. Dadas las características del tejido productivo italiano, se hizo evidente la necesidad de adecuar la disciplina societaria a las nuevas exigencias de mercado, en particular, incrementando la

capacidad competitiva de las empresas; ampliando el ámbito de autonomía estatutaria; y disciplinando diferentes modelos.

Con el objeto de adecuar la normativa italiana a los más elevados estándares internacionales de gobierno corporativo, surge el 24 de febrero de 1998, el decreto legislativo No 58, denominado *"Testo Unico in Materia Finaziaria",* conocido en Italia como TUF o *Decreto Draghi* (El nombre alude a Mario Draghi, Gobernador del Banco de Italia y Presidente del Banco Central Europeo).

Con el Texto Único en Materia Financiera en vigor desde el 1° julio de 1998, se introdujo en Italia, una nueva disciplina destinada a reglamentar exclusivamente las sociedades cotizadas en bolsa.

Posteriormente en el año 1999, para hacer frente a la necesidad de reformas del sistema societario, fueron instituidas por el entonces Ministro de Justicia, Giovanni Maria Flick, dos comisiones: la Comisión Mirone y la Comisión Rovelli. Asimismo, fue instituida una Subcomisión *"Giustizia per le imprese".*

Fue sólo después de las elecciones de abril de 2001, que por iniciativa del nuevo Ministro de Justicia Roberto Castelli el proyecto fue presentado por el Gobierno Italiano a la Cámara de los Diputados, que fue aprobado el 3 de agosto de 2001. Seguidamente, el proyecto de ley fue presentado al Senado y fue finalmente aprobado el 3 de octubre 2001, y publicado en la *Gazzetta Ufficiale* el 8 de octubre 2001.[191]

Comenta Aldo Olcese Santonja:

> *"El Testo Único de 1998, introdujo normas específicas para las compañías cotizadas. En lo que al gobierno corporativo se refiere, estas normas siguen el modelo dual tradicional italiano: un Consejo de Administración (Consiglio di Administrazione) y un segundo Consejo «el colegio sindical» (Collegio Sindacale) con funciones de auditoría interna, aspecto este último, que lo distingue del Consejo Supervisor alemán.*

[191] Castrogiovanni, Marcelo, "La Reforma del Derecho Societario en Italia", *El Proyecto Mirone, pp. 1-2 En* http://derecho-comercial.com/Doctrina/refital1.pdf Consultada el 24 de julio de 2013.

No obstante, la innovación hecha por el Testo Único de extender las tareas del Collegio Sindicale a tareas de supervisión del cumplimiento de las normas y los estatutos, de la estructura organizacional, y del sistema de contabilidad, parecen ir asemejándolo cada vez más al modelo germano, aunque el Collegio Sindícale carece de las facultades respecto a la dirección estratégica de los negocios que posee el Consejo Supervisor alemán.

Otra de las novedades del Testo Único es el establecer la obligación de que la auditoría de las compañías se realice por auditores externos, distinguiendo claramente entre la auditoría externa e interna. El Collegio Sindicale realiza las funciones de auditoría interna y, a diferencia del Consejo Supervisor alemán, los «síndicos» son contables titulados (externos). Otra diferencia que distingue al sistema italiano y al alemán es el derecho del síndico de dar órdenes a los empleados.

En relación a la independencia de los consejeros, el Código establece la incompatiblidad de ser miembro del Consiglio de Administrazione y del Collegio Sindicale al mismo tiempo. Tampoco los empleados pueden formar parte del Collegio Sindicale. El Código de Conducta (Codici di Autodisciplina) elaborado por la Bolsa Italiana recomienda una «adecuada proporción de consejeros no ejecutivos».

El número de éstos queda a discreción de cada compañía, particularmente, atendiendo a su estructura de propiedad. En este sentido, el sistema italiano parece aún más flexible que el del Reino Unido y más respetuoso con la autorregulación.

En cuanto a qué debe entenderse por consejero independiente, el modelo italiano es bastante similar al inglés y al francés en cuanto que enumera una lista de relaciones y actos que hacen presumir que un consejero no es independiente. También a semejanza de éstos, el Código recomienda una comisión de control (o de auditoría) con el objetivo principal de aconsejar y proponer medidas para la mejor

administración de riesgos. Esta comisión deberá estar integrada por consejeros no ejecutivos, la mayoría de los cuales deberán ser independientes.

En enero de 2003, entró en vigor un decreto que reforma la estructura de control interno en las empresas cotizadas italianas. Desde enero de 2004, las compañías tienen la opción de elegir entre tres diferentes modelos de GC: el modelo tradicional italiano (que se adopta por defecto), una estructura dual siguiendo el modelo alemán, con un Consejo de Administración (Consiglio di Gestione) y otro de Supervisión (Consiglio de Sorveglianza) y una última opción que es la de un Consejo único (sistema monista, anglosajón) con un único Consejo de Administración compuesto, como mínimo, por un tercio de consejeros independientes y con un comité de control (Comitato per il Controllo sulla gestione) compuesto exclusivamente por consejeros independientes." [192]

Resumiendo el comentario de Olcese, el llamado sistema tradicional italiano del que se desprenden el sistema dualista y finalmente el monista de corte anglosajón, se integra por un consejo de administración y un colegio sindical éste último integrado por miembros que no son consejeros, son externos, y cuentan con las siguientes facultades:

a) Control de legalidad (observancia de leyes y estatutos)
b) Corrección de la gestión
c) Ejercicio de acciones de responsabilidad societaria por omisión en la vigilancia
d) Manejo de información
e) Participación en el diseño de la estructura organizacional
f) Observancia al cumplimiento de las normas contables*

[192] Olcese Santonja, Aldo, *Teoría y Práctica del Buen Gobierno Corporativo,* Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., Barcelona España, 2005, pp. 58-59.

g) Auditoría interna

h) Sus funciones de control no incluyen las de estrategia del negocio*

i) Pueden dar instrucciones a trabajadores *

_____

(*) El colegio sindical italiano se distingue del colegio de supervisión alemán precisamente en que éste último si tiene injerencia en temas estratégicos de la sociedad, no puede dar instrucciones a los trabajadores y sus funciones de control no incluyen la vigilancia de la observancia de la normativa contable.

Viene en forma posterior la Ley de Delegación de 2003, que atribuye al consejo de vigilancia el nombramiento y revocación de los administradores, el poder de acordar y ejercitar la acción de responsabilidad contra estos, además de las competencias en materia de control sobre la gestión social y de aprobación del balance. Una solución análoga a la seguida por el legislador alemán.

El tercer sistema, es algo muy semejante al sistema monista constituido por un consejo de administración dentro del cual se instituye un comité encargado del control interno (el conocido comité de auditoría) sobre la gestión compuesto en su mayoría por administradores no ejecutivos en posesión de requisitos de independencia, al cual deben ser otorgados poderes de información e inspección.

El *Códice di Autodisciplina* revisado por la Bolsa Italiana en julio de 2002, recomienda un adecuado número de consejeros no ejecutivos. El número concreto debe ser determinado para cada sociedad, particularmente según su estructura accionaria. Se recomienda un comité de control interno con las funciones de asesorar y formular propuestas al consejo, particularmente en el área de gestión de riesgos.[193]

La reforma establece en un principio la opción entre un sistema tradicional, un sistema dualista y un tercer sistema, que es el monista, que ha modificado la conformación del modelo dualista acercándolo al modelo alemán y anglosajón. Es decir, se prevé la constitución dentro del consejo de administración de un comité designado para el control sobre la gestión de los administradores.

[193] Hopt, Klaus, *op. cit.,* p. 110.

El nuevo sistema italiano articulado en tres modelos administrativos conformados gracias a las propuestas, manifestaciones y críticas, parecen haber alcanzado un grado aceptable de diversificación entre los esquemas organizativos, inclusive sin renunciar al de colegio sindical y consejo de vigilancia, confrontación de poderes, deberes y vigilancia de los consejeros no delegados y de las personas que componen el órgano de administración. En el sistema dualista y monista se aplica el sistema de delegación en el consejo de gestión, los no delegados vigilan a los delegados como en el sistema tradicional.

Paolo Montalenti, señala que la administración societaria constituye el corazón del *Corporate Governance;* si se entiende en el sentido restringido de ser un conjunto de reglas relativas a la dirección de la sociedad anónima, con particular referencia al problema de equilibrio entre administración y supervisión.

Continúa Montalenti ahondando en el tema y afirma que la relación entre gestión y control representa la primera cuestión que cualquier legislador debe afrontar para llegar a un sistema en el que estén claramente distinguidas las funciones que podríamos llamar de gestión directa de la actividad social, por un lado, y, por otro, las funciones de vigilancia o control, en lo que él llama la "organización compleja" (es decir, una empresa de grandes dimensiones). Esto es, se trata de recibir, también en el plano jurídico, lo que las disciplinas de administración de empresas han ilustrado desde hace tiempo en el sentido de que los procesos de decisión y los sistemas de control deben ser adecuadamente traducidos en procedimientos eficientes y verificables.

Señala el autor que en suma, el legislador debe tomar nota de las profundas transformaciones de la organización empresarial y su complejidad, buscando un nuevo equilibrio entre el cuidado que debe haber en no afectar la propensión al riesgo del *management*, por un lado, y la necesidad de prever una red eficaz de controles sobre su actuación, por el otro; es decir, buscando no mortificar con la atribución de responsabilidad que podríamos llamar <<objetiva>> el espíritu de iniciativa de los consejos de administración, pero sin consentir, por el contrario, que tengan un amplio campo de actuación incontrolada.

Menciona Montalenti, que además la eficacia de los modelos no pueden prescindir de la estructura del control societario: el grado de independencia del *management*, típico de los sistemas con propiedad difusa, puede favorecer, también por la ausencia de una función disciplinaria de un *blockholder*, que se verifiquen comportamientos contrarios al interés social por parte de los administradores. Incluso el poner énfasis en la creación de valor para los accionistas, el llamado *shareholder value*, en los últimos años se ha elevado a nivel de finalidad prioritaria de los administradores en las grandes empresas, que se ha conectado de manera muy importante con el sistema de incentivos de remuneración para los administradores, como los planes denominados *stock options,* lo cual puede transformarse en un aspecto crítico cuando se enfrentan la creación de valor y las acciones de disciplina en las empresas. (el autor refiere al caso Enron como ejemplo de lo que menciona). [194]

Podemos señalar que el legislador italiano, se ha movido sobre un amplio horizonte, dirigido a proporcionar a los operadores o administradores de empresas, autonomía privada, una amplia posibilidad de elección entre modelos diferenciados, inspirados en experiencias maduradas y consolidadas en otros ordenamientos. Lo anterior parece ser coherente, al no establecer correlaciones rígidas entre tipologías económicas y esquemas jurídicos, sino de ampliar la oferta y dejar a las empresas la elección de los modelos más convenientes para exigencias concretas.

No están exentas de crítica estas ideas que surgen de países anglosajones, pero cuando la mayoría de las empresas son pequeñas y medianas y hacen el porcentaje más importante de la economía en Italia, se puede apreciar que el legislador de ese país está en lo correcto. Según datos del Fondo Monetario Internacional, *Word Economic Outlook Database,* en Italia la actividad económica está repartida en: agricultura 4.2%, industria 30.7%, servicios 65.1% (cifras al primer semestre de 2012). Estas cifras nos dan una idea de que en Italia, pese a que es la cuarta economía de Europa y la octava del mundo, está muy lejos de ser

[194] Montalenti, Paolo, *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas,* t. I., *Administración y Control en la Sociedad Anónima en el Sistema Italiano*, Thompson Aranzadi, Navarra, España, 2006, pp. 91-92.

un país altamente industrializado y la estructura de sus organizaciones societarias se han sabido adaptar a las circunstancias del momento histórico que les ha tocado vivir.

En comparación con el modelo alemán, que también ha defendido sus estructuras societarias, los italianos han mantenido conforme a sus necesidades estructuras societaria de mediados del siglo XX, y han hecho ajustes en las corporaciones públicas o cotizadas de acuerdo también a sus necesidades y a las exigencias propias de los mercados de capitales cuando ha sido necesario. Es decir, sin perder su identidad las figuras societarias se mantienen y se adaptan cuando los mercados no dejan otra alternativa, pero claramente no porque sean mejores o haya un convencimiento de que son mejores las estructuras societarias de corte anglosajón que han permeado en todos los mercados de capitales a nivel internacional.

Creemos que de manera inteligente el legislador italiano ha dejado los espacios a los actores de la actividad económica en ese país, para que se muevan dentro de diversas alternativas que ha puesto a su alcance, sin soslayar la existencia de modelos que en muchas ocasiones nos vemos forzados a seguir, sin que exista en la mayoría de las veces el convencimiento de que sea lo mejor, como es el caso del gobierno corporativo.

V.VII Sistema Francés de Gobierno Corporativo

Hasta el 24 de julio de 1966, se introdujo la fórmula clásica del *conseil d' adminstration* que se identificaba con el modelo unitario y el modelo dualista integrado con un *conseil d' administration* y un *conseil de surveillance* como segundo consejo. La estructura de dos niveles, reparte las responsabilidades de un directorio asumiendo responsabilidades de estrategia y el segundo órgano colegiado que incorpora entre sus facultades las de control. Aquí se ilustran de forma evidente la tendencia hacia una clara distinción entre gestión y control.

Las reformas de 2001, en Francia, indican una fuerte tendencia hacia la flexibilidad organizativa a nivel del consejo con la llamada *Loi du 15 mai 2001, relative aux nouvelles régulations économiques*, aprobada por el Poder Legislativo

Francés en 2001, que ofrece una tercera opción, la nueva estructura de carácter supletorio.

El tercer modelo se basa en la tradicional estructura monista, pero rompe con la antigua concentración obligatoria de poderes en manos de una sola persona que encabezaba la dirección general y la presidencia del consejo de administración.

El *conseil d'administration* sigue siendo responsable del establecimiento de la estrategia y del control de su aplicación en el día a día, que es a su vez administrado por la dirección general.

A diferencia de los consejeros ingleses, sus homólogos franceses no tienen poderes generales y en particular no pueden obligar a la empresa actuando como su representante. Cualquier cuestión sobre el negocio se decidirá a nivel del consejo de administración.

El desarrollo más reciente en el gobierno corporativo de sociedades cotizadas se resume en *Les Principes de gouvernement d'entreprise* (Los principios de gobierno corporativo de las empresas) de octubre de 2003.

Los Principios destacan la competencia y la experiencia de los consejeros como cualidades clave que deben considerarse por separado además de la independencia.

También el documento aumenta la proporción de consejeros independientes de un tercio a la mitad del consejo. La representación de consejeros independientes en el comité de remuneración y el de auditoría se fortalece pero sigue por debajo del nivel del Código Combinado inglés. Para el comité de remuneración solo se recomienda una mayoría de independientes (el Código Combinado inglés requiere que sus miembros sean exclusivamente independientes).

En cuanto a auditoría externa, las recomendaciones prevén reuniones del comité de auditoría y los auditores externos sin consejeros ejecutivos. A pesar de sus costos, se mantiene el sistema de doble auditoria.

La participación de los trabajadores se asegura legitimando a dos miembros que los representen para asistir a las reuniones del consejo de administración en

calidad de asesores (en el modelo dual asistirán a las reuniones del *Conseil de Surveillance*).

El profesor Alan Couret, pone en claro tres funciones básicas del Consejo de Administración:

a) *Es titular de las decisiones relativas a la estrategia de la empresa y no solo aprueba planes de la dirección general.*
b) *Es competente para conocer de todo lo relativo a la buena marcha de la sociedad, no debe desentenderse de lo cotidiano y tiene todas las facultades para participar en asuntos que considere necesarios.*
c) *Tiene poder de control y verificación. Es decir, que el modelo francés mantiene ciertas facultades parecidas al consejo de vigilancia alemán.*

El profesor Couret, señala que el presidente del consejo de administración tiene tres facultades muy importantes:

a) *Organiza y dirige los trabajos del consejo de administración y rinde cuentas a la Junta General (asamblea general de accionistas); y*
b) *Vela por el buen funcionamiento de los órganos de la sociedad, y se asegura en particular de que los administradores estén en condiciones de cumplir sus funciones; y*
c) *Es el interlocutor de los accionistas minoritarios y califica los acuerdos sometidos a la autorización del consejo de administración*.[195]

[195] Couret, Alain, *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas,* t. I., El Tercer Sistema en el Derecho Francés Después de la Reforma de 2001*,* Thompson Aranzadi, Navarra, España, 2006, pp. 123-125.

El tema de la presidencia del consejo de administración y la dirección general disociadas, son el punto fino del modelo francés. Por un lado hay un presidente del consejo de administración que cuenta con diversas facultades, pero no puede obligar frente a terceros a la sociedad y por la otra tenemos a un director general que ha quedado debilitado con las reformas, pero que tiene la carga de comprometer y representar a la sociedad y estar sujeto al escrutinio de diversos órganos, que no formaban parte del modelo tradicional francés, en el que una sola persona encabezaba la presidencia del consejo de administración y la dirección general de las empresas.

Por su parte Paul Lanois señala:

> *"…Dans le prolongement de l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis, le législateur français a voulu répondre à la crise de confiance dans les marchés financiers en adoptant, le 1er août 2003, la Loi de Sécurité Financière qui instaure de nouvelles obligations d'information au profit des actionnaires et du public. Même si l'avancée majeure en matière gouvernement d'entreprise en France est issue de la Loi de Sécurité Financière, il convient de noter que la question du gouvernement d'entreprise avait déjà été soulevée en France, et ce avant l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis, notamment dans le cadre des rapports Viénot 1 (1995), Viénot II (1999) et Bouton (septembre 2002).*
>
> *La Loi de Sécurité Financière couvre trois volets principaux: la modernisation des autorités du contrôle des marchés financiers, le contrôle légal des comptes ainsi que la transparence et le gouvernement d'entreprise, Ainsi certaines dispositions concernant l'information financière, qui étaient régies jusqu'ici par le gouvernement d'entreprise, sont maintenant intégrées à la loi. La Loi de Sécurité Financière prévoit, par exemple que le président du conseil de administration doit rendre compte des procédures de contrôle interne mises en place par la société, cette évaluation devant figurer au rapport*

de gestion sur les comptes sociaux et consolidés (article L 225-37) du Code de Commerce). Sont ainsi concernées les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière mais aussi les procédures de contrôle interne des processus opérationnels et de management qui contribuent au fonctionnement de l'entreprise mais qui n'ont aucune incidence directe sur l'information financière. Par ailleurs les commissaires aux comptes sont chargés d'apprécier dans leur rapport l'évaluation du contrôle interne faite par le président du conseil d'administration (article L. 225-235 du Code de Commerce). Il incombe donc au commissaire aux comptes d'assurer la fiabilité de l'information financière et sa mission va bien au- delà d'une simple certification de la régularité, de la sincérité et de l'image fidèle des comptes. À cette fin, la Loi de Sécurité Financière crée un Haut Conseil Commissariat aux comptes chargé d'assurer la surveillance de la profession et d'examiner les normes qui lui sont applicables. Enfin, la Loi de Sécurité Financière étend le périmètre de consolidation des comptes dans un souci de transparence financière.

Tout comme la loi Sarbanes-Oxley, la Loi de Sécurité Financière repose principalement sur une responsabilisation accrue des dirigeants, la réduction des sources de conflits d´intérêts et le renforcement des procédures de contrôle interne mises en place au sein d'entreprise. D'ailleurs, on peut constater que la loi Sarbanes-Oxley a été mentionnée à plusieurs reprises tout au long de l'élaboration de la Loi de Sécurité Financière, que ce soit dans les travaux préparatoires ou les débats parlementaires: elle est en effet invoquée tantôt comme en un modèle à suivre, tantôt comme un repoussoir. De plus, on peut noter que ces deux textes partagent le même objectif: rétablir la confiance des investisseurs. Cependant, lorsque l'on compare la loi américaine à la loi française on peut remarquer que les deux textes ne proposent pas tout à fait la même approche. En effet, la loi Sarbanes-Oxley porte principalement sur le renforcement des contrôles internes à l'entreprise,

alors que le contrôle interne est avant tout perçu en France comme <<un outil d'amélioration du fonctionnement interne et de responsabilisation de la hiérarchie de l'entreprise>>. D'ailleurs, il faut noter que la Loi de Sécurité Financière ne précise pas les moyens permettant d'assurer ce contrôle interne au sein de l'entreprise. Malgré les nombreuses comparaisons qui ont été faites entre ces deux textes, l'influence de la loi Sarbanes-Oxley est restée assez limitée. En réalité, la Loi de Sécurité Financière a un périmètre nettement plus large que celui de la loi américaine centré sur la fiabilité de l'information financière et sur la responsabilité des gestionnaires. En effet la Loi de Sécurité Financière concerne toutes les procédures de contrôle interne alors que la loi américaine ne vise que les informations comptables et financières. Par ailleurs, la Loi de Sécurité Financière s'avère parfois plus contraignante que la loi américaine. Ainsi, le champ d'application de la est assez large puis que le texte concerné toutes les sociétés anonymes, qu'elles soient cotées ou non ainsi que les comptes consolidés et les comptes sociaux…

On voit donc que le postulat de base de la Loi de Sécurité Financière est d'informer tous les actionnaires des sociétés anonymes des dispositions prises en matière de contrôle interne, alors que la loi américaine a seulement pour but de protéger les actionnaires des sociétés faisant appel public à l'épargne. De plus, la loi française implique directement le président du conseil d'administration ou di conseil de surveillance alors que la loi américaine n'implique que la direction opérationnelle, à savoir le CEO (Chief Executive Officer) et le CFO (Chief Financial Officer)…

Quoi qu'il en soit, les règles imposées par ces deux lois traduisent la volonté ferme des législateurs de <<réguler>> le fonctionnement du marché financier, notamment en dictant les comportements que doivent adopter ses différent acteurs. Les deux textes couvrent ainsi les thèmes de l'audit et du gouvernement d'entreprise. En l'occurrence, le

législateur français a entendu tirer les leçons de la crise financière américaine en adoptant des mesures qui visent principalement á renfoncer la transparence dans les entreprises. De fait, on retrouve l'empreinte de la loi Sarbanes-Oxley dans la législation française. Cette approche n'est pas isolée puisque l'on constate que d'autres pays ont également cherche à renforcer leurs règles de gouvernement d'entreprise…"[196]

[196] Lanois Paul, "*L'Effet Extraterritorial de la Loi Sarbanes-Oxley",* señala: "A raíz de la aprobación de la Ley *Sarbanes-Oxley* en los Estados Unidos, el legislador francés pretende responder a la crisis de confianza en los mercados financieros mediante la promulgación el 1 de agosto de 2003, de la Ley de Seguridad Financiera, que introduce nuevas obligaciones de información a los accionistas y al público. Aunque ya había un gran avance en materia de gobierno de la empresa en Francia, la Ley de Seguridad Financiera, consideró conveniente enfatizar el tema del gobierno de la empresa, que ya se había planteado con anterioridad en Francia, previo al surgimiento de la *Sarbanes-Oxley* en los Estados Unidos, particularmente en el contexto de los reportes Viénot I (1995), Vienót II (1999) y Button (septiembre de 2002).
La Ley de Seguridad Financiera abarca tres áreas principales: la modernización de la supervisión gubernamental de los mercados financieros, la auditoría legal de cuentas, así como su transparencia y el gobierno de la empresa. Así también, se incluyen disposiciones relativas a la información financiera, que regían hasta ese momento y se mantienen integras en la Ley. La Ley de Seguridad Financiera establece, por ejemplo, que el Presidente del Consejo de Administración es responsable y debe rendir cuentas de los procedimientos de control interno aplicados por la empresa, esta evaluación debe ser incluida en el informe de gestión junto con los estados financieros consolidados (artículo L 225 - 37 del Código de Comercio). Le conciernen también los procedimientos de control interno relacionados con la preparación y elaboración de la información financiera y contable, así como los procedimientos de control interno y de gestión de procesos operacionales y de administración que contribuyan al funcionamiento del negocio, que tengan impacto directo sobre la información financiera. Además, los auditores están obligados a evaluar el informe de control interno realizado por el Presidente del Consejo de Administración (artículo L. 225-235 del Código de Comercio). Corresponde al auditor asegurar la fiabilidad de la información financiera y su misión va mucho más allá de una mera certificación de la regularidad, la sinceridad y la imagen fiel de las cuentas. Con este fin, la Ley de Seguridad Financiera crea un Consejo de Auditoría *"Haut Conseil du Commissariat*" responsable de asegurar la supervisión y revisar los criterios las normas aplicables en materia de auditoría. Por último, la Ley de Seguridad Financiera amplía el alcance de consolidación que debe hacerse de la contabilidad con el fin de garantizar la transparencia financiera.
Como la Ley *Sarbanes-Oxley*, la Ley de Seguridad Financiera se basa principalmente en una mayor responsabilidad de gestión de las personas que dirigen, reducción de las fuentes de conflicto de intereses y el fortalecimiento de los procedimientos de control interno implementados dentro de los negocios. Por otra parte, en efecto podemos constatar que la Ley *Sarbanes-Oxley* ha tenido presencia varias veces a lo largo del desarrollo de la Ley de Seguridad Financiera, tanto en los trabajos preparatorios y los debates parlamentarios: se ha invocado varias veces como un modelo a seguir en ocasiones como un espejo. Además, observamos que estos dos textos comparten el mismo objetivo: recuperar la confianza de los inversores. Sin embargo, al comparar la ley de EE.UU., con la legislación francesa se puede observar que son dos textos que no ofrecen el mismo enfoque. En efecto, la Ley *Sarbanes-Oxley* se centra en el fortalecimiento de los controles internos de la compañía, ya que el control interno en Francia se ve como <<una herramienta para mejorar las operaciones internas y definir las responsabilidades dentro de las la jerarquías de la empresa>>. Por otra parte, cabe señalar que la Ley de Seguridad Financiera no especifica los

Vemos pues que el modelo francés es diferente al anglosajón, que por principio lo supera en profundidad y amplitud, revela un intervencionismo importante del poder público, combinado con un movimiento de liberalización provocado por la internacionalización de los mercados financieros y la construcción de las instituciones comunitarias. Hay un reconocimiento de que la liberalización favorece el desarrollo de los mercados incluyendo los no reconocidos, denominados *"over the counter",* que por cierto han provocado cierta resistencia de la autoridad francesa como sucedió con la Directiva de 2 de abril de 2004, que obligaba a los países comunitarios a reconocer diversos sistemas de negociación, pero también hay principios muy sólidos que buscan fortalecer a la empresa y no solo enriquecer a los accionistas.

Paul Lanois, destaca muy bien las pretensiones del legislador de los Estados Unidos de América, que cuida y protege muy bien al dueño desconcentra las responsabilidades de información en el Director General y el Director de Finanzas de las empresas, lo cual parece injusto ya que el consejo de administración en la regulación de los Estados Unidos de América, participa de manera activa y muy directa en la revisión y aprobación de estados financieros, los

---

medios para garantizar los controles internos dentro de la empresa. A pesar de las comparaciones hechas a los dos textos, la influencia de la ley *Sarbanes-Oxley* se ha mantenido bastante limitada. En realidad, la Ley de Seguridad Financiera contiene un alcance mucho más amplio que la ley americana que se centra en la fiabilidad y revelación total de la información financiera y la responsabilidad de gestión.

En efecto, la Ley de Seguridad Financiera se ocupa de todos los procedimientos de control interno, mientras que la ley americana sólo se aplica a la información contable y financiera. Además, el campo de aplicación la Ley de Seguridad Financiera se muestra a veces más restrictiva que la ley americana. Asimismo, el alcance del texto abarca a todas las sociedades anónimas, cotizadas o no y aquellas que consolidan sus estados financieros…

Esto demuestra que la premisa básica de la Ley de Seguridad Financiera es informar a todos los accionistas de las sociedades públicas sobre las modalidades de control interno, mientras que la ley americana sólo se diseñó para proteger a los accionistas de las empresas públicas. Además, la ley francesa involucra directamente al presidente del consejo de administración y/o al presidente del consejo de supervisión, mientras que la ley americana sólo implica a los responsables de la gestión operativa, es decir, al CEO (*Chief Executive Officer*) y el CFO *(Chief Financial Officer)*.

Cualesquiera que sean las reglas impuestas por estas leyes reflejan el compromiso y firme voluntad de los legisladores de regular el funcionamiento de los mercados financieros, especialmente las conductas que deben adoptar sus diferentes actores. Ambos textos cubren los temas de auditoría y gobierno corporativo. En este caso, el legislador francés pretende sacar lecciones de la crisis financiera americana, mediante la adopción de medidas destinadas principalmente a fortalecer la transparencia de las empresas. De hecho, encontramos la huella de la Ley *Sarbanes-Oxley* en la legislación francesa. Esta aproximación no es aislada, ya que otros países también están buscando fortalecer su regulación de gobierno corporativo…" Revue Banque Edition, Paris, France, 2008, (trad. nuestra) pp. 30-34.

comités de auditoría que se integran con consejeros independientes (pero al fin consejeros), quedan con menores niveles de responsabilidad sobre la información proporcionada cuando también su participación es muy activa en la revisión de la gestión.

Los profesores Alan Couret y Herve Le Nabasque, son enfáticos en destacar el deber ser del comportamiento de los actores del mercado financiero, y señalan que desde los inicios de los años ochenta se empezó a trabajar en Francia sobre las exigencias del comportamiento de los actores de los mercados financieros, y hacen énfasis en el reforzamiento de las exigencias deontológicas. Lo anterior quedó plasmado en la Ley de 2 de agosto de 1989, denominada Ley de Seguridad y Transparencia del Mercado. Después el 12 de julio de 1990, se promulgó una ley para impedir el lavado de dinero en las empresas con el mismo fin.

Señalan los autores que existe una reflexión recurrente al interior del Poder Legislativo francés, para promover e imponer los fundamentos del deber, buscando en la deontología sobre el mercado financiero la mejora de las exigencias éticas de sus actores que evite la multiplicación de delitos. Lo mismo se ha buscado en el gobierno de las empresas, hay una constante reflexión ética sobre la conducta de los dirigentes y sus pretensiones de poder, siempre dentro de las líneas de la ética.[197]

En el modelo francés la autoridad financiera y de supervisión esta siempre muy atenta para que la información de las empresas sea permanente, periódica, regular y fiable. La autoridad vela de manera importante por el cumplimiento de esta obligación y de que las empresas den a conocer los eventos relevantes de la vida social. Es decir la relación entre autoridad y las empresas es más intensa en el modelo francés que en el modelo anglosajón. Consideramos que esta parte de la actividad de la autoridad en donde hay una estrecha relación con las empresas, tiene un enfoque preventivo, a diferencia del modelo anglosajón que es sancionador con una orientación más persecutoria y policiaca.

[197] Couret, Alain, Le Basque Hervé, *et al.*, *Droit Financier,* Dalloz, Paris, France, 2008, pp. 20-21.

V.VIII Sistema de los Estados Unidos de América de Gobierno Corporativo

Como ya se mencionó en capítulos anteriores las corporaciones no son una nueva institución, su origen data de finales del siglo XVI e inicios del siglo XVII con los imperios comerciales del Reino Unido y Holanda creados gracias al gran desarrollo que experimentó su comercio marítimo en el que surgen organizaciones conocidas como corporaciones *cuasi*-públicas, ya que también había participación del Estado en muchos de los emprendimientos que tenían pretensiones colonizadoras. Esa es la forma en que llegó a Estados Unidos de América la figura de la "corporación".

A inicios del siglo XIX la forma utilizada en los Estados Unidos de América para reunir capitales, talento, trabajo y proyectos fue la corporación, principalmente para llevar a cabo negocios de interés público como la construcción de carreteras puentes, canales, la creación de bancos y compañías de seguros. Hasta esa época eran solo 335 corporaciones las que se habían formado en los Estados Unidos de América de las cuales 219 fueron constructoras de puentes y caminos, 33 constructoras de canales para proveer agua a bomberos y muelles, 67 bancos y compañías de seguros y 16 empresas de la industria manufacturera.[198]

Durante los primeros 50 años del siglo XIX, las corporaciones se desarrollaron y crearon en algunos casos sucursales, y así fueron saliendo del concepto de empresa pequeña y privada que con frecuencia caracterizaba a dichas corporaciones, salvo las empresas de ferrocarril, teléfonos y constructoras en las que participaba el capital público y el capital privado que eran el prototipo de gran empresa.

La inmigración que recibió ese país, es quizá el factor más determinante del progreso alcanzado hasta el presente. Gracias a la flexible política de inmigración que lo caracterizó entre la segunda mitad del siglo XIX y la primera del siglo XX, alrededor de 40 millones de personas ingresaron al territorio estadounidense, constituyéndose en el país de mayor flujo migratorio de toda la historia. De esta manera, en el estrecho lapso de 350 años se poblaron los Estados Unidos de

[198] Berle Adolf, Means Gardiner, *op. cit.*, p. 11

América y gracias a la significativa contribución de los inmigrantes, en su mayoría del sur y centro de Europa, se llegó a un grado de diversificación en la producción que fue determinante para la economía de ese país. Aunado a ello, se obtuvo un crecimiento sostenido de la población y de la producción agrícola e industrial. El más claro ejemplo lo constituyen las primeras actividades de Nueva York, ciudad en la que se establecieron gran parte de los judíos procedentes de Rusia y a través del trabajo constante hicieron uno de los más importantes centros de manufactura textil.

A principios del siglo XX se inició un movimiento de desplazamiento de capital dada la necesidad de crecimiento y ampliación de sus canales de distribución en todos los sectores económicos. Esta expansión fue sinónimo de desarrollo, se inició el surgimiento de cadenas de tiendas, fundamentalmente supermercados y almacenes que empezaron a acrecentar sus ventas de manera exponencial. En el campo de la construcción también hubo un crecimiento importante al tiempo que surgieron las organizaciones de profesionistas tales como médicos, abogados, contadores, etc. En el área de la construcción surgieron las empresas inmobiliarias de manera muy importante a partir de la segunda década del siglo XX. Destacan Berle y Means que la concentración y la dominancia de las corporaciones se dio fundamentalmente en este periodo en las empresas cuasi publicas ya que en las privadas básicamente había grupos de personas o personas en lo individual que controlaban la propiedad de las empresas.[199]

Cronológicamente, sigue como uno de los sucesos más importante en la historia de los Estados Unidos de América, el surgimiento del denominado movimiento progresista, "un movimiento para reformar la sociedad y los individuos mediante la acción del gobierno" cuyo objetivo de fondo era introducir las primeras formas de intervención estatal en el devenir de la sociedad, porque hasta 1900, tanto el Estado como la economía se habían caracterizado por el completo liberalismo basados en las expresiones "*laissez faire, laissez passer*" o mínima intervención del Estado en la empresa privada. Con la llegada del movimiento

[199] *Idem.*

progresista se emprendió una cruzada democrática de grandes proporciones a través de la cual se buscó brindar un aire de transparencia a la administración tanto Federal como de los diferentes Estados. Sus principios eran:

- *Democracia,* para que existiera más y mejor representación del pueblo.
- *Eficiencia,* en el gobierno, y honestidad en las instituciones.
- *Regulación*, hacia los empresarios para evitar la concentración.
- *Justicia social* y mejor distribución del ingreso y equidad para las masas.

El gran auge de la construcción y adquisición de vivienda estuvo acompañado por el "*boom*" vehicular, gracias a la introducción del sistema de producción en serie desarrollado por Ford Motor Company, Ltd., que permitió la creación de un vehículo accesible a la población que cambió y mejoró significativamente las condiciones de vida de los habitantes. La prosperidad de la época mostró la velocidad con la que la productividad industrial podía transformar lujos en necesidades y esparcirlos en la pirámide de las clases sociales.

En esta coyuntura a raíz del auge y crecimiento económico se dio el acceso al capital y la inversión a un porcentaje importante de la población, con altas ganancias y tasas de interés realmente bajas, había mucho dinero en la economía, disponible para invertir, miles de millones de dólares fueron hacia el mercado de capitales, y la burbuja resultante de este proceso llevó los precios de las acciones mucho más allá de su valor real, todo ello concluyó en lo que se ha denominado el "*crack* de 1929", para finalmente ocasionar una caída estrepitosa de la bolsa y por ende de todos aquellos inversionistas neófitos que habían especulado de manera irresponsable y que fueron víctimas de esa burbuja especulativa, que tuvo consecuencias muy graves en la economía de ese país.

Herbert C. Hoover como presidente de los Estados Unidos de América, fue quien debió sortear los momentos más difíciles de la peor crisis financiera y económica de los últimos tiempos, "La gran depresión".

Terminado el mandato del presidente Hoover, vino el denominado presidente más carismático de la historia reciente de los Estados Unidos de América, Franklin Delano Roosevelt. En primera instancia, cabe hacer notar que la transición con Hoover, el antecesor, de profesión ingeniero (poco común para un presidente) no se realizó en los mejores términos pues se desarrollaron varios incidentes públicos, propiciados por Hoover en su mayoría. Sin embargo, esto sirvió para mejorar la imagen de Roosevelt, quien salió sin preverlo beneficiado gracias a que estos hechos ayudaron a marcar las diferencias entre las dos administraciones.

Al momento de asumir el cargo de Presidente de su país, Roosevelt le imprimió un alto grado de confianza al electorado y a la sociedad en general, pues desde su discurso de posesión señaló que lo único que debían temer los Estados Unidos de América, era al miedo mismo. Su estrategia de reordenamiento económico (con intervención estatal) fue el llamado *"New Deal*", que involucró una serie de reformas muy importantes al sistema financiero de ese país y al sistema económico en general que dieron como resultado un nuevo país que se convirtió en la potencia económica más importante del mundo, que le permitió delinear un marco que ha querido ser imitado por muchos países, en el que se incluyó la forma de hacer negocios.

Cronológicamente tres fueron los presidentes de los Estados Unidos de América que sortearon intensamente la burbuja especulativa de finales de los años veinte del siglo XX y los problemas que surgieron después de su estallamiento: Calvin Coolidge, Herbert Clark Hoover y Franklin Delano Rossevelt.

John Kenneth Galbraith, narra de manera espléndida a detalle lo sucedido a partir de diciembre de 1928, mencionando en principio que el informe dado a la nación que dio el presidente Calvin Coolidge revelaba estabilidad que se había mantenido durante todo su mandato y señaló que *"La fuente principal de esta sin precedentes bendita situación está en el carácter e integridad del pueblo norteamericano".* Más adelante el autor señala que Coolidge debió hablarles del asombroso afán de los norteamericanos de hacerse rápidamente ricos y con un

mínimo esfuerzo, aludiendo lo sucedido en Florida por aquellos años con el *boom* inmobiliario que empezó a generar ciertas premoniciones de lo que vendría.

Herbert Clark Hoover resultó elegido por una mayoría abrumadora el 6 de noviembre de 1928, y a partir del 7 de noviembre de ese mismo año, y durante todo el mes se registraron alzas históricas en las bolsas de Nueva York y Chicago. Revela el autor que la confianza y la credibilidad desaparecieron de manera rápida de la institución presidencial, de las universidades, de los medios y de quien se atreviera a hablar de cualquier tema bursátil o económico.[200]

El autor transcribe parte de una carta que Hoover escribe en 1933, al presidente electo, Franklin Delano Roosevelt en la que se aprecia desesperación por falta total de credibilidad:

> "…*El país se sentiría mucho más seguro si se le diesen prontas seguridades de que no se producirá inflación ni se manipulará con la moneda; que el presupuesto será incuestionable, equilibrado incluso en el caso de que sean necesarios nuevos impuestos; que se mantendrá la confianza en el gobierno evitando recurrir a la emisión de títulos de deuda pública*..."[201]

La lección más relevante de la crisis del año 1929, en los Estados Unidos de América, en nuestra consideración fue haber dañado de manera muy importante la confianza de la población. La confianza es la madre del crédito y fue lo primero que se dañó. El vocablo crédito tiene sus raíces latinas en *creditum o credere,* que significa creer, y la credibilidad que por supuesto se encuentra inmersa en el mercado de valores en donde se desarrollan otras formas de crédito y financiamiento también se dañó.

Otro aspecto a destacar es que la mayoría de las personas consideran que lo que se reestructuró fue el sistema financiero al crear leyes para su mejor regulación. Esta percepción no es exacta. Lo que vino después del *crack* fue una

[200] Kenneth Galbraith, John, *El Crack del 29*, Ariel, S.A, pp. 31, 48-50 y cap. V que se denomina El Crack, Barcelona, España, 1985.
[201] *Ibidem.*, p. 252.

reforma social que buscó de manera especial restaurar las heridas infligidas a la confianza derivada de esa crisis y se enfocó en su recuperación, que a la sazón el presidente Hoover sugirió al presidente Roosevelt, ya que él –Hoover– como presidente había intentado muchas cosas y había fracasado. Los beneficios derivados del llamado *New Deal* de Rosevelt, sin duda se dieron con mayor impacto en el plano social y esa fue la razón de su éxito, no fueron los de las reformas a la regulación financiera, aunque no podemos restar mérito en ese aspecto.

Este acontecimiento en la historia de los Estados Unidos de América, también es sin duda un parteaguas entre la forma en que se organizaba la empresa antes de ese fatídico otoño de 1929 y después. Como se sabe las principales leyes de valores, la *Securities Act* de 1933 y la *Securities and Exchange Act* de 1934, tuvieron por objeto proteger a los inversionistas de fraudes en la actividad bursátil, así como exigir transparencia en la información, además de fortalecer a la autoridad bursátil al crear una autoridad especializada y técnicamente competente. Es decir, si ese era el objeto de la ley, no es más que el resultado de conductas socialmente reprochadas que tuvieron como efecto el de crear normas jurídicas encaminadas a regularlas y en su caso sancionarlas.

Por otra parte, si quienes tenían la posibilidad de emitir eran corporaciones que por su estructura y tamaño podían tener acceso al mercado de valores y sus integrantes fueron los que cometieron los fraudes contra los inversionistas que la ley protegió y también fueron quienes no dieron información suficiente, es concluyente que los destinatarios de las normas hubieran sido los administradores y los dueños de las empresas emisoras.

Así, del marco legal del mercado de capitales de los Estado Unidos de América, podemos decir que se encuentra estructurado fundamentalmente en dos leyes de carácter federal a) la *Securities Act* de 1933, que regula la oferta y distribución de títulos valor de los mercados de valores de ese país y las conductas que deben observarse en la oferta de títulos, y b) la *Securities Exchange Act* de 1934, que establece la regulación de la negociación, intercambio y mercadeo de valores y el procedimiento de registro ante la *Securities and*

Exchange Commission, entre otros aspectos, en donde se imponen los requisitos de información periódica y continua que deben cumplir los emisores que hayan ofrecido y vendido valores, así como la regulación de los mercados no regulados, también llamados "*over the counter*".

De manera subsecuente se promulgó una ley para regular principalmente fideicomisos emisores denominada *Trust Indenture Act* de 1939, aplicable a todo bono, nota o instrumento de deuda semejante, ofrecido en oferta pública. Sigue en cronología la *Investment Company Act* de 1940, que tiene por objeto regular a las compañías de inversión y su registro, obligándolas a generar información sobre su condición financiera, información sobre sus políticas de inversión, y obliga a emitir reportes periódicos y fijó reglas sobre información privilegiada.

Considerando que también hubo un *boom* de asesores, unos reconocidos y otros no, surgió la necesidad de regularlos a través de la denominada *Investment Advisor Act* de 1940. Vinieron también a nivel local otras normas llamadas *"Blue Sky Laws"* que son disposiciones de carácter estatal, que tienen por objeto la protección de inversionistas, también para prevenir fraudes.

Creemos que ese marco histórico y jurídico, fue la base del modelo de gobierno corporativo que se distingue por ciertas características:

a) La práctica norteamericana ha sido tradicionalmente favorable a la coincidencia de cargos en una misma persona y la posible conjunción de papeles del Presidente del Consejo de Administración y del Director General o Consejero delegado. Este modelo ha sido cuestionando en las últimas décadas y con particular intensidad desde los escándalos de Enron y Worldcom a principios de la primera década del siglo XXI, situación que se acentúa con la crisis financiera de 2008.

b) La normativa norteamericana que integra el sistema de gobierno corporativo se encuentra distribuida entre ordenamientos jurídicos y principios aprobados por asociaciones o agencias reguladoras como la *Securities Exchange Comission* y el *New York Stock Exchange* y leyes como la Sarbanes-Oaxley Act de y la más reciente conocida como *Dodd-Frank Act.*

c) En relación con la estructura y el papel del Consejo de Administración, el Presidente de dicho Consejo y el CEO, la identificación de sus cargos en una misma persona o su separación, han de ser concretadas sobre la base de un análisis empírico y casuístico, en atención a circunstancias de hecho, los objetivos y estrategia empresarial o su cultura y tradición, no siendo, en todo caso, cuestiones susceptibles de ser impuestas por normas imperativas.

d) Para la adopción de la estructura y papel del consejo de administración y de sus miembros, se debe contar con la opinión de los accionistas (en especial de los accionistas a largo plazo y del equipo gestor.

e) El sistema se completa con la obligación de revelar totalmente su información, mejor conocido como el principio *full disclosure* a la autoridad de valores y al público inversionista, para emisoras de valores, que se extiende a la estructura del consejo de administración, de modo que se incluye la distribución de papeles entre el presidente del consejo y el director general.

Todo éste cúmulo de disposiciones, fueron creando en el mundo el modelo a seguir por muchos países, cuando el capitalismo permeado de ideas liberales a ultranza y el neoliberalismo con sus excesos sentaron sus bases más fuertes por medio siglo que creímos infalible, sin embargo, fue hasta principios del siglo XXI, cuando ciertos escándalos corporativos y una crisis de dimensiones insospechadas nos sorprendió y nos permitió ver la fragilidad de los sistemas y las corrientes del pensamiento económico, con severísimos efectos en lo social y en lo político.

Como reacción a esos acontecimientos, también ha venido el perfeccionamiento de las operaciones y el inicio del desarrollo de las nuevas tecnologías, que nos permitieron incrementar volúmenes de operaciones y después revolucionaron la forma de hacer negocios en los mercados de valores.

De manera paralela hay un hecho que señala Michel Van der Yeught, que consideramos trivial en primera instancia, pero después de analizarlo apreciamos que no es menor, que se refiere a la personalidad de los actores en el medio bursátil que también explica mucho, pues señala a los *yuppies* y a los *raiders*,

como las figuras emblemáticas de los ochenta, se trata de dos perfiles profesionales netamente dominantes que permearon en el sector bursátil.

Por una parte los *raiders* son jóvenes dinámicos de preferencia WASP[202], sin un gran bagaje universitario. Un ejemplo es Richard Grasso, que ingresó al *New York Stock Exchange*, como cualquier empleado y fue su presidente de 1995 a 2003, solo con un diploma de *high school*. Sin embargo, la complejidad creciente de las operaciones bursátiles, exigió a jóvenes con formación más sólida. En la parte alta de los años ochenta las grandes firmas de *Wall Street, Goldman Sach, Lehman Brothers, Merril Lynch, Morgan Stanley, Donaldson, Lufkin & Jenrette*, se disputaban a los egresados de los *Master Business Administration* de Harvard, Wharton, Princeton, Columbia, Stanford, Chicago, IMT o Yale, que identifica a los *yuppies*. Hijos de los "*baby boomers",*[203] estos trabajadores, negociadores o banqueros de inversión, que reciben salarios muy elevados que alcanzan las seis cifras en dólares anuales, que superan con mucho los salarios de los mejores ingenieros de *Boeing o General Motors*. Su tren de vida está caracterizado por la extravagancia, sus patrones de consumo y su forma de vestir son símbolos de su arrogancia, consumen agua *Évian o Perrier* y dejaron la cerveza por vinos finos; regularmente viven en el Alto Manhatan, conquistadores del nuevo sueño americano, narcisistas e inmaduros que creen en el eterno *bull market* (expresión utilizada para referir el mercado a la alza), porque ellos nunca conocieron una crisis bursátil. De hecho miles de *yuppies* se sorprendieron de quedarse desempleados después del *crack* de 1987.[204]

Con independencia de los adjetivos utilizados por el autor en cita, esa descripción de la personalidad y hábitos de las personas que trabajan en el sector

[202] WASP.-Acrónimo inglés de *White, Anglo-Saxon and Protestant* ("blanco, anglosajón y protestante"), grupo cerrado de estadounidenses de elevada posición social, descendientes de británicos y de religión protestante que, supuestamente ostentan un poder social y económico importante en los Estados Unidos de América.

[203] Así se denomina a las personas nacidas en países anglosajones en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, entre los años 1940 y fines de la década de los 1960. En 2004, los *baby boomers* del Reino Unido tenían el 80% de la riqueza de ese país. A menudo han encontrado dificultades para gestionar su tiempo y dinero por un problema que otras generaciones no han tenido. Debido a que esa generación ha encontrado que sus padres viven más tiempo, sus hijos están en busca de una mejor y más amplia educación universitaria y posición económica.

[204] Van der Yeught, Michel, *op. cit.,* p. 259.

bursátil, se repite con el debut de las empresas de internet, en el año 2000, con los escándalos corporativos y más adelante, con el estallamiento de la denominada crisis *subprime* de los Estados Unidos de América, en un lapso en el que transcurren entre ocho y diez años y en el que los mercados de valores en general habían experimentado un tendencia alcista por un largo periodo. Fue en este último evento en el que se reparó en el tema de las personas involucradas en la crisis, sus hábitos y la forma hasta irresponsable de como manejaron el patrimonio ajeno que se les había confiado de una u otra forma y principalmente los efectos de su conducta frente a la sociedad.

Fueron los escándalos corporativos de principios del siglo XXI, sin duda los acontecimientos que llevaron a la reflexión y necesidad de poner en el debate los temas de gobierno de las corporaciones con una visión más real en estos aspectos y en específico a las remuneraciones.

Es imposible negar el efecto que a nivel global han tenido los referidos escándalos corporativos. Si bien los más importantes han sido los de Enron y WorldCom en año 2002, la lista de empresas involucradas es mucho más extensa. Es claro que los dos casos, mencionados son los de mayor envergadura de los conocidos hasta ese momento.

Si bien no son idénticos, ambos casos presentan similitudes que demuestran fallas de distinta índole en el sistema de gestión empresarial; principalmente las fallas tienen que ver con la utilización de prácticas contables inadecuadas, cuando no fraudulentas, por parte de las emisoras, aprovechando la amplitud de los principios de contabilidad generalmente aceptados de los Estados Unidos de América, que permitían a las empresas manejar discrecionalmente sus ingresos y egresos, con la finalidad de ocultar al mercado la real situación económica y financiera de las empresa, habiendo declarado inclusive ganancias inexistentes. A esto debe sumarse la desregulación de los mercados y la evolución producida en los instrumentos de financiación que facilitaron la actuación de los funcionarios de las compañías que se enriquecieron desmedidamente.

Sin la complicidad de importantes firmas de auditoría no hubiera sido posible, llegar a los niveles de gravedad de su conducta, sumado a la pasividad de

los inversores deslumbrados por el supuesto desempeño de sus inversiones, que no era más que parte del engaño en el fraude.

Todos fuimos testigos a través de la prensa internacional, que siguió con detalle los sucesos mencionados, cuando el General Attorney de New York, Eliot Spitzer, inició una investigación dirigida a los administradores no solo de las dos empresas mencionadas, sino en contra de otras en donde de inmediato afloraron los claros conflictos de interés de los administradores y los prestadores de servicios contables, jurídicos, de auditoría y otros relacionados con contratos fundamentales de las sociedades investigadas, que revelaban actos de corrupción. Sin embargo, era demasiado tarde.

Por su parte, los Poderes Ejecutivo y Legislativo de los Estados Unidos de América, habían iniciado sus respectivos trabajos para atender la crisis generada por los eventos mencionados, con independencia de los procedimientos que se ventilaban en el Poder Judicial.

Fueron el Senador Demócrata por Maryland Paul Sarbanes a la sazón Presidente de la Comisión de Banca, Vivienda y Desarrollo Urbano, quien tuvo la responsabilidad de desarrollar la legislación necesaria para responder a las necesidades de los acontecimientos. Por su parte en la Cámara de Representantes el Republicano Michael G. Oxley, representante de Ohio, quien en 2002, era Presidente de la Comisión de Servicios Financieros y Vivienda, de la Cámara de Representantes y quien tuvo la responsabilidad de liderar el esfuerzo legislativo del que resultó la *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act,* comúnmente denominada *Sarbanes-Oxley Act of 2002,* suscrita por el Presidente Georges W. Bush el 30 de julio de 2002.

La reforma incluyó lo siguiente:

- La creación de *Public Company Accounting Oversight Board* (Junta de Supervisión Contable para Sociedades Cotizadas), para supervisar a los profesionistas de la contabilidad.

- Medidas de control interno de las compañías, para asegurar la confiabilidad de la información financiera revelada que cumpla con la regulación aplicable.
- Se responsabiliza al Director General y al de Finanzas del contenido y veracidad de la información mediante la certificación de la misma.
- Se incorporan reglas para garantizar la independencia entre el auditor externo y la administración.
- Integración de un comité de auditoría con consejeros independientes, y se reforzaron los criterios de independencia de los auditores externos de las emisoras, creando importantes restricciones con respecto a otros servicios distintos de los de auditoría.
- Se incorporan restricciones y sanciones por la realización de préstamos a ejecutivos y planes de acciones para los directivos.
- Cambios a las reglas de información pública para incrementar oportunidad y transparencia.
- Protección a testigos, restricciones de destrucción de información, para prevenir cualquier tipo de obstrucción a la justicia.
- Nuevas y más severas sanciones por violación a leyes civiles y penales relacionadas con accionistas, consejeros, funcionarios abogados y contadores de empresas públicas.
- Por último se ampliaron las facultades de la Securities and Exchange Commission, en lo que se refiere al conflicto de intereses de los asesores bursátiles y deja pendiente la realización de estudios e informes a fin de adoptar posteriores decisiones. [205]

Nuevamente en pleno siglo XXI, la historia se repite y como sucedió en los años treinta, el objeto de la ley Sarbanes Oxley respondió a una acción necesaria del Estado que permitiera retornar la confianza del público inversor en el mercado de capitales y justamente ese es el objetivo proclamado desde el inicio por esta

[205] Bainbridge, Stephen*, To Complete Guide to Sarbanes Oxley, Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business,* Published by Adams Media, an F+W Publications Company, Massachusetts, United States, 2007, pp. 1-4.

ley, el de proteger a los inversores, mejorando la exactitud y confiabilidad de la información que las sociedades cotizadas están obligadas a divulgar en cumplimiento de las normas que deben observar.

Pasaremos a continuación a resumir las principales disposiciones que contiene la *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act and Corporate and Auditing Accountability and Responsibility Act* [206] de 2002, mejor conocida como Ley Sarbanes-Oxley, por sus importantes efectos sobre el modelo de los Estados Unidos de América de gobierno corporativo, sin pretender agotar el estudio de este complejo ordenamiento jurídico.

1. Junta de Supervisión Contable de Sociedades Cotizadas.

Como ya mencionamos la Ley crea un órgano de control de las firmas de auditoría que prestan sus servicios a emisoras de valores negociables. Como evidente reacción frente al descontrol puesto de manifiesto en los escándalos referidos y que colocaron como principal responsable a la firma de auditoría Arthur Andersen. Se arribó a la conclusión de la necesidad de establecer un estricto control sobre las consultoras para evitar que los excesos incurridos se volvieran a repetir. Este órgano no tiene fines de lucro, se constituyó como una sociedad sin fines de lucro, según las normas de Estado de Columbia, y para ser disuelta requiere de una Ley del Congreso de los Estados Unidos de América. La junta no tiene el carácter de agencia ni establecimiento del gobierno, y sus funcionarios y empleados no pueden ser considerados agentes de Gobierno Federal.

Los fines asignados a la junta son: la supervisión de las firmas de auditoría y la protección del público inversor, garantizando la exactitud e independencia de los informes de auditoría que se emitan en cumplimiento de las normas sobre valores negociables.

Dentro de los deberes que se imponen a la Junta están los de llevar el registro de las firmas de contabilidad que realicen informes de auditoría para

[206] *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act and Corporate and Auditing Accountability and Responsibility Act, Public Law* 107-204, promulgada el 30 de julio de 2002, en los Estados Unidos de América.

emisoras; establecer o adoptar estándares de calidad de la auditoría en aspectos de control, ética y otros relativos a la preparación de informes de auditoría para las emisoras; realizar inspecciones e investigaciones, así como aplicar sanciones a las firmas de auditoría y sus asociados.

Se establece expresamente que la creación de esta Junta no limita en forma alguna las facultades de la *Securities and Exchange Commission*, incluso en cuestiones que hubieran sido delegadas a dicha Junta. La Ley le faculta para supervisar y hacer cumplir la Ley sobre la Junta de Supervisión Contable de Sociedades Cotizadas. Las reglas que adopte La Junta deberán contar con la autorización previa de esa autoridad, quien además tendrá la facultad de introducir modificaciones a las mismas. Asimismo, podrá modificar las sanciones definitivas que aplique la Junta y censurar o poner límites, en casos especiales a las actividades, funciones y operaciones de la Junta. Tiene la posibilidad de oponerse al nombramiento de cualquier miembro de la Junta o a solicitar su remoción.

2. Independencia del auditor.

Se modifica la *Securities and Exchange Act* de 1934, en lo relativo a los requerimiento de auditoría para lograr que el auditor sea realmente independiente.

En primer lugar se establecen una serie de actividades prohibidas a quienes presten servicios de auditoría a las emisoras.

En tal sentido, la modificación introducida por la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, declara ilegal la prestación simultánea por parte de las firmas de auditoría o sus integrantes de cualquier servicio que no fuera el de auditoría. Dentro de los servicios incluidos en la prohibición se encuentran: llevar libros, registros y estados contables; diseño e implementación de sistemas e información financiera; servicios de valuación; servicios actuariales; servicios de auditoría interna; funciones gerenciales o de recursos humanos; actuación como agente bursátil o colocador de títulos valores, asesor de inversiones, o servicios de inversión bancaria; servicios legales; así como cualquier otro servicio que la Junta determine. También se encuentra dentro de la prohibición la prestación de servicios relacionados con pago de impuestos o estrategia y planeación fiscal.

Se faculta a la Junta para que en casos especiales pueda eximir a las firmas de auditoría de la prohibición referida en aras del interés público y siempre que sea adecuado a la protección de los inversores y sujeto a revisión por parte de la *Securities and Exchange Commission*.

La aprobación previa del Comité de Auditoría que se exige para la realización de tareas que no fueran de auditoría, no será necesaria en algunos casos previstos en la Ley.

Se establece la obligatoriedad de rotar al socio responsable de la auditoria de una emisora o del control de la auditoría de la emisora, cada cinco años. Se considera ilegal que un mismo socio actué en tal carácter por un periodo superior al señalado.

Se introduce la obligación de la firma de auditoría de elevar informes al comité de auditoría sobre toda política o práctica contable que se considere crítica, todo tratamiento alternativo de la información financiera dentro de los principios de contabilidad generalmente aceptados que hubieran sido discutidos con los funcionarios de la emisora, las consecuencias del uso de dichas alternativas de divulgación de información y tratamiento, el tratamiento preferido por la firma de contabilidad, y toda comunicación escrita entre la firma de auditoría y los funcionarios de la emisora que pudiera considerarse sustancial.

Por otra parte se considera que existe conflicto de intereses y, por lo tanto, se prohíbe que una firma de auditoría realice cualquier servicio de esta naturaleza, a una emisora en la cual algún funcionario haya sido empleado de la firma de auditoría y hubiera participado en los trabajos de revisión del emisor, dentro de un periodo de un año previo a la fecha de iniciación de la misma.

3. Comité de Auditoría.

La Ley Sarbanes Oxley modifica la *Securities and Exchange Act* , para introducir la definición del comité de auditoría, el cual se define como el órgano o cuerpo equivalente, formado por y de entre los miembros del Consejo de Administración de una emisora con el propósito de supervisar los procesos de información sobre cuestiones contables y financieras de la emisora y la auditoria

de sus estados contables. Si no existiera el comité, todo el directorio tendrá a su cargo el cumplimiento de dichas funciones.

El comité de auditoría será responsable directo de la designación, remuneración y supervisión del trabajo de las firmas de contabilidad contratadas por la emisora para la elaboración y emisión del informe de auditoría y tareas relacionadas. El comité tendrá también a su cargo resolver los desaciertos que pudieran existir entre el auditor y los funcionarios de la emisora respecto de la información financiera. La firma de contabilidad dependerá directamente del comité de auditoría.

Como principio general, cada miembro de comité de auditoría deberá ser un miembro del consejo de administración y además deberá ser independiente. La ley define el criterio de independencia prohibiendo que los miembros del comité perciban honorarios de la emisora por tareas de consultoría, asesoramiento o cualquier otro tipo de función que no sean las propias de su carácter de consejero o miembro del comité de auditoría u otros comités de directorio. Tampoco podrán ser parte de la emisora ni de sus subsidiarias. La *Securities and Exchange Commission* se reserva la posibilidad de introducir excepciones a lo antes señalado.

La ley establece que el comité de auditoría deberá fijar los procedimientos para la recepción y tratamiento de las quejas recibidas por la emisora con relación a cuestiones contables, controles contables internos y cuestiones de auditoría, así como para recibir en forma anónima y confidencial las inquietudes de los empleados respecto de temas contables o de auditoría que resulten cuestionables.

El comité está facultado para contratar asesoría externa cuando lo considere necesario para el cumplimiento de sus obligaciones. La emisora tiene la obligación de proveerle los fondos necesarios para su funcionamiento y para el pago a la firma de contabilidad encargada de la auditoría de la emisora y los asesores necesarios.

La ley dispone que dentro de los 270 días de promulgada, la *Securities and Exchange Commission,* deberá emitir una resolución por la cual se prohíba a las

bolsas listar valores negociables de emisoras que no cumplan con las normas relativas al comité de auditoría.

4. Disposiciones relativas a los directores y funcionarios ejecutivos de la sociedad.

a) Certificación de la *Section* 302

El articulo 302 impone al ejecutivo principal de la compañía, es decir al Director General y al responsable financiero de la emisora, el Director de Finanzas, la obligación de emitir con oportunidad los informes anuales o trimestrales en cumplimiento de las disposiciones de la *Securities Exchange Act*, de elaborar una certificación que tiene por finalidad responsabilizarlos por el contenido de dichos informes. La certificación se realiza en base a los conocimientos con que cuenta el respectivo funcionario y deberá referirse a los siguientes aspectos:

1) Que el firmante revisó el informe;

2) Que el informe no contiene ninguna información falsa sobre hechos relevantes, ni omisiones que pudieran constituir dicho informe en engañoso;

3) Que los estados contables y demás información financiera contenida en el informe presenta en todos los aspectos materiales la situación financiera de la empresa y los resultados de sus operaciones;

4) Que los firmantes son responsables de establecer y mantener los controles internos, que se han diseñado a fin de asegurar que la información relevante de la entidad y sus controladas, haciendo del conocimiento general, que han evaluado su efectividad dentro de los 90 días anteriores al informe y que han presentado sus conclusiones con respecto al resultado de la evaluación en el informe;

5) Que los firmantes informaron a los auditores externos y al comité de auditoría de la emisora las deficiencias significativas en el sistema de control interno que pudieran afectar negativamente la capacidad de la emisora para el registro, procesamiento, resumen e información de datos financieros y que han señalado a los auditores de la emisora todo hecho o acontecimiento que pudiera ser relevante en el sistema de control interno; así como cualquier fraude, sin

importar su significación, que involucre a cualquier directivo o empleado de la empresa que tuvieran un papel relevante dentro del sistema de control interno de la emisora;

6) Por último, los firmantes deberán certificar si han indicado en el informe si hubo o no cambios significativos en los procesos de control o en otros factores que pudieran haber afectado los controles internos con posterioridad a la evaluación, incluyendo toda acción tendiente a corregir deficiencias significativas o debilidades de los mismos.

En caso de certificación falsa, pueden ser objeto de una acción civil por parte de la *Securities and Exchange Commission* o por parte de quienes se vieran perjudicados por el incumplimiento, o de ambos.

b) Certificación *Section* 906

En esta sección relativa a cuestiones de índole penal, la Ley exige una segunda certificación a estos mismos sujetos: Director General y Director de Finanzas, pero como veremos en su oportunidad, su incumplimiento deriva en la aplicación de sanciones punitivas sumamente graves.

c) Firma de la declaración de impuesto sobre la renta.

La ley aclara que es obligación del principal ejecutivo de la compañía suscribir la declaración e impuesto a las ganancias de la sociedad.

d) Prohibición de influir en la conducta de los auditores.

Se prohíbe a todo funcionario, director o persona que actúe bajo su dirección tomar acción alguna para influir fraudulentamente, coaccionar, manipular o engañar a los encargados de la auditoria de los estados contables de la emisora con el propósito de transformar dichos estados contables en materialmente engañosos. La facultad de hacer cumplir lo mencionado se reserva en forma exclusiva a la *Securities and Exchange Commission*, así como la emisión de disposiciones de carácter administrativo.

e) Pérdida de premios, incentivos y ganancias.

La Ley dispone que si la emisora debiera rectificar información contable debido a la falta de cumplimiento de los requerimientos exigidos por la leyes de valores para los informes financieros, como consecuencia de una conducta

inadecuada, el ejecutivo principal y el principal responsable financiero de la emisora, están obligados a reembolsar todo premio o incentivo basado en el desempeño de las acciones de la emisora que hubieran percibido dentro de los 12 meses posteriores a que el informe se hubiera registrado ante la *Securities and Exchange Commission*, o se haya hecho público, lo que primero se hubiera registrado ante la autoridad o se haya hecho público, lo que primero hubiera ocurrido; así como toda ganancia obtenida de la venta de valores negociables de la emisora durante dicho periodo de 12 meses.

f) Prohibición de desempeño como director o funcionario

La Ley extiende la facultades de los tribunales intervinientes en un proceso promovido por la *Securities and Exchange Commission*, por infracción a las Leyes de valores de 1933 y 1934 dentro del marco de una investigación, para vedar preventivamente la posibilidad de desempeñarse como funcionarios o directores en otras emisoras, a aquellas personas que hubieran incurrido en la comisión de infracciones vinculadas con la negociación de valores negociables, requiriéndose a tal efecto que el sujeto se hubiera mostrado como incompetente o incapaz para desempeñarse como funcionario o director de cualquier emisora.

Adicionalmente, la propia *Securities and Exchange Commission*, está facultada en el marco de un procedimiento establecido, por la violación de normas de valores negociables a emitir una orden para prohibir que cualquier persona se encuentre en alguno de esos supuestos se desempeñe como funcionario o director de una emisora.

g) Prohibición de realizar transacciones por parte de directores y funcionarios, negociar sus títulos valores durante los periodos en que están impedidos de negociar dichos títulos, en tanto el funcionario o director los hubiera obtenido en relación con sus servicios como director o vinculación de empleo con la emisora. La sanción que se impone por la actuación en infracción a lo procedentemente indicado es la pérdida, en favor de la emisora, de toda ganancia proveniente de la compra, venta o transacción efectuada durante dicho periodo. La acción corresponde en principio a la emisora, pero si no la promoviera dentro de los 60 días de serle requerida o no fuera proseguida diligentemente, cualquier

accionista podría hacerlo, dentro de los 2 años de haber obtenido la ganancia de interés de la emisora.

h) Prohibición de realizar préstamos a los funcionarios ejecutivos:

La Ley introduce en la *Securities and Exchange Act* , la prohibición para la emisora de otorgar en forma directa o indirecta a través de subsidiarias créditos a sus directores o funcionarios ejecutivos bajo la forma de préstamos personales.

5. Información a divulgar por emisoras.

La Ley contiene diversas disposiciones sobre este tema, entre las cuales se cuentan:

- Emitir disposiciones por parte de la *Securities and Exchange Commission* para que los documentos contables anuales y trimestrales de las emisoras reflejen las transacciones llamadas "fuera de balance", los acuerdos, las obligaciones, incluidas las contingentes, y cualquier otra vinculación de la emisora con otras sociedades respecto de las cuales no esté obligada a consolidar sus balances y con otros sujetos, que pudieran tener un efecto presente futuro en la condición financiera de la emisora, que pudiera producir cambios en su condición financiera o afectar el resultado de sus operaciones, su liquidez, requerimientos de capital o componentes significativos de ingresos o egresos.
- Emitir disposiciones por parte de la *Securities and Exchange Commission,* para regular la aplicación de los principios contables generalmente aceptados de toda información financiera que den a conocer la emisoras.
- Emitir disposiciones por parte de la *Securities and Exchange Commission* para regular la forma y presentación de los informes de control interno que den forma y se ajusten a la presentación del resto de los informes previstos en la *Securities and Exchange Act*, que determine la responsabilidad de los funcionarios y ejecutivos, establecer y mantener una estructura y procedimientos adecuados de control interno para los informes financieros y que contenga una evaluación sobe la efectividad de la estructura y los procedimientos de control interno sobre los ejercicios pasados.
- Emitir disposiciones para que la *Securities and Exchange Commission* regule lo relativo a los requerimientos a las emisoras a efecto de que

conjuntamente con la información periódica requerida por la *Securities and Exchange Act*, divulgue si han adoptado o no un código de ética para los principales funcionarios de la compañía, y en caso negativo informe las razones por las cuales no lo ha hecho. También deberán determinar la manera de difundir de manera inmediata cuando se produzcan cambios en el código de ética, o se releve a los funcionarios la forma en que se dará cumplimiento al código de ética.

- Emitir disposiciones para que la *Securities and Exchange Commission* regule lo relativo a los requerimientos a las emisoras a efecto de que conjuntamente con la información periódica requerida por la *Securities and Exchange Act*, informe y divulgue si el comité de auditoría de la emisora está integrado con al menos un miembro que sea un experto financiero.
- El carácter de experto financiero puede provenir de su formación profesional o de su experiencia práctica, que le brinde conocimiento sobre principios de contabilidad generalmente aceptados y estados contables de otras emisoras de similares características, experiencia en tareas de auditoría interna o la compresión de las funciones del comité de auditoría. Si la emisora no cuenta con un experto financiero como miembro del comité de auditoría, deberá informarse y dar las razones que lo justifiquen.
- Se modificó la *Securities and Exchange Act* de 1934, para reducir de 10 a 2 días después de finalizado el mes que corresponda el plazo para informar a la *Securities and Exchange Commission*, sobre la transacción en la que toda persona que sea titular por cualquier medio de más del 10% del capital de la emisora de cualquier tipo de títulos valores representativos de capital.
- La *SEC* deberá revisar periódicamente los informes de las emisoras y sus estados contables, fundamentalmente cuando la emisora hubiera tenido que corregir la información brindada, o cuando el precio de sus acciones sufriera una significativa volatilidad en comparación con el resto, o bien se trate de emisoras con mayor capitalización de mercado, emisoras cuyas operaciones afecten significativamente un sector importante de la economía y cualquier otro motivo que fuera considerado relevante por la citada autoridad.

- Se incorpora a la *Section* 13 de la *Securities and Exchange Act*, un párrafo por el cual las emisoras deberán divulgar al público en tiempo real toda información adicional relativa a cambios sustanciales en la condición financiera y operaciones de la emisora en forma clara y sin tecnicismos, debiendo incluir información cualitativa, tendencias y gráficas según lo determine la *Securities and Exchange Commission*.

6. Reglas sobre la responsabilidad de los abogados.

La ley delega en la *Securities and Exchange Commission* la emisión de disposiciones para establecer estándares mínimos de conducta para los abogados que se desempeñen ante la *Securities and Exchange Commission* en representación de la emisora.

La Ley dispuso que dichas normas deberán contener la obligación de los abogados, de informar al abogado general de la compañía o al principal ejecutivo que es el director general, las evidencias de la violación sustancial de las leyes de valores negociables o el incumplimiento de los deberes fiduciarios o violaciones similares por parte de la compañía o por cualquier agente de la misma, y si no se adoptaran las medidas apropiadas en función de las evidencias informadas, el abogado deberá informarlo al Comité de Auditoría, a otros Comités integrados por consejeros independientes de la compañía o al Consejo de Administración.

7. Conflicto de intereses de los analistas.

La ley incorpora la *Section* 15D a la *Securities and Exchange Act*, para regular las situaciones de conflicto de interés que pudieran presentarse en relación a los informes de analistas financieros que recomiendan acciones en base a sus investigaciones, delegando en la *Securities and Exchange Commission* la obligación de elaborar las respectivas reglas para lograr una mayor objetividad en los informes e investigaciones de los analistas y brindar mayores elementos de juicio a los inversores, así como la obligación por parte de los analistas de divulgar sus tendencias de títulos de las emisoras.

8. Facultades de la Securities and Exchange Commission.

Dentro del marco de las acciones o procedimientos previstos por las leyes de valores negociables, la *Securities and Exchange Commission* podrá solicitar, y cualquier tribunal federal deberá otorgar, toda "reparación o compensación equitativa" que resulte apropiada o necesaria para beneficio de los inversores.

Por otra parte, introduce a la *Section* 4c de la *Securities and Exchange Act* , la facultad de la *Securities and Exchange Commission* para inhabilitar o denegar el derecho de una persona de actuar ante esa autoridad, en forma temporal o definitiva, previa notificación y derecho de audiencia, si se determinara que dicha persona no posee la calificación requerida para representar a otros, falta en integridad o por haber realizado alguna conducta profesional impropia o no ética, o por haber violado conscientemente o ayudado o tolerado. La ley aclara el alcance que debe darse al concepto "conducta profesional impropia" cuando se trate de firmas de contabilidad o de sus integrantes.

Asimismo, la *Securities and Exchange Commission* podrá, en tanto se esté llevando adelante una investigación por presunta violación a las leyes de valores negociables, solicitar una orden judicial, a fin de congelar temporalmente y hacer depositar en una cuenta por un plazo de 45 días prorrogables por otro período igual la retribución extraordinaria que pudieran tener o percibir los directores, funcionarios, socios controlantes, agentes o empleados de la emisora que se encuentran bajo investigación. Si se formularan cargos contra dichos sujetos, la orden permanecerá vigente hasta que concluya el procedimiento; en caso contrario se procederá a liberar los fondos.

Por último, como ya fuera indicado, la *Securities and Exchange Commission* podrá, en el marco de un procedimiento por la violación de normas de valores, emitir una orden para prohibir que los sujetos involucrados en la violación a la ley se desempeñen como funcionarios o directores de una emisora.

9. Delitos

a) Destrucción, alteración o falsificación de registros en una investigación federal y/o en caso de quiebra.

La ley sanciona con multa o prisión de hasta 20 años, o ambas, a aquellos que conscientemente alteren, destruyan, mutilen, oculten, falsifiquen o realicen un asiento falso en cualquier registro, documento u objeto tangible, con la intención de impedir, obstruir o influir en la investigación o normal tramitación administrativa que tuviera a su cargo cualquier departamento o agencia de los Estados Unidos de América o en un procedimiento de quiebra.

b) Destrucción de registros de auditoría y papeles de trabajo.

La ley impone al contador que lleve una auditoria en una emisora la obligación de conservar los registros de auditoría y papeles de trabajo de la misma durante un período de 5 años, contados a partir de la finalización del período fiscal en que la auditoría o revisión fue concluida. Aquél que en forma consciente y voluntaria viole lo indicado con anterioridad, será sancionado con multa o prisión de hasta 10 años o ambas.

c) Plazo de prescripción de la acción de fraude en relación a valores negociables. Se amplía el plazo de prescripción para los supuestos de fraude cometido con relación a valores negociables, el cual se extiende de 1 a 2 años desde que los hechos que constituyen la violación fueron conocidos y de 3 a 5 años desde la fecha en que se incurrió en violación a los supuestos de Ley.

d) Se incorpora un apartado para protección de empleados de emisoras que brinden pruebas de la comisión de un fraude.

Se otorga una acción para evitar represalias que pretendan adoptarse en contra de aquellos funcionarios, empleados, contratistas, subcontratistas y agentes de la emisora que brinden información o hagan que la información sea brindada. La acción tiende a brindar protección al empleado frente a medidas arbitrarias de su empleador, dejando sin efecto las mismas brindándole la posibilidad de resarcirse pecuniariamente de los perjuicios sufridos. La misma se encuentra sujeta al cumplimiento de determinados requisitos que la Ley señala.

La presente norma se ve complementada con la *Section* 1107, que sanciona penalmente con multa o prisión de hasta 10 años o ambas, a aquellos que, a sabiendas, con la intención de vengarse adoptan alguna acción dañosa

contra aquel que provea información verídica en relación a la comisión o posible comisión de un delito de los previstos en la referida Ley.

e) Delito de defraudación a los accionistas

La ley incorpora el delito de defraudación a los accionistas de una sociedad que cotiza sus valores y lo sanciona con multa o prisión de hasta 25 años o ambas. Los sujetos activos de tal sanción son aquellos que en forma consiente ejecuten o intenten ejecutar un ardid o artificio tendiente a defraudar a cualquier persona en relación con una valor negociable de una emisora, o quienes pretendan obtener mediante una falsa o fraudulenta simulación, declaración o promesas, dinero o bienes en relación con la compra o venta de valores negociables de una emisora.

f) Otros delitos.

Se elevan las penas previstas para distintos delitos denominados de cuello blanco, aumentando tanto las multas como las penas privativas de libertad.

g) Certificación defectuosa por parte de los funcionarios ejecutivos de las emisoras como ya se mencionó al tratar la certificación a que se refiere la *Section* 302 la Ley, que exige al director general de la emisora y al director financiero la presentación de otra certificación, además de la ya analizada a la que deberá acompañar los informes periódicos que contienen información financiera.

Si bien comparativamente la certificación de esta *Section* 906, es más simple y limitada, la sanción que acarrea su incumplimiento es mucho más severa, ya que la misma es de naturaleza penal.

La certificación consiste en declarar que el informe cumple plenamente con los requerimientos de las leyes de valores negociables y que la información que el mismo contiene y representa de buena fe todos los aspectos sustanciales, la condición financiera y los resultados de las operaciones de las emisoras.

Aquel que certifique cualquier declaración financiera, sabiendo que el informe al que acompaña no se ajusta a lo establecido en el párrafo precedente, será sancionado con multa de hasta un millón de dólares o prisión de hasta 10

años o ambas; en cambio, si la certificación fuera dolorosamente efectuada, las penas se elevan respectivamente a cinco millones y 20 años.

h) Incremento de penas previstas en la *Securities and Exchange Commission*. La ley eleva de uno a cinco millones y de dos millones y medio a veinticinco millones las sanciones previstas en la *Section* 32a de la Ley.

Como conclusión de este resumen de la popularmente conocida como Ley *Sarbanes-Oxley* de 2002, vemos que en las reformas a comentario el supuesto poder de disciplina de los mercados que nos mencionaron en reiteradas ocasiones los economistas, no siempre es eficiente. La conducta de las personas no se regula en los mercados, la actuación con falta de escrúpulos de los funcionarios no está al alcance de los principios económicos. Los principios de lealtad y fiduciarios y la eticidad en las conductas no están inmersos en la economía.

Nuevamente, como sucedió en 1929, 1987 y 2002 el daño más grave que se produjo en el mercado fue la pérdida de la confianza por parte del inversor, y sin confianza no están dadas las condiciones para desarrollar un mercado de valores.

Para restituir la confianza es necesario dar señales claras y adoptar medidas que ejemplifiquen, reaccionando en forma rápida, oportuna y firme.

La Ley *Sarbanes-Oxley* de 2002, puede considerarse que respondió a las necesidades de su momento, dando un golpe de timón con un efecto péndulo por parte de los órganos del Estado en ejercicio de un rol que buscó restaurar la confianza y garantizar la transparencia en el mercado, que es uno de los pilares de su economía para reconstruir de esa manera la confianza perdida de los inversores. Lograron poner de moda el tema de gobierno corporativo, que como hemos visto no es algo que tuvo su origen en ese país. Lo que es innegable es su poder de convocatoria y el hecho de que seguía siendo en 2002, el modelo a seguir. Nadie tuvo en la cabeza el hecho de que esa economía se estuviera desmoronando seis años después, debido a otra crisis surgida nuevamente en el mercado de valores de los Estados Unidos de América. Las reformas al gobierno de las corporaciones no fueron la panacea y revelaron una gran fragilidad al igual

que otros sujetos del mercado de valores que fueron señalados de manera particular como es el caso de las calificadoras de valores, ejecutivos de casas de bolsa, empresas emisoras y hasta la propia autoridad.

La llamada *"crisis subprime del 2008",* puso de manifiesto nuevamente la fragilidad del modelo de gobierno corporativo de los Estados Unidos de América, que incidió nuevamente en la estructura de su mercado de valores.

¿Por qué ocurrió la llamada crisis *"subprime"*?

Los analistas y las autoridades en sus conclusiones *postmortem*, apuntan a un problema estructural que se originó con las hipotecas *subprime,* pero inmediatamente contagió a los mercados de hipotecas *prime* a otras bursatilizaciones de otro tipo de activos y a todos los mercados después.

Las agencias calificadoras fallaron en sus cálculos y sus modelos que buscaban anticipar incumplimientos no funcionaron. Un conflicto de interés manifiesto de estas instituciones, nadie lo denunció y siguen como si nada hubiera sucedido. Lo peor es que hasta han retado al mismo Gobierno de los Estados Unidos de América y no pasa nada, tenemos un desconocimiento total de donde fincan su poder.

La bursatilización, que supuestamente busca mitigar y diversificar el riesgo transfiriéndolo a las partes mejor protegidas para manejarlo, no protegió a los inversionistas.

No hubo suficiente revelación de información, las estructuras cada día se hicieron más complejas, pero muchos las desestimaron y tomaron pobres decisiones.

Los originadores afectaron sus activos; incrementaron su volumen de préstamos disminuyeron los estándares y calidad de los activos y de las emisiones.

El riesgo quedó disperso, tanto, que nadie tuvo incentivos o capacidad para monitorearlo.

Ante esos embates, la posibilidad de reestructurar se volvió difícil, ya que los beneficiarios de los derechos de los créditos con garantía hipotecaria no eran los acreedores originales, sino una multitud de inversionistas dispersos.

Ciertos principios se rompieron, verbigracia: nuevamente compensación de los empleados, altas ganancias de corto plazo sin considerar los riesgos de largo plazo, entre otros.

Ningún actor tuvo los incentivos suficientes para limitar su apetito de riesgo como para reducir el peligro de contagio sistémico a otros actores.

La etiología del problema fue la misma casi en todos los casos que en las crisis anteriores y se circunscribe a cuatro conductas recurrentes:

- *Conflictos de interés* (entre emisores, agencias calificadoras, banqueros de inversión)
- *Complacencia* (salarios exorbitantes para empleados de empresas y bancos de inversión)
- *Complejidad* (operaciones que no entendían las partes, fueron diseñándose hasta que fueron prácticamente ininteligibles)
- *Ambición* (naturaleza humana)

Lo anterior, produjo la llamada ley Dodd-Frank, -nombre de los congresistas Christopher J. Dodd y Barney Frank- o Reforma Financiera de 2010,[207] en los Estados Unidos de América que abarcó seis temas:

1.- Mayor protección al consumidor financiero y crea la *Consumer Financial Protecction Agency.*

2.- Reforma estructural a la regulación financiera que tuvo por objeto fortalecer a la autoridad. Ahora fue la Reserva Federal, otorgándole nuevas facultades de supervisión y regulación, especialmente en operaciones realizadas en los mercados denominados *over the counter*.

[207] *Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end too big to fail, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purpose,* promulgada el 16 de julio de 2010.

3.- Creación de nuevos actos de autoridad para evitar riesgos sistémicos (alertas tempranas).

4.- Reformas al proceso de bursatilización que incluye a calificadoras de valores.

5.- Coordinación con autoridades financieras.

6.- Creación de un marco regulatorio a las operaciones conocidas como derivadas realizadas en los mercados *over the counter*.

Paradójicamente ahora la lección la dio México, al contribuir de manera muy importante en esta reforma, al haber tomado experiencias de nuestra crisis de los noventa.

Hemos revelado la estructura jurídica del mercado de valores de los Estados Unidos de América, a partir de sus crisis, en las que el tema del gobierno de las corporaciones ha estado siempre presente.

El carácter hegemónico de ese país en el mercado de valores, se trasladó a sus recintos legislativos, en donde sus legisladores pensaron que dando un carácter extraterritorial a las disposiciones de diversos ordenamientos, principios y condicionamientos dentro de los mercados, serían la solución a todas sus crisis. Se equivocaron. Nada ha podido contener sus crisis. Nadie hubiera pensado que cinco años después de su Ley *Sarbanes-Oxley*, de 2002, los encontraríamos sumidos en una de las crisis más grandes de la historia de los Estados Unidos de América.

Ojalá hayan aprendido que no es posible controlar al mundo extendiendo su brazo sancionador en forma arbitraria y extraterritorial, que la cooperación internacional es una política exterior racional en el concierto de las naciones y no una política unilateral y autoritaria. Los actos unilaterales, tarde o temprano llevan a la arbitrariedad y/o a la ineficacia. Tienen que reconocer que deben ser incluyentes en el concierto de las naciones, que un orden jurídico internacional que armonice normas compatibles e instrumentos de coacción reconocidos bajo principios de cooperación, reciprocidad y equivalencia entre Estados, permitirá que las actividades, en el caso que nos ocupa, fluyan mejor. Si a eso se agrega la

posibilidad de que los sujetos de dichos mercados obtengan niveles de autonomía que les permita generar en donde sea necesario reglas de autorregulación que no invadan la esfera del Estado, cualquiera que sea, creo que avanzaremos.

Es claro que la intención en los dos ordenamientos busca la prevención de fraudes, estimular conductas éticas por parte de los gestores de las emisoras, para recobrar la confianza de los actores en los mercados financieros, basados en información íntegra, transparente y oportuna, que en esencia debería traer como consecuencia mejores prácticas al interior de las corporaciones.

El gobierno corporativo bajo el modelo de los Estados Unidos de América, podemos apreciar que ha dado muestras claras de autoritarismo en un principio, ineficiencia e ineficacia después, que quedaron debidamente documentados en menos de una década. No obstante, también quedó debidamente documentada la voluntad política de sus autoridades al haber dado respuesta en forma expedita y razonable a los severos problemas enfrentados en las dos ocasiones, por eso, debe reconocerse que en forma muy rápida van saliendo de una de las crisis económicas más trascendentes de su historia.

V.IX Sistema Español de Gobierno Corporativo

Considero prudente abordar el modelo español de gobierno corporativo ya que debemos reconocer que ha tenido un desarrollo muy importante en Europa, habiéndose colocado a la vanguardia en el continente.

El Informe Cadbury de 1992, fue de gran influencia en España, que derivó en la creación de un grupo de trabajo para reflexionar y buscar soluciones para introducir ciertos cambios al gobierno de las sociedades, analizar mecanismos de salvaguarda de los negocios, sus activos, su patrimonio, fiabilidad de la información, introducción de instrumentos que fortalezcan conductas éticas para respetar los compromisos de las organizaciones empresariales con la sociedad española. A este grupo se le denominó Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades.

Es de destacar que la iniciativa buscó que los responsables del gobierno de las corporaciones, de su control y de la labor de dirección, aseguren la

permanencia en el largo plazo. Lo anterior en virtud de que acontecimientos como la globalización de los mercados, el desarrollo tecnológico, los procesos de reestructuración organizativa de las empresas, habían debilitado los esquemas tradicionales de control y como consecuencia también había contribuido a la desaparición de algunas empresas. La planeación estratégica, la nueva concepción de los riesgos económicos y legales, aumento de litigios entre accionistas y administradores, hicieron meditar sobre la necesidad imperiosa de la revisión de los esquemas de gobierno corporativo.

El primer informe de esas características que se publicó en España fue el Informe sobre el Gobierno de las Sociedades Cotizadas, del 26 de febrero de 1998, mejor conocido como Informe Olivencia, por haber sido presidido por Don Manuel Olivencia, catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Sevilla y postulante de la materia en forma destacada. Este Informe, siguió de manera muy marcada la tendencia de Informe Cadbury, haciendo énfasis a un sistema de autorregulación y de aplicación voluntaria.

El informe Olivencia fue revisado en 2002, claramente con motivo de la publicación de la Ley *Sarbanes-Oxley* de ese mismo año, por un nuevo grupo de personas, que conformaron la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas, que generó el denominado Informe Aldama, en virtud de que fuera presidida por el empresario Enrique Aldama. El informe mantiene el esquema de recomendaciones, pero también sugirió realizar reformas legislativas, que quedaron plasmadas en la denominada Ley de Transparencia 26/2003 del 17 de julio de ese año.[208]

La crítica no fue buena para esta iniciativa y así se expresaba el diario El País, en un artículo del periodista Joaquín Estefanía que es del siguiente texto:

> "…*De las 49 páginas del informe (Aldama) se desprende una idea fuerza: ha triunfado la idea de los que, dentro de la comisión***,**

[208] Zunzunegui, Fernando, *et al.*, *Derecho Bancario y Bursátil*, Constitución y Leyes, S.A. (COLEX), Madrid, España, 2012, p. 282.

preconizaban que lo mejor es que las empresas autorregulen su gobierno, y ha sido vencida la de quienes pretendían una mayor capacidad normativa. No obstante, el vicepresidente del Gobierno Rodrigo Rato anunció en el momento de la presentación que algunas de las recomendaciones del informe podrán obtener el rango de ley.

En esencia, el informe Aldama recomienda la práctica de un informe anual del buen gobierno de cada empresa cotizada; el deber de información transparente sobre la propiedad del capital, las normas de funcionamiento del consejo de administración y la junta general de accionistas, o los sistemas de control de riesgo, y el deber de lealtad de los administradores, que incluye no desempeñar cargos en empresas competidoras, no utilizar información confidencial con fines privados, evitar los conflictos de intereses, abstenerse en las votaciones que le afecten, deber de secreto aun después del cese, o no hacer uso indebido de los activos de la sociedad. Es decir, el sentido común. La comisión, por el contrario, no ha fijado un límite de edad común para los consejeros (dependerá de cada empresa), ni la separación obligatoria de los cargos de presidente y consejero delegado, ni el número de consejeros independientes, ni limita la reelección de los consejeros o el número de consejos a los que se puede pertenecer.

Los contenidos del informe Aldama son continuistas con los de la Comisión Olivencia, creada hace cinco años y de cuyas recomendaciones se han valido hasta ahora las empresas (se puede hacer una comparación entre ambos entrando en el sitio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: www.cnmv.es). Incluso se puede afirmar que en algunos aspectos supone una marcha atrás por el carácter tan generalista de muchos de sus párrafos. En cualquier caso, la aplicación universal de los criterios citados anteriormente supondría un avance en las prácticas del buen gobierno corporativo.

Por una coincidencia, el mismo día en que se presentaba en Madrid el informe Aldama, la Comisión de Confianza y Empresa Privada, creada

en EE UU por The Conference Board, hacía públicas también sus recomendaciones sobre buen gobierno, auditoría y contabilidad. Entre ellas figuraba la separación de las figuras de presidente y consejero delegado dentro de una empresa cotizada, y la vehemencia en la existencia de una sustancial mayoría de independientes dentro de los consejos. Esas recomendaciones se unían a las ya conocidas, desde el pasado mes de septiembre, sobre la vigilancia de las remuneraciones exageradas de los ejecutivos de las empresas, causa de la multiplicación de los escándalos de la América Corporativa (la escala de emolumentos había llegado a ser, en algunas sociedades, de 411 a 1)..."[209]

Se aprecian en el cometario al informe Aldana muchas dudas en la adhesión a principios universales, destacan cierta pobreza en el informe, en el sentido de que no agregan valor a lo que se venía señalando en otros documentos elaborados en el pasado y se hacía énfasis en los emolumentos de los gestores y en cierto grado a la eticidad de sus conductas.

Para el año 2006, se creó un nuevo grupo de trabajo que se denominó Grupo Especial de Trabajo sobre el Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, creado a impulso de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España y presidida por Don Manuel Conthe que a su vez también era presidente de la referida Comisión.

Esa Comisión generó el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo del 19 de mayo de 2006 y un Informe, que incluye un análisis profundo de los anteriores informes y los diversos generados por organismos internacionales.

El Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo, mantiene el principio de voluntariedad, con la obligación de cumplir o explicar. Es general para las sociedades cotizadas, reserva de competencias de asuntos importantes al Consejo de Administración, precisión de consejeros ejecutivos, dominicales e

[209] Estefanía, Joaquín, "Informe Aldama: y parió un ratón…", *El País,* Columna del 13 de enero de 2013, En http://elpais.com/diario/2003/01/13/economia/1042412405_850215.html Consultada el 13 de agosto de 2013.

independientes. Estos últimos deberán conformar un tercio del cuerpo colegiado. No trata la edad de retiro a diferencia de sus antecesores, aborda el tema de retribución, establece esquemas de denuncias de empleados, siguiendo el modelo americano.[210]

Se aprecia que la tradición de la legislación española se ha concentrado en la regulación de la sociedad anónima, en el ordenamiento español no hay división normativa entre dos escalones como sucede con la legislación norteamericana, en donde la legislación corporativa es facultad de los Estados, mientras que la legislación del mercado de valores es competencia Federal. En España existe sin embargo, una distinción competencial entre el Ministerio de Economía y el Ministerio de Justicia, sobre el régimen de las sociedades anónimas. Los confines de estas competencias, observados en general, no han sido respetados escrupulosamente en las últimas novedades normativas. Todavía no se ha producido ninguna perturbación en el ámbito de aplicación de las normas dictadas por el Ministerio de Economía y por su delegación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. [211]

Se percibe en los textos de los diferentes ordenamientos españoles un avance importante en la adecuación de la legislación a las necesidades del momento histórico y en el fortalecimiento de las herramientas de tutela y ejercicio de derechos por parte de accionistas y consejeros. También se aprecia avance importante que se revela con claridad en el tema de ética a efecto de permear los principios y valores de la conducta en el mercado de valores a sus participantes, incluyendo a los gestores de las sociedades cotizadas. España ha sido abierta en materia de gobierno corporativo, sin desprenderse de sus raíces latinas en cuanto a la regulación de sociedades, que ha mantenido y solidificado en el tiempo. Se percibe una influencia anglosajona importante, pero mantiene la esencia de sus raíces jurídicas latinas.

---

[210] Zunzunegui, Fernando, *et al*., *Derecho Bancario y Bursátil*, *op. cit.,* pp. 282-283.

[211] Duque, Justino, *et al.*, *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas, Del texto refundido de la LSA 1989 a la Ley de Transparencia de 2003: Hitos y situación actual del Ordenamiento Español en Materia de Gobierno Corporativo,* Thompson Aranzadi, t. I., Navarra España, 2006, pp. 283-284.

V.X La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

La Organización Europea de Cooperación Económica (OECE) se creó en 1948, para ejecutar el Plan Marshall que tenía como fin la reconstrucción de los países europeos que habían quedado devastados después de la Segunda Guerra Mundial, con el apoyo financiero de los Estados Unidos de América, que a la vez estaba destinado a contener el avance del comunismo en el mundo, pero sobre todo en Europa. Al reconocer los distintos gobiernos el nivel de interdependencia de sus economías, se allanó el camino para una nueva era de cooperación que cambiaría a Europa.

Animados por su éxito y la perspectiva de la realización de su trabajo hacia adelante en un escenario global, Canadá y los Estados Unidos de América, se unieron a los miembros la OECE y firmaron un nuevo convenio, que creó La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) el 14 de diciembre de 1960. Así nació y oficialmente el 30 de septiembre de 1961, el convenio entró en vigor.

La Organización tiene como objetivo fundamental promover políticas destinadas a:

- Lograr el mayor crecimiento sostenible posible de la economía y del empleo, y aumentar el nivel de vida en los países miembros, manteniendo la estabilidad financiera y contribuyendo así al desarrollo de la economía en el mundo;
- Contribuir a una sana expansión económica tanto en los Estados miembros como de los no miembros en vías de desarrollo económico; y
- Contribuir a la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria de acuerdo con las prácticas internacionales.

En forma posterior otros países del Oriente se unieron, empezando por Japón en 1964. Hoy en día los países miembros de la OCDE en todo el mundo

recurren regularmente entre sí para identificar problemas, discutir, analizar y promover políticas para resolverlos.

China, India, Brasil y algunos países que formaban parte de la antigua Unión Soviética se han unido a la OCDE o han adoptado sus normas y principios para lograr objetivos comunes. La OCDE actualmente tiene como parte de su membresía alrededor de 40 países que representan el 80% de las inversiones y el comercio mundial, por lo que ha jugado desde hace tiempo un papel fundamental para hacer frente a los desafíos que enfrenta la economía mundial.[212]

La OCDE a través del diálogo con representantes de la sociedad civil, las consultas y la política, ha trabajado en los últimos años en diversas actividades con organizaciones no gubernamentales, centros de investigación y universidades.

La Organización mantiene una estrecha relación con los parlamentarios, especialmente a través de sus vínculos con los países miembros.

El Foro anual de la OCDE, es una plataforma global para el intercambio de ideas, el intercambio de conocimientos y creación de redes. Reúne a todos los interesados, incluidos jefes de Estado y de Gobierno así como a los ministros representantes de distintos gobiernos, representantes de organizaciones internacionales, líderes de empresas, sindicatos y la sociedad civil. El Foro de la OCDE se celebra anualmente para debatir cuestiones clave de la agenda internacional y ministerial de los países miembros, en él participan ministros y altos funcionarios de organizaciones internacionales.

La OCDE se ha convertido un poco como la verdad del planeta, en donde no siempre salen recomendaciones o ideas ajenas a una tendencia. Obviamente sus recomendaciones traen la influencia de quienes la dirigen, pero en un balance general, su actuación es buena desde nuestro particular punto de vista.

En abril de 1998, se conformó un grupo consultivo del sector privado que dio lugar al Foro de Gobernanza Corporativa Global, fundado por el Banco Mundial y la OCDE denominado "*Business Sector Advisory Group on Corporate Governance",* en ese foro, Ira M. Millstein abogado especialista en temas corporativos en los Estados Unidos de América, se desempeñó como Presidente

[212] OECD. En http://www.oecd.org/about/history/ Consultada el 19 de agosto de 2013.

del Grupo Asesor de Empresas de la OCDE, sobre Gobierno Corporativo y como Co-Presidente del Comité de Alto Nivel para Mejorar la Eficacia de los Comités de Auditoría Corporativa (patrocinado por la Bolsa de Valores de Nueva York y la Asociación Nacional de Corredores de Valores). El citado Grupo redactó un informe a solicitud de la OCDE y de ese informe, surgió la necesidad de escribir un Código de Buenas Prácticas Corporativas, que se empezó a difundir en abril de 1999, que llevaba el sello de esa institución.

El documento planteó varios principios como los de transparencia y acceso a la información, responsabilidad de gestión de los administradores, tratamiento igualitario, entre otros.

Los principios de la OCDE, tienen un gran acierto, no constituyen una propuesta con una visión única e inamovible, dan cabida a la flexibilidad dependiendo de cada realidad empresarial, sujetos a revisión constante dependiendo del tiempo y el contexto de cada situación. No se circunscribió a un país o a un sistema legal.

Los principios básicos se resumen como sigue:

1. *Garantizar la base de un marco eficaz.* El marco para el gobierno corporativo deberá promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras.
2. *Los Derechos de los accionistas y funciones, clave en el ámbito de la propiedad.* El marco para el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.
3. *Tratamiento Equitativo de los Accionistas***.** El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de realizar un recurso efectivo en caso de violación de sus derechos.

4. *El Papel de las Partes Interesadas en el Ámbito del Gobierno Corporativo.* El marco para el gobierno corporativo deberá reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y fomentar la cooperación activa entre sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza, empleo y a facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero.
5. *Divulgación de Datos y Transparencia.* El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa.
6. *Las Responsabilidades del Consejo.* El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas.

Los Principios son un instrumento vivo que ofrece normas no vinculantes y buenas prácticas, así como una guía para su implantación, susceptible de ser adaptados a las circunstancias particulares de cada país o región. Ofrece un foro para el continuo diálogo e intercambio de experiencias entre países, para mantenerse al tanto en un entorno en permanente cambio. Hay una tarea constante y necesaria que se debe hacer a efecto de dar estrecho seguimiento de la evolución en el ámbito del gobierno corporativo, identificando tendencias y buscando soluciones a los nuevos desafíos.

Se menciona en una parte del prefacio escrito por Donald J. Johnston, entonces Secretario General, contenido en el documento de la OCDE, que establece los Principios en materia de gobierno corporativo, con motivo de la revisión efectuada en 2002, lo siguiente:

"…En la actualidad, los Principios han sido objeto de una profunda revisión con el fin de adaptarlos a los últimos acontecimientos y experiencias vividos en los países miembros y no-miembros de la OCDE. Los responsables políticos son ahora más conscientes de la aportación del buen gobierno corporativo a la estabilidad de los mercados financieros, a la inversión y al crecimiento económico.

Las empresas son capaces de comprender mejor en qué medida el buen gobierno corporativo contribuye a potenciar su competitividad. Los inversores, y en especial las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones que actúan en calidad de fiduciarios, comprenden que tienen un papel que desempeñar a la hora de garantizar prácticas de buen gobierno corporativo, defendiendo así el valor de sus inversiones. En las economías actuales, el interés por el gobierno corporativo va más allá del de los accionistas por el comportamiento de empresas individuales. Debido a que las empresas desempeñan un papel central en nuestras economías, y a que cada vez confiamos más en las instituciones del sector privado para que administren nuestros ahorros personales y nos garanticen ingresos tras nuestra jubilación, el buen gobierno corporativo es un factor importante para sectores cada vez más amplios de la población..." [213]

Se puede ver en el párrafo transcrito una tendencia encaminada a proteger al inversor a señalar una visión más amplia de la empresa y no simplemente a identificar la reunión de capital y trabajo orientados a un fin común con perfil individualista. La pregunta es ¿de quién hay que proteger al inversor y a la empresa en si misma?

La respuesta parece obvia, pero no lo es. Aquí es precisamente donde caben muchas respuestas como: a) de los accionistas, b) de los gestores, c) de

[213] "Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE" pp.3-4. En http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf Consultada el 20 de agosto de 2013.

los especuladores, d) de los acreedores, e) de los gobernantes, f) de los grupos de interés como proveedores o g) de todos los mencionados con anterioridad.

Termina mencionando el señor Johnston:

> *"…Cabe destacar que nuestros esfuerzos también contribuirán al desarrollo de una cultura de valores en el ámbito del comportamiento profesional y ético, del cual dependen los mercados que funcionan correctamente. La confianza y la integridad juegan un papel fundamental en la vida económica, y por el bien de los negocios y por un futuro próspero, debemos asegurarnos de que obtienen la recompensa debida..."*[214]

Se puede ver el cambio de discurso en 2002, que es diferente al documento de 1998. En el primero, el enfoque se centraba en un tema que surgió a raíz de los conflictos que origina la propiedad y el control de las empresas que se fueron solventando con la generación de mayor transparencia, derechos de minorías, rendición de cuentas básicamente. En 2002, habían salido a la luz los escándalos originados por los problemas de las empresas Enron, Worldcom y Parmalat, que ponen a la vista otro tipo de problemas como lo son los éticos y de corrupción que constituyeron delitos, mismos que pusieron en la mesa los dilemas éticos y de integridad de la empresa, que también atañen al gobierno corporativo.

A continuación nos permitimos presentar las especificidades de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, que se han sintetizado en lo que consideramos sus aspectos relevantes y que se presentan en los siguientes cuadros:

[214] *Ibidem*., p. 4.

SINTESIS DE LOS ASPECTOS RELEVANTES DE LOS PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA OCDE[215]

I. Garantizar la Base de un Marco Eficaz para el Gobierno Corporativo
CONCEPTO GENERAL.- El marco para el gobierno corporativo deberá promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras

CONCEPTOS ESPECIFICOS	***ANOTACIONES A LOS PRINCIPIOS***
a) El marco del Gobierno Corporativo debe desarrollarse considerando resultados globales de la economía, integridad del mercado, incentivos para agentes del mercado, fomento a la transparencia y eficacia de los mercados.	El gobierno corporativo es una fuerza poderosa para el crecimiento, por tanto el entorno regulatorio es vital. Los responsables políticos están obligados a dotar de un marco flexible, que satisfaga las necesidades de sociedades facilitando su desarrollo, nuevas oportunidades, por lo tanto los responsables deben centrar su atención en los resultados y efectuar análisis de su impacto en variables del mercado.
b) Los requisitos legales que afecten las prácticas de gobierno corporativo deberán ser coherentes, transparentes y aplicables.	En caso de requerirse leyes y reglamentos para atender imperfecciones del mercado, deberán diseñarse considerando su aplicación y ejecución eficiente y homogénea, realizando consultas con organismos representativos, crear mecanismos de protección de derechos, evitar regulación excesiva comportamientos deshonestos de la autoridad e imponer sanciones por incumplimiento. Deben considerarse códigos de carácter voluntario sin crear incertidumbre entre accionistas, y otros interesados.
c) El reparto de responsabilidad entre autoridades dentro de una jurisdicción debe ser claro, y garantizar los intereses públicos.	Las prácticas de gobierno corporativo están influidas por exceso de regulación, en materia de valores, normas contables, de auditoría, por insolvencia, contratos, empleo e impuestos, existiendo el riesgo de deficiencias no intencionadas por contradicción en disposiciones. Es necesario que responsables políticos precisen responsabilidades de la autoridad. La delegación de facultades a organismos no públicos, debe justificarse y transparentar el interés público.
d) Las autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras deben disponer de poder, integridad y recursos para cumplir sus obligaciones y su normativa debe ser oportuna y transparente.	Las responsabilidades regulatorias deberán atribuirse a organismos que cumplan sus funciones sin generar conflictos de interés y sujetos al control judicial. El incremento de empresas, puede originar insuficiencia en la autoridad supervisora, que precisará de financiación adecuada, personal capacitado, y un trabajo de supervisión e investigación eficaz.

[215] Principios de Gobierno Corporativo de OCDE, *op. cit.*
Nota: Aunque los principios en su contenido general revisten importancia significativa, para la elaboración de los seis cuadros presentados, se retomaron conceptos que en nuestro particular punto de vista representan los aspectos de mayor relevancia con el objeto de permitir al lector el conocimiento general del extenso documento publicado por la OCDE.

II. Los Derechos de los Accionistas y Funciones Clave en el Ámbito de la Propiedad
CONCEPTO GENERAL.- El marco para el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas

CONCEPTOS ESPECIFICOS	***ANOTACIONES A LOS PRINCIPIOS***
a) Derechos de los accionistas: 1.-Asegurar métodos de registro de propiedad; 2.-Ceder o transferir acciones; 3.-Obtener información oportuna; 4.-Participar en juntas 5.-Elegir y revocar Consejeros; 6.-Obtener beneficios de la sociedad.	Sin anotaciones
b) Los accionistas tienen derecho a decidir e informarse sobre: 1.-Cambios a estatutos, escritura constitutiva y otros; 2.-Autorizar emisión de acciones; 3.-Transacciones extraordinarias que supongan venta de la sociedad.	La capacidad de las empresas para asociarse con otras y formar sociedades vinculadas para transferir activos, derechos de flujo, derechos y obligaciones permiten la flexibilidad de negocios y delegar responsabilidades para desinvertir activos, que requieren de controles para evitar abusos.
c) Los accionistas deben tener la oportunidad de participar en asambleas, y ser informados de normas que las regirán, facilitándoles: 1.-Información oportuna sobre juntas; 2.-Plantear preguntas al Consejo; 3.-Participar en decisiones clave; 4.-Oportunidad de votar personalmente o por delegación.	Deberá facilitarse a los accionistas: 1.-Información; 2.- Actualmente se han mejorado procedimientos para plantear preguntas con antelación, P. Ej.: auditoría, concentración de propiedad entre otras; 3.- Elegir consejeros, conocer retribución y capacidades es derecho clave de accionistas. 4.-Los Principios recomiendan admitir voto delegado y revelar votos de fondos de pensiones y participación accionaria de empleados.
d) Los convenios y agrupaciones de capital que permiten adquirir un grado de control desproporcionado deben hacerse públicos.	Algunas estructuras de capital originan control desproporcionado. Estructuras piramidales o cruzadas disminuyen esta capacidad. Los blindajes limitan votos. Las estructuras deben descubrirse.
e) Mercados de control societario deben ser eficientes y transparentes considerando: 1.-Normas de control de capital, fusiones, venta de activos y revelarse a inversionistas; 2.-No recurrir a acuerdos anti-opas (ofertas públicas de adquisición de acciones) para impedir la responsabilidad Dirección y Consejo.	1.- Sin comentarios; 2.- Algunos países recurren al mecanismo anti-opas, sin embargo inversores como las Bolsas señalan su preocupación en que este mecanismo se convierte en un obstáculo para el funcionamiento del mercado. Algunos mecanismos de defensa consideran que es un instrumento para evitar que accionistas controlen a Directivos y Consejo.
f) Debe facilitarse el ejercicio de derechos a accionistas incluidos los institucionales debiendo: 1.-Revelar políticas de participación 2.-Revelar la forma de gestionar conflictos de interés que afecte propiedad	Inversionista puede seguir objetivos diferentes, Los Principios no abogan por ninguna estrategia. 1.- Son frecuentes las acciones de control del inversor institucional. Deben revelar como buena práctica la forma de ejercer derechos de propiedad. 2.-Incentivar la emisión de votos puede generar conflicto de interés grave si quien tiene un deber fiduciario es filial.
g) Los accionistas incluidos los institucionales podrán consultarse entre sí sobre aspectos que afecten sus derechos, para evitar abusos.	Algunos países prohíben estrategias de votación, que no siempre buscan control. Deben revelarse acciones cooperativas y normas que impidan venta de acciones y evitar manipulación del mercado.

III. Tratamiento Equitativo de los Accionistas	
CONCEPTO GENERAL.- El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de ejercer algún recurso efectivo en caso de violación de sus derechos.	
CONCEPTOS ESPECIFICOS	***ANOTACIONES A LOS PRINCIPIOS***
a) Todos los accionistas de una misma serie dentro de una categoría deben gozar de un tratamiento igualitario; 1.- Dentro de cualquiera de las series, todas las acciones deben otorgar los mismos derechos. Cualquier cambio en los derechos de voto, deberá ser aprobado por parte de la categoría afectada; 2.-Los accionistas minoritarios deben ser protegidos frente a abusos de accionistas con poder de control; 3.-Los encargados de la custodia o depositarios de acciones emitirán su voto en base a lo acordado por el titular de la acción; 4.-Deben eliminarse impedimentos para el voto transfronterizo; 5.- Los procesos en juntas de accionistas deberán permitir que todos los accionistas disfruten de trato equitativo.	1.-Directivos y Consejeros son los indicados para decidir la estructura del capital óptima, sujeta a aprobación por los accionistas. Algunas sociedades recurren a acciones preferentes para recoger los beneficios pero sin derecho a voto. Los principios no adoptan postura frente a “una acción, un voto” Los inversores esperan se les informe su derecho a voto. Modificar derechos debe someterse a aprobación de accionistas; 2.-Varias sociedades tienen un accionista mayoritario, y están sujetos a abuso en operaciones con partes vinculadas, o pagos altos a sus familiares. Proteger a minoritarios depende de un marco legal nacional; 3.-Países de la OCDE están suprimiendo disposiciones sobre empresas depositarias de acciones que emitan votos. Sin obstaculizar a los depositarios, debe obtenerse aprobación de accionistas antes de votar; 4.-El marco legal debe ser claro en supuestos de voto transfronterizo. Los plazos de notificación garantizarán a inversores extranjeros ejercer su derecho de voto y permitir el uso de medios y tecnologías modernas; 5.- Participar en juntas de accionistas es un derecho, sin embargo existen procedimientos que imposibilitan a accionistas extranjeros o sin poder de control ejercer su voto. Los países de la OCDE fomentan eliminación de barreras y uso de voto electrónico.
b) Deberá prohibirse el uso de información privilegiada y las operaciones abusivas.	Abusos de accionistas con poder de control y el uso de información privilegiada supone manipulación del mercado y está prohibido en países de la OCDE. Los gobiernos deberán adoptar medidas para impedir éstas prácticas.
c) Deberá exigirse a los miembros del Consejo y a directivos principales que hagan del conocimiento del consejo cualquier interés material que pudieran tener de forma directa, indirecta o por cuenta de terceros en cualquier transacción que afecte a la sociedad	Consejeros y Directivos que tengan algún negocio, relación familiar, asociación con algún accionista con situación de control, u otra relación que pudiera afectar su capacidad de juicio en alguna operación de la sociedad, tienen obligación de comunicarlo. Se considera una buena práctica que por parte del interesado, no se participe en estas decisiones.

IV. El Papel de las Partes Interesadas en el Ámbito del Gobierno Corporativo
CONCEPTO GENERAL.- El marco para el gobierno corporativo deberá reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y fomentar la cooperación activa entre sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero.

CONCEPTOS ESPECIFICOS	***ANOTACIONES A LOS PRINCIPIOS***
a) Deberán respetarse los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos.	En todos los países de la OCDE los derechos de las partes interesadas se establecen por la ley (laboral, comercial e insolvencia) y en aquellas áreas omitidas, las empresas asumirán compromisos acrecentando así su reputación.
b) En los casos en que los intereses de las partes interesadas estén amparados por una ley, éstas deberán tener la oportunidad de una reparación por violar sus derechos.	El marco y el proceso legal deberán ser transparentes y no obstaculizar la capacidad de las partes interesadas para comunicarse ni para obtener una reparación en caso de violación de sus derechos.
c) Deberá permitirse el desarrollo de mecanismos que favorezcan la participación de los empleados.	La participación de empleados en el gobierno corporativo dependerá la forma en que esté prevista en las leyes.
d) En los casos en los que las partes interesadas participen en el proceso de gobierno corporativo, éstas deberán tener acceso puntual y periódico a información relevante, suficiente y confiable.	Cuando las leyes y prácticas de los sistemas de gobierno corporativo prevean la participación de las partes interesadas, es importante que éstas tengan acceso a la información necesaria para hacer frente a sus responsabilidades.
e) Las partes interesadas, incluidos los empleados individuales y sus órganos representativos, deberán poder manifestar libremente al Consejo sus preocupaciones en relación a posibles prácticas ilegales o no éticas y sus derechos no deberán quedar comprometidos por realizar este tipo de manifestaciones.	Prácticas poco éticas de directivos de una sociedad no solo violan derechos de partes, sino que pueden afectar a la sociedad y accionistas. Establecer procedimientos para denuncias por comportamientos ilegales presentados por empleados de forma directa o por terceros, redunda en beneficio de la empresa. En muchos países se alienta y protege a empleados. Las Directrices OCDE para Empresas Multinacionales invitan a los empleados a presentar su reclamación.
f) El marco para el gobierno corporativo deberá complementarse con un marco efectivo y eficaz para casos de insolvencia, y por medio de la aplicación efectiva de los derechos de los acreedores.	Especialmente en mercados emergentes, los acreedores son parte interesada fundamental. En este caso los términos y condiciones así como el tipo de créditos concedidos a la empresa dependerán de los derechos otorgados a los acreedores. Las sociedades con buenos sistemas de gobierno corporativo obtienen créditos en condiciones más favorables que las que carecen de dichos sistemas, ya que las empresas ante esta circunstancia, son calificadas como carentes de transparencia.

V. Divulgación de Datos y Transparencia
CONCEPTO GENERAL.- El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa.

CONCEPTOS ESPECIFICOS	***ANOTACIONES A LOS PRINCIPIOS***
g) La información a divulgar debe incluir: 1.-Resultados financieros y explotación de la sociedad; 2.-Objetivos de la Sociedad; 3.-Titularidad de los grandes grupos de acciones y derechos de voto; 4.-Política de remuneración a Consejeros y Directivos, e información de méritos, proceso de selección, trayectoria y si se consideran independientes; 5.-Operaciones de partes vinculadas; 6.-Factores de riesgo previsibles; 7.-Cuestiones relativas a empleados; 8.-Estructura y política de gobierno corporativo, y contenido de códigos.	1.- Estados Financieros auditados, muestran status y opinión de dirección. 2.-Deben revelarse políticas de ética, medio ambiente y compromisos políticos. 3.-Es un derecho ser informado sobre la estructura de propiedad y derechos frente a otros propietarios. 4.-Inversores precisan datos de Consejeros, si son independientes, si participan en otros Consejos, así como de sus directivos, capacidades y retribución. 5.-Es vital revelar al mercado operaciones de partes vinculadas, individual o de grupo. 6.-Revelar riesgos de la industria, geográficos, materia prima, mercados financieros, entre otros. 7.-Relación con acreedores, proveedores y la comunidad. 8. Revelar es obligatorio aplicando la máxima "Cumplir o Explicar" y reparto de mando, entre otros.
h) Elaboración de información y divulgación con normas de calidad en materia contable y revelación de información financiera y no financiera.	Es necesario mayor grado de fiabilidad en informes Los principios respaldan normativas de calidad y transparencia, de acuerdo a estándares internacionales.
i) Un auditor independiente, competente y cualificado deberá realizar una auditoría anual, para ofrecer al Consejo y a los accionistas, garantía de que los estados financieros reflejan la situación veraz de la empresa.	Al certificar estados financieros debe incluirse un juicio sobre su elaboración. Algunos países refuerzan la supervisión con entidades independientes. Los Principios recomiendan independencia del auditor y supervisión del Comité de Auditoría. El auditor no debe brindar otra clase de servicios.
j) Los auditores externos responderán ante los accionistas, y asumen frente a la sociedad el compromiso de aplicar el deber de diligencia en la auditoría.	Se considera buena práctica que el auditor externo sea recomendado por un comité independiente o por los accionistas, así no contrae obligación o compromiso anteel grupo directivo de la empresa.
k) Los canales utilizados para divulgar la información garantizarán acceso puntual, igualitario, y asequible por parte de los usuarios.	Los canales de difusión son tan importantes como su contenido. Los procesos han mejorado con sistemas electrónicos. Una buena práctica es la obligación a revelar de forma continua e inmediata.
l) Complementar el gobierno corporativo con análisis o asesoramiento de analistas, corredores, agencias, entre otros que puedan interesar a inversores para adoptar decisiones. Los analistas deberán estar libres de conflictos de interés que comprometan la integridad de su asesoramiento.	Además de exigir la independencia y competencia de auditores y facilitar la divulgación de información oportunamente algunos países han adoptado medidas que garantizan la integridad de quienes asesoran, no obstante que con frecuencia hay conflictos de interés que afectan la transparencia. La solución sugerida siempre, es revelar los conflictos de interés si los hubiera, para que los inversores evalúen sus riesgos.

VI. Las Responsabilidades del Consejo	
CONCEPTO GENERAL.- El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas.	
CONCEPTOS ESPECIFICOS	***ANOTACIONES A LOS PRINCIPIOS***
a) Los Consejeros deberán actuar disponiendo siempre de la información más completa, de buena fe, con la diligencia y atención debidas y en el más alto interés de la sociedad y de los accionistas.	En algunos países, el Consejo está obligado por ley a actuar por el bien de la sociedad, considerando a accionistas, empleados e interés público sin permitir que la Dirección se perpetúe. El deber fiduciario de Consejeros exige diligencia y actuar con lealtad.
b) En los casos en los que las decisiones del Consejo puedan afectar de forma diferente a distintos grupos de accionistas, el Consejo deberá conceder un trato justo a todos los accionistas.	El Consejo no debe actuar como Asamblea de representantes de grupos accionarios, su trabajo se debe caracterizar por cumplir sus funciones de manera homogénea respecto de todos los accionistas. Es importante el cumplimiento de su mandato en condiciones de imparcialidad aún con accionistas que controlan.
c) El Consejo deberá aplicar niveles de ética muy elevados. Debe tener siempre en cuenta los intereses de todas las partes interesadas.	El Consejo debe establecer un tono ético en la sociedad a través de sus propias acciones y en su tarea de supervisión. Se han desarrollado códigos de conducta que ponen límites a intereses particulares y comerciales de accionista.
d) Funciones Clave del Consejo: 1.- Estrategia de la empresa: Planes, objetivos, políticas, presupuestos, resultados, desembolso de capital, adquisiciones y desinversiones. 2.-Control y eficacia del gobierno y la introducción de cambios. 3.- Selección, retribución, control y sustitución de directivos. 4.- Alinear la retribución a directivos y miembros del Consejo, con los intereses de la sociedad y accionistas 5.- Garantizar la formalidad y transparencia de propuesta y elección de los miembros del Consejo. 6.-Control y gestión de posibles conflictos de interés entre directivos, consejeros y accionistas, incluye uso indebido de activos y operación de partes relacionadas. 7.-Garantizar integridad de informes contables, financieros, de auditoría y la disponibilidad de sistemas de control y de gestión del riesgo, de control financiero, operativo y adecuar sistemas a la ley y normas aplicables. 8.-Supervisión del proceso de revelación de datos y de la forma de comunicar.	1.- Se destaca la importancia de la política de riesgos que se asumen por la consecución de objetivos. 2.-El control evalúa la cadena de responsabilidades. Es necesario autoevaluarse. 3.- En sistemas de dos niveles, el Consejo Supervisor nombra Consejo de Administración generalmente compuesto por Directivos principales. 4.-Se considera una buena práctica la declaración de la política retributiva del Consejo y Directivos basada en rendimiento. Algunos países lo encomiendan a un comité independiente. 5.-Estos principios buscan abrogar la posibilidad de que los accionistas desempeñen un papel activo en la elección de miembros de Consejo. El Consejo deberá garantizar transparencia, conocimientos, competencia que añadan valor a la sociedad. 6.-El Consejo supervisará sistema de informes financieros, uso de activos, operación con partes relacionadas, puede designar al auditor interno y fomentar denuncias sin represalias. Ayudará a la existencia y observancia de códigos de ética. 7.- Determinará la responsabilidad y rendición de cuentas garantizando la supervisión del grupo de dirección. Ayudará a la creación de un sistema de auditoría interna que informe al Consejo o a un Comité independiente. Promoverá leyes y estatutos que combatan actos de corrupción. 8.-El Consejo es responsable de establecer responsabilidades en materia de divulgación.

CONCEPTOS ESPECIFICOS	*ANOTACIONES A LOS PRINCIPIOS*
e) El Consejo deberá tener la posibilidad de realizar juicios objetivos e independientes sobre cuestiones relativas a la sociedad. 1.-Los Consejeros deberán considerar la posibilidad de designar un número suficiente de miembros no ejecutivos del Consejo, con independencia en tareas en donde pueda existir conflicto de intereses. Las Responsabilidades clave son: Garantizar la integridad de informes financieros y no financieros, examen de operaciones de partes relacionadas, nombrar consejeros y directivos y determinar sus retribuciones. 2.- En caso de crear comisiones dentro del Consejo, el mandato, la composición y los procedimientos deberán definirse por parte del propio el Consejo. 3.- Los miembros del Consejo deberán tener la posibilidad de comprometerse de manera efectiva con sus responsabilidades.	El Consejo deberá estar capacitado para emitir juicios de valor objetivos requiriéndose un número suficiente de Consejeros que mantengan una relación de independencia. El Consejo tiene responsabilidad fiduciaria frente a la sociedad y accionistas incluidos los minoritarios. 1.-Aunque la responsabilidad de presentación de informes sea del Consejo, éste puede crear comités de apoyo o para conocer asuntos que impliquen conflicto de interés, que se conformarán con miembros no ejecutivos. 2.- Aunque los comités pueden ayudar al trabajo del Consejo, no deberá delegarse la responsabilidad. Para evaluar los méritos de los comités, es necesario trasmitir al mercado imagen clara de su propósito y deberes. En algunos lugares se crean comités de auditoría independientes, de nombramientos o de retribuciones, debiendo delimitarse responsabilidades del resto del Consejo en forma clara. 3.-Pertenecer a diferentes Consejos puede interferir en el rendimiento de Consejeros. Algunos países han limitado el número de Consejos en que pueden participar. Las mejores prácticas se orientan a crear programas de formación de Consejeros para ajustarse a las necesidades de la sociedad
f) Para poder cumplir con sus responsabilidades, los miembros del Consejo deberán tener acceso a una información precisa, relevante y oportuna.	Consejeros deben disponer de información relevante y oportuna para la toma de decisiones. Los consejeros sin poder ejecutivo tienen el mismo acceso a información que los directivos. Para cumplir sus responsabilidades debe asegurarse que la información que reciban sea precisa y oportuna.

Creemos que el trabajo realizado en el seno de la OCDE y sus órganos colegiados es muy importante en cuanto al esfuerzo y profundidad de su contenido. Los conceptos de la OCDE no eluden el compromiso de la definición de sus razonamientos y orientaciones, pero lo valioso es que siempre están abiertos a reconocer el dinamismo del gobierno corporativo como un tema en constante evolución. La influencia de la OCDE ha sido determinante en el gobierno de las corporaciones en el mundo y ha incentivado aportaciones de gran valía en su interior.

V.XI El Sistema Mexicano de Gobierno Corporativo

Podemos decir que el sistema de organización de los negocios en México, está marcado de manera determinante por la cultura jurídica y legislación española, francesa e italiana. La primera por una circunstancia histórica derivada de la herencia legada de la Nueva España como Colonia y la segunda y tercera por la convicción sobre ciertas instituciones jurídicas que fueron permeando de manera directa o indirecta a nuestra legislación, doctrina y jurisprudencia, dada la influencia de Francia a principios del siglo XIX, que sin duda en materia civil y mercantil representaron un modelo a seguir. El aporte italiano se da por la vocación de comerciantes marítimos que desarrollaron en forma natural por su ubicación geográfica a través de los años, sobre todo en materia cambiaria desde el siglo XV, que dejó huella en toda Europa y de ahí se trasladó a América.

No podemos soslayar la influencia que hemos tenido de los Estados Unidos de América en muchos aspectos, pero sobre todo en la forma de hacer y desarrollar negocios, desde mediados del siglo XX. Hemos sido testigos de lo que ha sucedido con nuestro mercado de valores, que se ha construido a imagen y semejanza del mercado de los Estados Unidos de América y junto con él se han introducido ideas para conducir regular y gobernar a las corporaciones participantes de manera semejante a como lo hacen en ese país.

Esto no quiere decir que hayamos perdido nuestra identidad jurídica en materia de sociedades, como ha sucedido en otros países de Centro y Sudamérica. Pero no podemos tampoco ser ajenos a nuestro tiempo y contexto. El fenómeno de la globalización primero y el desarrollo de las comunicaciones después de manera casi paralela, han hecho que la apertura en todos los ámbitos se haya hecho presente.

Es importante recalcar que el gobierno de las corporaciones no es privativo de las empresas públicas, trasciende a las empresas que no asisten a los mercados a financiarse, también influye en aquellas en donde el Estado participa con capital y por supuesto en las corporaciones que participan en los mercados en busca de deuda o capital.

El maestro Jorge Barrera Graf, escribió un extraordinario artículo que intituló "Historia del Derecho de Sociedades en México", en el que básicamente señala siete ordenamientos fundamentales en la historia de nuestro país que han regulado a las sociedades mercantiles:

"… - Las Siete Partidas que datan del siglo XIII y que llegaron a México en el siglo XVI,

- *Las Ordenanzas de Bilbao de 1737, que tienen un antecedente "Las Antiguas Ordenanzas de Bilbao", que datan de 1560. Las de 1737, fueron confirmadas por Fernando VII en 1814 y tienen gran influencia de la Ordenanza de Comercio de Luis XIV, que fueron escritas por su Ministro de Finanzas, Jean Baptiste Colbert,*
- *El Código de Comercio de 1854 o Código de Lares, que deriva del nombre de su redactor Teodosio Lares, sustituyó a las Ordenanzas de Bilbao, que se mantuvieron vigentes en el México independiente hasta esa fecha,*
- *El Código de Comercio de 1884,*
- *La Ley de Sociedades Anónimas de 10 de abril de1888. Su estructura se basó en las leyes que regularon a las sociedades mercantiles en Francia, Italia y España,*
- *El vigente Código de Comercio de 1889, que incorporó prácticamente la Ley de Sociedades Anónimas de 1888, en el capítulo correspondiente, y*
- *La Ley General de Sociedades Mercantiles de 1934*..." [216]

En ninguno de los ordenamientos mencionados, que aunque se ocuparon de las relaciones internas y externas de las sociedades mercantiles, encontramos antecedente alguno que permitiera inferir que hay algún indicio del surgimiento del gobierno de las corporaciones como se conoce ahora.

[216] Barrera Graf, Jorge, *Historia del Derecho de Sociedades en México,* Estudios Jurídicos en Memoria de Roberto L. Mantilla Molina*,* Porrúa, México, 1984, pp. 175 y ss.

La Ley del Mercado de Valores de 1975, tampoco da muestra de los primeros orígenes de gobierno corporativo en nuestro país. El señor licenciado Julián Bernal Molina, entonces Presidente de la Comisión Nacional de Valores y creador de la iniciativa de la Ley del Mercado de Valores de diciembre de 1974, publicada el 2 de enero de 1975, da cuenta de lo siguiente:

"… Varias características tiene esta Ley a saber:

1. *Dotar al Mercado de Valores de los mecanismos que permitan conocer las características de los títulos y los trámites de las operaciones que sobre ellos se realicen.*
2. *Permitir que se pusieran en contacto la oferta y la demanda.*
3. *Regular de manera integral y coordinada, las actividades los intermediarios y las bolsas.*
4. *Establecer los requisitos que debían satisfacer los emisores (entre otros la información).*
5. *La participación de la banca en el mercado.*
6. *Sin desconocer la existencia de un mercado libre o extrabursátil, éste quedó sin regulación.*

Sin duda, uno de los méritos es que fue un ordenamiento regulatorio del mercado de valores, en tanto que los anteriores solo contenían la definición de las facultades del órgano de autoridad..." [217]

Se puede apreciar en su contenido y en los comentarios de su redactor, que no hay antecedente alguno de la Ley del Mercado de Valores de 1975, relacionado con gobierno corporativo.

El primer antecedente formal de gobierno corporativo en nuestro país surge del Consejo Coordinador Empresarial (CCE), que es el organismo que aglutina al sector empresarial de los Estados Unidos Mexicanos, fundado en 1976, como

[217] León León, Rodolfo, *Avances y Deficiencias de la Nueva Ley del Mercado de Valores,* En memoria de Julián Bernal Molina, Academia Mexicana de Derecho Financiero, A.C., México, 2006, pp. 64-65. En esta obra se incluye al final el trabajo de la autoría del licenciado Julián Bernal Molina intitulado "Trabajos Preparatorios de la Ley de Mercado de Valores" que se refiere a la Ley de 1975."

respuesta del sector productivo privado nacional a la creciente intervención del gobierno en la economía y la aplicación de medidas claramente populistas. Esta organización tiene como objetivo el de coordinar las políticas y acciones de los organismos empresariales, e identificar posiciones estratégicas con soluciones específicas, que contribuyan a diseñar políticas públicas para elevar el crecimiento económico y el nivel de competitividad, tanto de las empresas como del país.

Se dice representante e interlocutor del empresariado mexicano y trabaja para impulsar el libre mercado, la democracia plena, la responsabilidad social y la equidad de oportunidades para la población. [218]

En la parte introductoria del documento denominado Código de Mejores Prácticas Corporativas en su segunda edición revisada en 2010, se señala lo siguiente:

> *"…En una economía global existen una serie de normas establecidas por los países que conforman los organismos mundiales; uno de ellos, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), del cual México forma parte, emitió en 1999 los "Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades", los cuales fueron revisados en el 2004. Dichos principios son una referencia para que cada país emita los propios, adecuándolos a su marco regulatorio y a su cultura empresarial.*
>
> *A iniciativa del Consejo Coordinador Empresarial (CCE) se constituyó el Comité de Mejores Prácticas Corporativas (el Comité), el cual en 1999, emitió el Código de Mejores Prácticas Corporativas (Código) en donde se establecen recomendaciones para un mejor gobierno corporativo de las sociedades en México.*
>
> *La experiencia en su implementación durante estos años y las nuevas consideraciones sobre el tema a nivel internacional, han hecho que el CCE, como responsable de la emisión, revisión y adecuada difusión*

[218] Consejo Coordinador Empresarial, En http://www.cce.org.mx Consultada el 10 de agosto de 2013.

del Código, haya puesto al día sus recomendaciones en la Primera Versión Revisada dada a conocer en noviembre del 2006, y ahora en esta Segunda Versión Revisada publicada en abril de 2010.

En su edición, se tomaron en cuenta las necesidades y características de las sociedades mexicanas, su origen, su estructura accionaria y la importancia que pueden tener ciertos grupos de accionistas en su administración. Se busca ayudarles a ser institucionales, competitivas y permanentes en el tiempo; que puedan acceder a diversas fuentes de financiamiento en condiciones favorables y ofrezcan confianza a los inversionistas nacionales e internacionales..." [219]

El citado documento señala que los principios del Código van encaminados a establecer las mejores prácticas corporativas que contribuyan a mejorar la integración y el funcionamiento del Consejo de Administración y sus órganos intermedios de apoyo, las cuales son aplicables a todo tipo de sociedades públicas y privadas en general, sin distinguir su tamaño, su actividad o su composición accionaria.

En esta parte estamos en desacuerdo con la explicación que se vierte en el documento a comentario, respecto de lo que deben ser los principios y objetivos de gobierno corporativo. En primera instancia, la palabra que le da nombre, "código", se define como un conjunto de normas o cuerpo de leyes organizadas de forma estructurada y sistemática. Actualmente se denomina código a la fijación escrita que comprende el Derecho Positivo en alguna de sus ramas con unidad de materia, plan, sistema y método.[220]

Ese documento cuando fue dado a conocer no era Derecho positivo, eran simples recomendaciones de lo que ese grupo consideró como mejores prácticas en 2002, que ya fueron revisadas en 2006 y en 2010.

[219] Consejo Coordinador Empresarial, *Código de Mejores Prácticas Corporativas*, 2ª ed., 2010, pp. 4,7 y 8.

[220] González, María del Refugio, *Diccionario Jurídico Mexicano*, t. II, Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1983, p. 118.

Por otra parte, parece muy pobre la pretensión de que el documento solo ayude o contribuya a la mejor integración y funcionamiento de consejos de administración, cuando desde tiempo atrás ser percibió un problema muy serio de propiedad, gestión y control al interior de las sociedades y después, a principios de siglo cuando salieron a la luz pública los problemas surgidos en las empresas Enron, Wordcom y Parmalat, que revelaron los niveles de corrupción empresarial y el contubernio que existía para lograrlo con partes interesadas, que incluyeron a las calificadoras de valores, y que generaron un golpe de timón en la concepción del gobierno corporativo.

Las recomendaciones fueron de aplicación voluntaria y poco a poco se incorporaron a diversos ordenamientos legales o administrativos, para ello cada empresa definirá de acuerdo a sus necesidades el grado o nivel de implementación. Señala el documento que de esta manera, las sociedades de nuestro país serán más competitivas entre sí y con las del resto del mundo, pues tendrán como herramienta a las mejores prácticas corporativas internacionalmente aceptadas.

Creemos que el gobierno corporativo en sí mismo no genera competencia. Lo que realmente se ha dado es transparencia y fortalecimiento en la rendición de cuentas que ha redituado en confianza debido a que es donde hay un efecto importante al incorporar estas medidas.

Para las sociedades que cotizan sus acciones en la bolsa de valores o emiten títulos de deuda, deberán observar las regulaciones de gobierno corporativo respectivas, las cuales establecen una observancia estricta y obligatoria.

El documento cuenta con diversos anexos en los que se tratan ciertos temas relevantes contenidos en el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, con objeto de explicarlos con mayor amplitud y precisión, buscando un entendimiento similar de todos los interesados.

El 1 de junio de 2001, fueron publicadas en el Diario Oficial de la Federación, reformas y adiciones a la Ley del Mercado de Valores, que incorporaron algunos principios de gobierno corporativo ya como obligación para

ciertos actores del mercado y en ese mismo paquete se incluyeron algunas entidades del sector financiero, a quienes se obligó también a observar de manera obligatoria lo que habían sido recomendaciones para el sector privado.

Según la exposición de motivos, dichas reformas tuvieron como propósito "*promover un mayor grado de transparencia en el mercado de valores, a fin de incrementar la confianza del público inversionista en éste como una alternativa atractiva de inversión*." [221]

Este discurso es distinto al del CCE, aquí el Ejecutivo Federal por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, deja claro que el propósito de la incorporación de algunas prácticas de gobierno corporativo en forma obligatoria, se enfocan a generar mayor "confianza" entre inversionistas. Sin duda es un mejor argumento que el del CCE, que refirieron un propósito de mejor integración y funcionamiento de los consejos de administración.

Los temas puntuales de gobierno corporativo que se incorporaron como reformas y adiciones a la Ley del Mercado de Valores de 1975, en 2001, fueron los siguientes:

1. Crear un marco corporativo transparente estableciendo las mejores prácticas.
2. Revelación de información.
3. Protección de los accionistas minoritarios y establecimiento de derechos explícitos.
4. Límites a la emisión de acciones sin derecho a voto o de voto restringido.
5. Consejeros independientes,
6. Comité de auditoría, prácticas societarias y remuneraciones.
7. Información privilegiada, y
8. Procedimientos estrictos para regular cambios de control y de participaciones significativas.

[221] "Exposición de motivos de la Iniciativa de reformas y adiciones a la Ley del Mercado de Valores de 1975". En www.senado.gob.mx Consultada el 3 septiembre de 2012.

Las modificaciones buscaron ampliar el acceso de la pequeña y mediana empresa al mercado de valores y promover una mayor diversificación del riesgo al flexibilizar el régimen de inversión de las sociedades.

Entre el 2001 y 2005, el tema se convirtió en una moda y en diversos foros se hablaba de él, pero sin profundidad. Surgieron artículos y textos de lo que el gobierno de las corporaciones era sin que se hubiera generado un cambio o avance de fondo sobre ese particular.

En 2002, hubo también varias reformas y adiciones a las leyes orgánicas de las instituciones de banca de desarrollo y otras entidades en donde se incorporaron cambios importantes en materia de gobierno corporativo. Es decir, la autoridad financiera pregonó con el ejemplo la incorporación de ciertas prácticas de gobierno corporativo en las entidades que ella regula y otras en las que participa.

Es destacable lo sucedido en 2002, ya que en términos de lo dispuesto por los artículos 25 y 26 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, el Estado, en uso de la facultad de ejercer la rectoría del desarrollo nacional, entre otras cosas a través del fomento y el crecimiento económico, elaboró y ejecutó las acciones contenidas en el Plan Nacional de Desarrollo.

De acuerdo a lo dispuesto por los artículos 9, 15 y 16 de la Ley de Planeación, se señala que las dependencias y entidades deberán planear y conducir sus actividades en congruencia a la Planeación Nacional del Desarrollo, a través de los programas sectoriales.

Señalamos que en junio de 2002, fue publicado Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002-2006 (Pronafide), elaborado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, que incorporó las estrategias para obtener los recursos encaminados a ese fin, así como las metas, tiempos, líneas de acción para lograr los objetivos conforme al Plan Nacional de Desarrollo.

La estructura del Pronafide se sustentó en un diagnóstico, temas relacionados con el crecimiento económico y desarrollo, las respectivas estrategias para la consecución de sus objetivos y su marco legal.

Dentro de las pretensiones del Pronafide en cuanto a desarrollo institucional y desregulación económica se señaló que era necesario contar con instituciones que proveyeran a los agentes económicos de información, seguridad y certidumbre en sus transacciones. En el caso de los mercados existentes, el Pronafide sugirió que las instituciones los fortalecieran a través de lo siguiente:

a). Difundir información,
b). Reducir costos,
c). Facilitar el acercamiento de socios estratégicos,
d). Facilitar la tarea de identificar corporaciones fraudulentas,
e). Promover la competencia en los mercados,
f). Regular aquellos en donde los competidores sean escasos,
g). Promover la innovación y crecimiento económico,
h). Promover seguridad jurídica en las transacciones que redundará en el fortalecimiento del Estado de derecho,
i). Fomentar el ahorro de largo plazo y desincentivar aquel de carácter puramente especulativo,
j). Hacer congruente la regulación con los mercados financieros internacionales, dado el entorno globalizador que priva en los mercados de todo el mundo.[222]

En el texto del Pronafide se menciona que a pesar de los esfuerzos establecidos por el propio Programa, así como por la falta de un marco jurídico adecuado, se ha inhibido la oferta de nuevas colocaciones, lo que se refleja en una reducida penetración del mercado bursátil, en relación con los niveles de actividad en los mercados internacionales.

Se señala en la sección 3.3.1., del documento, referente al mercado bursátil que contiene el programa sectorial la existencia de problemas estructurales significativos en el mercado bursátil, tales como alta concentración en la propiedad

[222] Programa Nacional para el Financiamiento del Desarrollo, p. 8, 11, 59, 60 y ss. En http://fox.presidencia.gob.mx/docs/020611_pronafide.pdf Consultada el 28 de Agosto de 2013.

de emisoras, falta de liquidez, concentración de operaciones en otros mercados como es el caso de Nueva York, falta de una base sólida de inversionistas nacionales (tanto institucionales, como de menudeo), entre otros.

Por lo que se refiere a la seguridad jurídica como elemento inhibidor del desarrollo del mercado, destaca el Pronafide lo realizado en 2001, en las reformas a la Ley del Mercado de Valores, que resume al revelar el diagnóstico plasmado en la iniciativa como sigue:

a) Falta de estabilidad, certeza, equidad y protección adecuada de los intereses del inversionista.
b) Ausencia de una definición clara respecto a los derechos de inversionistas minoritarios.
c) Necesidad de la incorporación de mejores prácticas de gobierno corporativo.
d) Necesidad de establecer limitaciones para emitir acciones sin voto o de voto restringido.
e) Regular adecuadamente los procedimientos para regular cambios de control.
f) Promover la diversificación del riesgo y flexibilizar el régimen de inversión en las sociedades de inversión.
g) Fomentar el desarrollo del mercado de deuda, mediante títulos de fácil emisión. [223]

Dentro de las estrategias para alcanzar los objetivos del Pronafide se contempla la creación de un entorno legal y económico que faciliten la participación del sector privado. La agenda de reformas busca perfeccionar el sistema regulatorio y coadyuvar así a alinear incentivos de los diferentes participantes en los mercados, garantizando una protección oportuna y expedita de la propiedad y otorgar seguridad jurídica a los inversionistas.

[223] *Ibidem.,* p. 60.

En este sentido, el Pronafide contempla una reforma financiera con el objeto de convertir al sistema financiero en un promotor del ahorro y la inversión productiva, teniendo como objetivos los siguientes:

a) La promoción el ahorro,
b) Fomentar la competencia entre intermediarios,
c) Fortalecer las estructuras de gobierno corporativo de entidades financieras y emisoras,
d) Proteger intereses de inversionistas minoritarios,
e) Llevar a estándares internacionales la supervisión y regulación del sistema financiero,
f) Crear una curva de rendimiento de largo plazo a través de un marco de referencia entre otras cosas que fomente las emisiones del sector privado, y
g) Detonar la oferta y demanda de títulos accionarios de deuda privada de largo plazo.

Se puede observar que el Pronafide fue construido a partir de un marco legal, con ciertos antecedentes y un diagnóstico que pone de manifiesto la problemática y una estrategia para arribar a los objetivos de la planeación. Es decir, a través de juicios prácticos, estimativos y normativos se dio justificación a los objetivos planteados en la planeación del sector, aun cuando se pueda o no estar de acuerdo con el contenido del Pronafide. Es decir, hubo un orden.

Derivado de los compromisos descritos en los documentos mencionados, surgió la necesidad de tocar la regulación del mercado de valores. En el caso que nos ocupa el tema de gobierno corporativo quedó claramente señalado como una asignatura no acabada y pendiente de resolver.

El 19 de marzo del 2003, se publicaron en el Diario Oficial de la Federación las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y otros Participantes del Mercado de Valores, (también denominada “Circular Única de Emisoras”), que recogió las prácticas y principios de buen gobierno corporativo

aplicables a las emisoras de valores contenidos en el Código de Mejores Prácticas Corporativas, desarrollado por el Consejo Coordinador Empresarial, dichas Disposiciones contenían una guía general para revelar el grado de adhesión mencionado y un anexo que contenía un instructivo y un formato.

Los tratadistas Guillermo Larrea y Salomón Vargas, señalan:

> *"…el Código de Mejores Prácticas Corporativas tuvo una gran difusión e importancia en nuestro mercado de valores, sin embargo la labor del Código ha sido más extensa, porque al no ser un instrumento dirigido únicamente a emisoras del mercado sino a cualquier sociedad, ha revolucionado la manera de estructurar y pensar a la empresa en nuestro país.*
>
> *El Código de Mejores Prácticas Corporativas busca aportar que las sociedades sean institucionales, competitivas y permanentes en el tiempo, una condición difícil considerando que una cantidad significativa de empresas se crean anualmente en México, no superan tres años de vida..."* [224]

Prácticamente nadie hasta el momento ha mencionado los términos "institucionalización y "permanencia" de las empresas, nosotros con el ánimo de enriquecer esta importante aportación, añadiríamos el término "sostenibilidad" más que "permanencia".

Consideramos más que elocuente la aportación de Guillermo Larrea y Salomón Vargas, pero sobre todo original y diferente, tomando en cuenta que el gobierno de las corporaciones no solo sirve para organizar mejores consejos de administración como lo afirmó el CCE. La gobernanza en la empresa tiene encomendado asignar adecuadamente responsabilidades, crear equilibrios en las relaciones internas y externas en donde sin duda se dan luchas de poder (el poder económico, el poder de la información y el del control). Manteniendo su equilibrio

[224] Vargas García, Salomón y Larrea Martínez, Guillermo, *Apuntes de Gobierno Corporativo,* Porrúa, Universidad Panamericana y Escuela Libre de Derecho, México, 2009, p. 15.

se crea estabilidad y por consecuencia sostenibilidad de la empresa en el tiempo, asegurando su desarrollo actual, sin comprometer los recursos de futuras generaciones.

Por lo que se refiere a la institucionalización es un término recién acuñado y se refiere a la posibilidad de hacer trascender el horizonte de inversión de sus accionistas y el profesional de sus fundadores y administradores, para operar y decidir con independencia de quien se encuentre detrás de la empresa o negocio, particularmente si se tiene como propósito una venta estratégica de la empresa, que busca dar garantías mediante la estandarización de la gestión en sus procesos, en su constante evaluación, en la generación de información de manera transparente a sus órganos colegiados y en el análisis de su información de manera recurrente. La institucionalización promueve el crecimiento y mejora continua y se crean condiciones para la toma de decisiones con mejor información y por tanto las podemos calificar de inteligentes.

Después de haber transitado por los antecedentes mencionados la idea de elaborar una nueva Ley del Mercado de Valores fue cada vez más apoyada por diversos sectores y así se elaboró un anteproyecto que se empezó a trabajar por particulares contratados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores desde 2004 y en 2005, fue presentada la iniciativa al Congreso de la Unión siendo Cámara de Origen el Senado de la República.

El primer comentario es el relativo al método utilizado para construir un ordenamiento jurídico de la importancia de una Ley del Mercado de Valores. Se desconoce con exactitud el origen, del primer anteproyecto difundido por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, diversas fuentes atribuyen la propuesta al licenciado Roberto del Cueto, quien junto con la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a su vez organizaron con personas que representaban a los participantes de los mercados o los representantes de los destinatarios de la ley, formando grupos de trabajo en donde se discutió, propuso, modificó o incorporó un nuevo texto de las disposiciones del anteproyecto referido.

Es conocido que en términos del artículo 71 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, corresponde la facultad de iniciar leyes al

Presidente de la República, a los senadores, a los diputados y a las legislaturas de los Estados. En ese año aún no se agregaba la fracción IV que en 2012, permite al 0.13 por ciento de los ciudadanos que conformen la lista nominal de electores presentar iniciativas.

Lo anterior, no significa que en la elaboración de una ley sólo deben participar esas personas, por eso existen como fuentes del Derecho las históricas, reales y formales. Precisamente en ese nivel es en donde se da la expresión de las fuerzas históricas, sociológicas, económicas, entre otras, que convertidas en realidad son abstraídas para que previa valoración filosófica, sociológica, económica y jurídica, se incorporen en una norma por quien tiene la facultad para hacerlo como lo comentamos en capítulos anteriores al discurrir sobre las fuentes del Derecho del Mercado de Valores.

Lo cierto es que en el caso que nos ocupa el método utilizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, no lo consideramos como óptimo, por no haber tomado en cuenta las disposiciones jurídicas constitucionales, y secundarias relativas a la planeación y en la delegación de la facultad de iniciar leyes que corresponde en términos del artículo 71 Constitucional; obvio, considerando y atendiendo las opiniones y comentarios del sector y destinatarios de la ley, pero de ninguna forma delegando esta facultad en personas, foros, órganos colegiados o reuniones de trabajo en donde cada quien definió sus intereses que no necesariamente se encuentran alineados con los fines supremos del Derecho, de la Planeación Nacional, el Pronafide y con las realidades abstraídas que se pretendió regular. Es de mencionar nuestra apreciación, de que hasta el texto de los artículos fue redactado por los representantes de intereses particulares y no por quien tiene esa obligación.

Después de haber trabajado el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores, ésta permeó y hubo críticas importantes, como es el caso de los comentarios del Comité de Emisoras de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B., y en general del foro.

En el mes de marzo de 2005, fue presentada la iniciativa a la LIX, legislatura, siendo Cámara de Origen la de Senadores y en específico dirigida al

licenciado Diego Fernández de Cevallos Ramos. Destaco una parte del texto que se incorpora a la carta en la que se contiene la iniciativa:

> *"…Los mercados de valores de todo el mundo se caracterizan por una creciente competencia por obtener recursos para el financiamiento de las empresas. La flexibilidad de que gozan los inversionistas institucionales, en particular los internacionales, para canalizar sus recursos a valores de capital o deuda, sin necesidad de limitarlos a activos de una elección del destino de las inversiones está dado por el marco normativo del país de que se trate y, sobre todo, por la necesidad de contar con un nivel adecuado de certidumbre jurídica, por lo que, si México desea ser atractivo para los inversionistas, nacionales y extranjeros, es necesario contar con una regulación que cumpla con los estándares internacionales que rigen los principales mercados de valores.*
>
> *Cada sistema jurídico es diferente, pero todos ostentan los principios rectores de revelación de información al público inversionistas, de derechos de minorías y de buen gobierno corporativo o societario. Así, en los países industrializados, estos principios constituyen ejes centrales en sus legislaciones que se materializan en el establecimiento de reglas de organización social para proteger la propiedad y los derechos de los inversionistas, a través de medidas de control en la administración de la sociedad, tendientes a evitar la unilateralidad en la toma de decisiones, ya que no siempre coinciden los interés de los administradores, de los accionistas minoritarios y de los accionistas mayoritarios..."* [225]

[225] Fox Quezada, Vicente "Exposición de motivos de la Iniciativa de la Ley del Mercado de Valores", *Senado de la República*, México 2005, pp.1-2.
En http://www.senado.gob.mx/index.php?ver=sp&mn=3&sm=3&lg=59&ano=2&id=15163
Consultada el 2 de septiembre de 2013.

Resulta destacable éste párrafo ya que en él se concentra la esencia de la reforma en materia de gobierno corporativo en la Ley del Mercado de Valores vigente, que consideramos se ha desviado. Apreciamos una preocupación por la revelación de información y protección de derechos de minorías y para lograrlo el Ejecutivo Federal, señaló la necesidad de proteger la propiedad y los derechos de los inversionistas a través del control de la administración.

Nuestra posición no es acorde con el criterio que señala que la protección de la propiedad frente a la gestión sea uno de los fines por las razones ya expuestas. El tema del gobierno corporativo es algo más profundo.

Sigue el texto de la carta diciendo:

> *"…Por otro lado, durante los últimos años hemos sido testigos de escándalos corporativos, algunos relacionados con manipulaciones contables y otros con abusos directos a los derechos de accionistas minoritarios en los mercados de valores con mayor grado de desarrollo en el mundo. Como resultado de estos escándalos, se han abierto debates tanto a nivel doméstico como en foros internacionales, en torno a la efectividad de las redes de seguridad que ofrecen dichos marcos regulatorios.*
>
> *La revisión del marco regulatorio de nuestro país no puede ser omisa al debate internacional en la materia, ya que nuestro mercado de valores podría perder la competitividad que ha alcanzado en la captación de inversión nacional e internacional y los recursos financieros podrían ser canalizados a otros mercados. Por ello, es menester continuar avanzando en la mejora, perfeccionamiento y actualización de nuestra legislación aplicable al mercado de valores, con el objeto de incrementar su transparencia, reforzar la confianza del público inversionista y profundizar los mecanismos que proporcionen una adecuada protección a los intereses patrimoniales del público.*
>
> *En este sentido, la presente Iniciativa recoge los principios que deben regir la conducta de los participantes en el mercado de valores, la*

mayoría de los cuales no son nuevos sino que han sido ampliamente probados a lo largo del tiempo, pero con las adecuaciones y precisiones que demanda el nuevo entorno. Asimismo, se evitó incorporar cualquier mecanismo que indicara que los costos de adopción serían de tal magnitud, que no se compensarían con los beneficios para los inversionistas, y que podrían desincentivar la colocación de valores de nuevas empresas e incluso provocar que algunas se retirasen del mercado. Un ejemplo claro de estas medidas en leyes extranjeras que no se incorporaron en esta Iniciativa es la prevista en la Ley Sarbanes-Oxley de los Estados Unidos de América, respecto de los requisitos de revisión sobre controles internos, tema que mayor polémica ha generado sobre dicha ley, ya que se ha demostrado que implica costos significativos, sobre todo para empresas medianas, que han provocado que algunas empresas consideren deslistarse y ha desincentivado el listado de otras..."[226]

Podemos destacar el señalamiento de los costos que involucró la incorporación de gobierno corporativo en los Estados Unidos de América, que revelaron abiertamente la inviabilidad económica de la regulación en materia de transparencia, gobierno corporativo y regulación contable, que consideró el Ejecutivo Federal en su iniciativa.

Continúa el texto:

"…La Ley del Mercado de Valores, en vigor desde 1975, ya ha avanzado en esta dirección a lo largo de sus múltiples reformas y, de manera importante, con la reforma efectuada en junio de 2001 en la que se incorporaron, entre otros: (i) el reconocimiento de mejores derechos a favor de los accionistas minoritarios; (ii) un mínimo de prácticas de gobierno societario en las emisoras; (iii) los límites para la

[226] *Idem*.

emisión de acciones sin voto o de voto limitado o restringido; (iv) las contrapartes centrales para mejorar la liquidez, y (v) un sistema que privilegia la revelación de la información en sustitución del régimen de inscripción de valores y aprobación de su oferta pública basado en méritos.

No obstante los avances logrados, la reforma dejó fuera dos aspectos fundamentales:

- *No se previeron medidas expresas para fomentar el acceso de empresas medianas al mercado de valores, entendido éste en su más amplio sentido que incluye al mercado de capital de riesgo, ni se tomaron otras para desarrollar inversiones en estas empresas a fin de detonar y complementar el mercado de valores. La experiencia indica que el desarrollo de mercados como el de capital de riesgo, tratado más adelante, puede y debe potenciar y complementar el desarrollo del mercado de valores tradicional. Tampoco se tomaron medidas para fomentar el desarrollo de empresas otorgando facilidades que permitieran e incentivaran a las de carácter familiar pasar a ser empresas públicas listadas en bolsa con mayor facilidad.*
- *Al no haberse modificado la estructura corporativa de las empresas emisoras, la forma en que se organiza la administración refleja una disociación entre el régimen jurídico vigente y la realidad moderna operativa y práctica del mercado de valores. Tal es el caso de las funciones y responsabilidades que asumen los consejeros, directivos y el comisario. El hecho de que en nuestro mercado existan empresas emisoras con estructuras societarias desactualizadas, coexistiendo en un ambiente moderno de mercado de valores global, no contribuye al desarrollo de la formación de capital..."* [227]

En esta última afirmación estamos en desacuerdo ya que no se ha visto contribución cuantitativa e importante en siete años de vigencia de la Ley del

[227] *Ibidem*., p.3.

Mercado de Valores, que permita determinar que ha representado por sí misma un estímulo proporcional a lo señalado en el documento de la iniciativa.

Sigue el texto de la iniciativa en la parte conducente:

"…Esta situación debe ser resuelta en una primera instancia por la normativa y, posteriormente, por las fuerzas del mercado. Realizar este cambio incide sobre la piedra angular de la legislación relativa al mercado de valores vigente, e hizo aconsejable plantear su solución, no a través de una reforma, sino mediante la expedición de una nueva ley que retoma el contenido de las reformas llevadas a cabo en el 2001 y consolida, en un contexto unificado y congruente, las reformas que a lo largo del tiempo ha tenido la Ley del Mercado de Valores.

El Plan Nacional de Desarrollo 2001-2006, establece como estrategias del objetivo rector sobre la conducción responsable de la marcha económica del país, promover esquemas de regulación y supervisión eficaces en el sistema financiero e impulsar la eficiencia en el mercado de valores. Así, ante la necesidad de revisar integralmente la legislación relativa al mercado de valores y de incorporar los mejores estándares internacionales en esta materia, respetando las características que distinguen a nuestro sistema jurídico, la Iniciativa que se presenta ante esa Soberanía tiene por objeto:

- *Promover el acceso principalmente de las medianas empresas al mercado de valores, entendido éste en su más amplio sentido, para que de manera voluntaria dichas empresas adopten buenas prácticas de gobierno societario y adecuados derechos a accionistas minoritarios.*
- *Consolidar el régimen aplicable a las sociedades anónimas bursátiles, cuyas acciones se encuentren listadas en la bolsa de valores, para mejorar su organización y funcionamiento, mediante la*

modernización de sus estructuras societarias y su régimen de responsabilidades, haciéndolos más congruentes con la práctica...” [228]

Lo que se destaca en el texto en cita, no es una realidad hoy. La nueva Ley del Mercado de Valores, no ha generado el estímulo pretendido a las medianas empresas para acudir a los mercados voluntarios de capitales o deuda ni ha consolidado régimen alguno de las sociedades anónimas bursátiles. De hecho no tenemos registrada ninguna acción del Gobierno Federal ni de sus entidades destacables encaminadas a la promoción para el acceso al mercado de valores de las empresas medianas.

Un ejemplo de nuestra afirmación es que Nacional Financiera tiene en su Ley Orgánica el mandato de fomentar el desarrollo integral del sector productivo de este país y promover su eficiencia y competitividad. En el ejercicio de su objeto deberá canalizar apoyos y recursos y estará facultada para promover y encauzar la inversión de capitales, asistencia técnica y desarrollo integral del mercado de valores. Siendo el brazo ejecutor del Gobierno Federal para apoyar iniciativas como las previstas en la Ley del Mercado de Valores, simplemente en lo que va del presente siglo esa institución dejó de tener el protagonismo que la caracterizó por décadas.

En el Senado de la República la iniciativa fue aprobada el 27 de abril de 2005, tal y como fue presentada por el Ejecutivo Federal y se envió a la Cámara de Diputados, en donde su revisión fue más profunda. El dictamen reitera la necesidad de promover el acceso de las medianas empresas al mercado de valores, promover el mercado de capital de riesgo y consolidar el régimen aplicable a las sociedades anónimas bursátiles. El dictamen también se enfoca en temas de confianza para corregir los desequilibrios del mercado, mayor certeza y seguridad jurídica. [229]

---

[228] *Ibidem*., pp.3-4.

[229] Cámara de Diputados, “Dictamen de la Ley del Mercado de Valores” presentada por la Comisión de Hacienda y Crédito Público de la Cámara de Diputados, en base a la iniciativa de la Ley del Mercado de Valores, presentada por el Ejecutivo Federal. México 2005.
En http://gaceta.diputados.gob.mx/Gaceta/59/2005/dic/20051206-I.html Consultada el 2 de septiembre de 2013.

Un tema importantísimo, fue el que se buscaría con la nueva Ley del Mercado de Valores, el fomento al financiamiento a través del mercado de valores de capital de riesgo de las empresas medianas, mediante la figura de la sociedad anónima promotora de inversión, sin tener que cumplir con todos los requisitos de las sociedades anónimas bursátiles. Esto último, se dio con un sesgo no anticipado en las iniciativas y luego en las leyes que comentaremos en el siguiente capítulo.

Finalmente, el dictamen del Senado recogió todos los comentarios de la Colegisladora y se incorporaron a la iniciativa que se aprobó el 8 de diciembre de 2005, con 76 votos a favor y fue publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005, para entrar en vigor 180 días naturales posteriores a su publicación, conforme lo estableció su artículo primero transitorio.

Consideramos que hubo en la construcción de la Ley del Mercado de Valores falta de técnica jurídica, al existir imprecisiones conceptuales y gramaticales, además de no encontrarnos de acuerdo con algunas de las definiciones insertas en la Ley, dada su falta de coherencia con lo señalado en la parte expositiva, así como en los planes y programas, consistencia y construcción hermenéutica.

Dijo en su momento el señor licenciado Rodolfo León León, refiriéndose a la Ley del Mercado de Valores:

> *"…La principal deficiencia de la Ley del Mercado de Valores, la encontramos en la falta de técnica jurídica con que fue elaborado dicho ordenamiento.*
>
> *Para que el Derecho pueda alcanzar sus fines, la técnica jurídica debe ocuparse de las tres fases de éste; es decir, la formulación, la interpretación y la aplicación del Derecho.*
>
> *La primera fase consiste en la formulación de esquemas jurídicos en conceptos, fórmulas y ordenamientos que deben ser precisos, claros y en lo posible accesibles para todos. Es obra del lenguaje técnico y de la técnica legislativa.*

La segunda fase consiste en la interpretación de los conceptos, normas y ordenamientos que ya han sido formulados, es fruto de la técnica de interpretación del Derecho.

La tercera fase consiste en la ejecución de las directivas, fruto de la interpretación, en la vida de la comunidad..." [230]

Enseguida el licenciado León se refiere a la "formulación de las normas jurídicas" y señala:

"…Debe aclararse sin embargo, que sin duda alguna las otras dos fases de la técnica jurídica se verán negativamente influidas por los defectos de la primera, haciendo difícil y equívoca la interpretación y aplicación de la Ley.

Decíamos que el Derecho se formula o crea a través de conceptos, fórmulas y ordenamientos y tanto unos como otros se materializan a través del lenguaje técnico. Este además de claro y accesible, debe ser uniforme, es decir, debe mantener sin variaciones el sentido de sus palabras, fórmulas y giros, para que brinde certeza jurídica; por lo mismo debe también ser preciso, evitando hasta donde sea posible el doble o triple uso analógico de una misma palabra o formula..." [231]

El licenciado León, tuvo conocimiento de cómo fue elaborada la Ley del Mercado de Valores, como lo señalé con anterioridad y preocupado por la necesidad de precisión en ordenamientos que necesariamente están cargados de conceptos técnicos, hace esta reflexión ya que de la lectura del artículo 2, de la Ley del Mercado de Valores relativa a las definiciones que vierte en forma extensa, enfrentó a la doctrina y en algunos casos a la jurisprudencia que llevaron a entender cosas diferentes respecto del mismo concepto y de manera puntual

[230] León León, Rodolfo, *Avances y Deficiencias de la Nueva Ley del Mercado de Valores*, *op. cit.,* pp. 21-22.
[231] *Ibidem.,* p. 23.

señala las definiciones de “valor”, “intermediación” y “oferta pública”, considerando lo que entendíamos hasta entonces sobre esos conceptos.

Menciona el licenciado León, que otro error técnico es el relativo a las constantes referencias que mencionan *“para efectos de ésta Ley”*, como si la Ley del Mercado de Valores no formara parte de todo un sistema jurídico.

En un ánimo de prolijidad en la regulación de lo que denominó la iniciativa “valores”, se atribuye un derecho de regulación exclusiva de la Ley del Mercado de Valores, por encima de cualquier otro ordenamiento que concurra en la regulación de las figuras que incorpora la definición “valores”, es decir, en el afán de definir una palabra se rompe con conceptos jurídicos de tradición y se desprotege al inversionista al contrario de los propósitos de la iniciativa. He aquí un vicio claro de construcción hermenéutica de la norma que lejos de ser clara y comprensible, se torna en oscura e imprecisa, con los consecuentes problemas de interpretación que esto genera.

Por lo que se refiere a la regulación de sociedades mercantiles dentro de la Ley a comentario en su carácter de intermediarios emisores se incurre en excesos regulatorios que además de romper con principios y disposiciones en materia de sociedades mercantiles, incorpora un costo implícito de carácter regulatorio que lejos de incentivar la participación en el mercado, inhibieron esta posibilidad a aquellas empresas que aspiraban a tener una nueva alternativa de financiamiento.

Se incorporaron conceptos que no son compatibles con nuestro sistema jurídico que es de corte eminentemente romanista.

No se aprecia la existencia de un diagnóstico a la Ley del Mercado de Valores vigente, ni se justifica la razón por la que una ley que contaba con 130 artículos más sus respectivos Bis y transitorios, pasa a ser una ley de más de 400 artículos, más los correspondientes transitorios que en primera instancia la hacen más compleja y hacen un contrasentido a los principios de desregulación económica contenidos en el propio Pronafide.

Otro de los aspectos que se incluyeron fueron los de carácter penal en virtud de que el apartado respectivo se encuentra plagado de imprecisiones y tipos penales que ya de entrada permiten observar serias dificultades para su

integración, por falta de claridad y precisión en los conceptos, dado el carácter constitucional de exactitud de la ley penal, la integración de los tipos penales en materia bursátil ha sido muy complejo.

En una etapa donde el desarrollo de los mercados había sido importante, sobre todo a partir de 1990, sin duda era necesaria una revisión al orden jurídico que reguló este tema, pero ni la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, ni en los recintos legislativos fueron receptivos al “qué” ni al “cómo” se elaboró la nueva Ley del Mercado de Valores.

Si ante la posibilidad de obtener recursos de los mercados de valores en contrapartida los emisores lo único que encuentran son mayores costos de transacción, mayores responsabilidades, complejidad en el manejo corporativo de sus sociedades, es a todas luces una reforma perversa a los propósitos y fines de lo que en los mercados de valores debe prevalecer y contraria a lo señalado en el Programa Sectorial y en el propio Plan Nacional de Desarrollo.

Como se puede observar, las prácticas de gobierno corporativo han tenido gran difusión e importancia en nuestro sistema jurídico, principalmente en el mercado de valores. Sin embargo, la labor ha sido más extensa,

Un documento importante y muy dinámico es el que integra las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003, modificadas mediante Resoluciones publicadas en el citado Diario el 7 de octubre de 2003, 6 de septiembre de 2004, 22 de septiembre de 2006, 19 de septiembre de 2008, 27 de enero, 22 de julio y 29 de diciembre de 2009, 10 y 20 de diciembre de 2010, 16 de marzo, 27 de julio, 31 de agosto y 28 de diciembre de 2011, 16 de febrero y 12 de octubre de 2012, 30 de abril y 15 de julio de 2013, respectivamente.

Destaca la cuarta Resolución que modifica las citadas Disposiciones en materia de gobierno corporativo. En su parte considerativa la referida Resolución dispone lo siguiente:

"…*Que la nueva Ley del Mercado de Valores incorpora las prácticas y principios de buen gobierno corporativo aplicables a las emisoras de valores que se encuentran contenidos en el denominado Código de Mejores Prácticas Corporativas, por lo cual resulta pertinente suprimir la obligación de las emisoras para informar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores el grado de adhesión que guardan con respecto a lo señalado en el mencionado código, dado que la citada ley establece un régimen de observancia obligatoria en dicha materia, permaneciendo dicha obligación para informar a la bolsa y al público inversionista como un requisito que deberá contemplar el reglamento interior de la bolsa para el listado de valores autorizados para cotizar y su mantenimiento;…"* [232]

Esta resolución reconoció su inferioridad jerárquica frente a la Ley del Mercado de Valores y adicionó en la parte conducente los artículos 25 y 27 de las referidas Disposiciones, que mantuvo la obligación de revelar los niveles de gobierno corporativo adoptados por parte de las emisoras a la bolsa y al público inversionista.

Por su parte el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, en su versión actualizada al 30 de julio de 2013, señala en la Sección Primera, Generalidades, numeral 4.005.00 y 4.008.00, relativo a las obligaciones de listado en bolsa, en las que destacamos las siguientes:

"…4.005.00.- La promovente que pretenda listar valores en las Secciones I, II o IV del apartado de valores autorizados para cotizar en la Bolsa a que se refiere la disposición 4.002.00, deberá presentar a la Bolsa, a través de los medios electrónicos que ésta determine, solicitud firmada por su representante legal o apoderado, quien deberá contar con poder para ejercer actos de administración, en la que manifieste la conformidad de su representada para que la Bolsa,

[232] Diario Oficial de la Federación del 19 de septiembre de 2008.

en su caso, haga públicas las medidas disciplinarias y correctivas que, previo procedimiento disciplinario, le sean impuestas, y en la que se adhiera al Código de Ética y asuma el conocimiento del Código de Mejores Prácticas, acompañada de la documentación que en términos de las Disposiciones aplicables se especifica por Tipo de Valor, para su inscripción en el Registro.

4.008.01.- Tratándose de sociedades que pretendan listar acciones o títulos de crédito que representen acciones en las Secciones I o II del apartado de valores autorizados para cotizar en la Bolsa a que se refiere la disposición 4.002.00, además de satisfacer los requisitos establecidos en la disposición 4.005.00 de este Reglamento, según corresponda, deberán cumplir como mínimo con lo siguiente:

…

IX. Que el secretario del consejo de administración dé a conocer al propio consejo las responsabilidades que conllevan el listar valores en el Listado e informarle periódicamente sobre el cumplimiento con las Disposiciones aplicables. Asimismo, será responsabilidad del citado secretario el proporcionar a los miembros del consejo de administración, un ejemplar del Código de Ética, del Código de Mejores Prácticas y de este Reglamento...” [233]

La autorregulación en el caso de la regulación mexicana en materia de gobierno de las corporaciones, terminó por cerrar el tema en los Estados Unidos Mexicanos, como se puede ver en la cita precedente.

No podemos decir que es un buen modelo, lo que si podemos afirmar es que se trata de un modelo flexible, que pretende ser ágil ante la necesidad de incorporar nuevas obligaciones o figuras. Tampoco podemos decir que haya

[233] “Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores”, versión actualizada al 28 de agosto de 2013. Sección 4.005.00 y 4.008.01, México, pp. 34-41.
En http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_reglamento_vigente Consultada el 2 de septiembre de 2013.

estimulado nada y si hubo costos importantes para la incorporación de gobierno de las corporaciones.

Aun no maduran los potenciales efectos de institucionalización y permanencia o sostenibilidad, habrá que esperar su desarrollo en el tiempo. Donde vemos con urgencia la necesidad de mejora es en la parte de integración de consejos y calificación de independencia. Lo cierto es que los consejos de administración están integrados por consejeros que no son independientes en la realidad, se integran con amigos de los accionistas, no hay una colegiación de profesionales de gobierno corporativo y por supuesto que no se lograrán las pretensiones de independencia y sus correlativos efectos.

No hemos estado a la vanguardia en este tema, hay muchas oportunidades de mejora, son necesarios esfuerzos académicos que trasciendan a la vida institucional de las empresas, las universidades no han jugado un papel importante en el tema, los hombres de negocios no han tenido el tiempo ni el talento para ahondar en este tema ya que no es de su interés. Debemos reconocer que el gobierno de las corporaciones no es políticamente rentable, ya que resta poder a los dueños del capital y nunca se ha sido visto con agrado. Lo que no pueden soslayar son los temas que sobre el poder de la empresa están todos los días en su mesa y no podemos restarle importancia.

V.XII Resumen

La empresa en México regularmente se organiza de acuerdo al paradigma de “ser propiedad de sus contribuyentes” de capital (accionistas-inversores). De ahí que el término capitalismo, con su implicación de que los medios de producción son de sus propietarios, permanezca como el atribuible a sistemas económicos de Europa Occidental, América del Norte, algunos países de Latinoamérica y Japón. Hay excepciones, en donde la propiedad es de los trabajadores, pero son muy pocas.

Como hemos visto en éste capítulo y en los anteriores, desde hace varias décadas, valiosos aportes desde el campo del Derecho, la Economía, las Finanzas, la Contabilidad, entre otros, se han dado para conceptualizar la

expresión “gobierno corporativo”. La tarea no ha resultado sencilla, porque cuanto más se conoce del tema, más amplitud reclama. Sin embargo, hay algunas contribuciones muy respetadas que resumimos en los cuadros siguientes:

MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO			
	ANGLOSAJON	**ALEMAN**	**PAISES LATINOS**
Mercado	Proclive a la competencia y desregulación, favorecedor del mercado de capitales.	Predominio de mercados concentrados y oligárquicos.	Predominio de mercado en redes relacionales entre los accionistas principales con bancos y gobierno.
Países representativos	Estados Unidos, Reino Unido, Australia y Canadá.	Alemania, países escandinavos, Austria.	Francia, Italia, España, países latinoamericanos.
Concepto de empresa	La empresa existe como vehículo instrumental para la creación de valor para sus accionistas o dueños; la empresa debe ser eficaz y eficiente, sin considerar lo que piensen los administradores y otras partes interesadas, también denominadas *stakeholders*.	Se les considera instituciones sociales con presencia de coaliciones en la estructura de propiedad y con los principales *stakeholders* externos (proveedores, clientes y sindicatos); la empresa debe ser eficaz y asegurar confiabilidad a los *stakeholder (*aunque pierda eficiencia).	Se les considera instituciones privadas y en algunos casos sociales o mixtas con presencia de coaliciones en la estructura de propiedad y con los principales *stakeholders* externos, que aseguren la estabilidad laboral; la empresa debe ser eficaz y asegurar confiabilidad a los *stakeholder*, (aunque pierda eficiencia).
Concentración de propiedad	Dispersa.	Altos niveles de concentración, sistemas de codeterminación compartido con los empleados.	Altos niveles de concentración, se destacan, las estructuras familiares y cerradas y estructuras piramidadas de propiedad.
Estructura del Consejo de Administración	Un solo nivel, con consejeros ejecutivos y no ejecutivos.	Dos niveles: ejecutivo y de supervisión (en Alemania, éste último, en un número importante de puestos es asignado a representantes sindicales y bancos).	En general, de un nivel, con consejeros ejecutivos y no-ejecutivos.
Stakeholders decisivos	Los administradores e inversionistas institucionales	Administradores Directivos, bancos acreedores, empleados.	Grupos característicos (familias, bancos, acreedores, consejeros, directivos y gobiernos).

MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO			
	ANGLOSAJON	**ALEMAN**	**PAISES LATINOS**
Sistema Financiero	Basado en el mercado de capitales.	Basado en bancos; el gobierno es un gran protagonista en el mercado de deuda y bonos.	Basado en bancos; el gobierno es un gran protagonista en los mercados; las empresas emiten regularmente valores en oferta privadas y en menor medidas ofertas públicas.
Disciplina a Directivos	Planes de compensaciones a ejecutivos; activa influencia de los inversores instituciones; rol crucial del mercado para el control corporativo, fusiones y adquisiciones, *take-overs,(opas) leveraged-buyouts (esquemas de salida)*.	Presiones de bancos y grupos mayoritarios, así como del mercado de productos; creciente influencia de los inversores institucionales.	Presiones de bancos, grupos mayoritarios y el Estado; también de los sindicatos y el mercado de productos; creciente influencia de los inversores institucionales.
Compensación a la alta Dirección	Bonos por desempeños, incentivos de participación.	No se privilegia el desempeño, ni hay incentivos.	Moderada tendencia a premiar el desempeño y la productividad.
Horizonte de relaciones económicas	Sufre presiones de corto plazo, en particular desde los inversores institucionales; limitaciones para la acumulación de capital humano sustentable; actitud favorable a la innovación y reorganización empresariales; la contrapartida son las estrategias que no son de largo plazo, con frecuencia la estrategia es cambiante ya que sufren del punto de vista del inversionista institucional en turno (fondos privados de inversión).	Orientación al mediano y largo plazo, cimentadas por asociaciones sustentables con clientes y proveedores.	Orientación al mediano y al largo plazo.

MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO			
	ANGLOSAJON	**ALEMAN**	**PAISES LATINOS**
Producción de información	Firme cultura de información pública y transparencia.	Moderada cultura de información pública y transparencia	Pobre cultura de información pública y escasa transparencia.

Derivado del contenido de los cuadros anteriores, que contienen el resumen de los diversos modelos de gobierno de las corporaciones, consideramos que lejos de resumir fórmulas de gobierno, se trata de relatos de conductas, actividades y orientaciones, que han sido descritas por diversos tratadistas en décadas.

El término "gobierno" viene del latin *gobernatio-onis y gobernare,* que significa gobernar. En el lenguaje usual es sinónimo de dirigir, regir, administrar, mandar, conducir, guiar. Otra acepción, es el agrupamiento de personas que ejercen el poder. Es la dirección o el manejo de todos los asuntos que conciernen de igual modo a todo el pueblo.[234]

Desde hace más de dos mil trescientos años, Aristóteles de Estagira, se dio cuenta que había formas de gobierno, las clasificó en su obra "La Política" y señaló que podían ser puras (democracia, aristocracia y monarquía) e impuras (tiranía, oligarquía y demagogia). No es nuestra intención entrar en el tema, sólo deseamos señalar que en temas de gobierno hay modelos o clasificaciones y estas se eligen por diversos medios. En el gobierno de las corporaciones sucede lo mismo, se han señalado sus virtudes y sus defectos y cada país eligió lo que consideró conveniente.

Entonces, si las empresas son propiedad de sus contribuyentes de capital (como lo refiere el paradigma y el modelo de concentración de propiedad) y se han gestado modelos de gobierno para dirigirlas, conducirlas, administrarlas, y emprender todas las acciones encaminadas a la consecución de sus objetivos, sin duda esos modelos han surgido para dar garantías de convivencia societaria o empresarial, es decir, para limitar la supuesta amplitud dominical (y encontrar lo

[234] Lombardo Aburto Horacio, *Diccionario Jurídico Mexicano*, t. IV., Universidad Nacional Autónoma de México, México 1983, p. 292.

que han llamado los tratadistas “la propiedad difusa” que otorga la acción) que tenían los accionistas sobre sus empresas, por las múltiples razones expresadas, en la búsqueda de equilibrios, debida convivencia y paz societaria

Los modelos nos mostraron que en Alemania la codeterminación laboral en sus consejos era necesaria y nos han demostrado que al menos hasta el año 2013, eso funciona en este país que, es sin duda la economía más robusta de Europa Occidental. Francia con un Estado protagónico y muy participativo en la vida empresarial, no lo ha hecho mal. Estados Unidos de América en su rol protagónico y hegemónico mundial de hace al menos siete décadas, ha tenido serios altibajos, que le han provocado problemas de propiedad difusa al no haberle reconocido a la banca su protagonismo en la empresa, al haber dirigido por razones históricas y regulatorias la fuerza del financiamiento de la empresa hacia el mercado de valores en el que participan de manera atomizada y poco directa demasiados accionistas, mientras que los países latinoamericanos permanecen con sus estructuras cerradas en la mayoría de los casos. Lo anterior nos permite señalar que en el mundo hay persistentes señalamientos sobre el tema de propiedad, que básicamente ha sido difusa o concentrada, no ha sido óbice para determinar un modelo de gobierno corporativo, lo que también nos permite inferir que la creatividad para encontrar modelos *ad-hoc* está abierta.

En los cuadros también destacamos el tema de partes interesadas o *stakeholders.* Parecería que el rol de cada parte interesada es muy claro, pero vemos que conforme va surgiendo el éxito o el fracaso, esos roles se desdibujan y dependiendo de quién es la parte interesada, su rol va tomando rumbos insospechados. Las partes interesadas se llegan a arrogar roles de propietario de facto, sobre todo en la cima del éxito o el fracaso de la empresa. Si habláramos de ciencia política se trata de grupos de presión que asumen un poder fáctico en muchos casos, que viven buscando su legitimación formal y en algunos casos lo logran. En estos casos se debe dejar claro en la regulación el rol de las partes relacionadas con el tema de propiedad y sus límites.

Creemos que el principal síntoma de conflicto que como tema de gobierno corporativo se da con las partes interesadas especialmente gestores y consejeros,

se origina por la falta de institucionalización de las empresas en contrapartida a la rendición de cuentas. La institucionalización como ya mencioné es un término recién acuñado que busca dar garantías mediante la estandarización de la gestión en sus procesos, en el análisis de su información, en su constante evaluación, en la generación de información de manera transparente a sus órganos colegiados, promueve el crecimiento y mejora continua, además de crear condiciones para la toma de las mejores decisiones que se reflejan en el mejor interés de la empresa. Se refiere a la posibilidad de hacer trascender el horizonte de inversión y profesionalización de sus fundadores y administradores, para operar y decidir con independencia de quien se encuentre detrás de la empresa o negocio, particularmente si se tiene como propósito una venta estratégica de la empresa. Esto último riñe con los intereses legales, económicos y personales de los administradores y nuevamente se gestan cotos de poder que es necesario equilibrar y se hace también a través de medidas y decisiones de gobierno corporativo.

Hemos detectado que otro grupo de partes interesadas relevantes son los inversionistas institucionales (fondos, aseguradoras, fideicomisos, entre otros) que se vinculan con el horizonte de tiempo que traen como límite de acuerdo a su regulación, en su relación con las empresas. Creemos que el nivel de poder que llegan a adquirir por su aportación, compromiso, horizonte de tiempo de su inversión y pretensiones, tensa demasiado las relaciones de la empresa en todos sus niveles. Su calidad de accionistas la explotan al máximo y afectan en extremo la vida de la empresa, incluyendo su estrategia, la cual acaparan como condición precedente de inversión, para manejarla ellos, frente a una posición negociadora frecuentemente débil de los accionistas estratégicos o fundadores, a quienes imponen su modelo de negocios que no necesariamente son congruentes con el perfil de la empresa.

En estos casos el modelo de propiedad difusa es perverso, ya que las medidas de gobierno corporativo del modelo anglosajón pueden acabar con una empresa, por admitir capitales de los llamados “golondrinos”, un ejemplo muy revelador reciente, es la adquisición que hizo Anheuser-Bush InBev de Grupo

Modelo, que de acuerdo a un artículo del 7 de septiembre de 2013 publicado en primera plana de la sección de negocios del periódico Reforma, con el título *"Enfría Modelo el ambiente laboral"* da cuenta de que atrás quedaron los días en que los Fernández socios de la empresa, visitaban algunas veces al año aquella planta y recorrían las líneas de producción siempre con trato cordial hacia los empleados que encontraban a su paso …ahora las visitas se reemplazaron por videoconferencias y mensajes de correo.[235]

Se ha mostrado que las finanzas corporativas y el gobierno corporativo están profundamente entrelazados, porque la deuda y el capital determinan las estructuras alternativas de gobierno corporativo, la primera favoreciendo estructuras basadas en reglas disciplinantes, el último ofreciendo marcos de decisión más flexibles y adecuados a las necesidades especiales del financiador, con orden y transparencia.

Debemos recordar que empezamos este capítulo analizando el origen del gobierno corporativo señalando temas como la identificación, explicación y mitigación de toda forma de riesgo contractual, desde el punto de vista y enfoque de los costos de agencia y transaccionales entre otros, para lograr el desarrollo de empresas más ordenadas y preparadas, listas a enfrentar las amenazas de los conflictos de interés y estamos concluyendo con temas totalmente diferentes, como el análisis de las relaciones entre los diferentes grupos de participantes para la determinación de la dirección, así como el desempeño, de las corporaciones.

Abordamos también de manera muy somera algunos de los mecanismos de gobierno corporativo que se construyen y articulan con las instituciones jurídicas financieras y económicas, que coadyuvan a mejorar el marco de los procesos políticos al interior de las empresas. Obvio en términos del ejercicio de la autoridad que sin duda debe efectuarse al interior de las corporaciones.

Señalamos, la necesidad que existe de transparentar y definir *ex–ante* el complejo tema de la distribución de las pérdidas y las ganancias en el curso de las

[235] Bosque, Montserrat, "Enfría modelo el ambiente laboral" En periódico *Reforma*, del 7 de septiembre de 2013, sección negocios, México, p.1.

relaciones de agencia, derechos de los accionistas, el tratamiento equitativo, la transparencia informativa, las responsabilidades de los consejeros.

Lo anterior, nos invita a tomar como camino obligado una definición de gobierno corporativo, que sin pretensiones de exhaustividad, proponemos como sigue:

El gobierno de las corporaciones es la actividad que tiene como tarea principal la búsqueda de principios, reglas procedimientos y buenas prácticas que permiten a las organizaciones desarrollarse de manera eficaz y eficiente, dentro de las restricciones que imponen las normas, en donde hay un reconocimiento de permanente evolución; que incluye el diseño, ejecución y seguimiento de mecanismos relativos a la representación, voto, compromiso, responsabilidades, rendición de cuentas, controles, desarrollo de contrapesos, incentivos y la implementación de estándares de desempeño. Abarca también la administración del ejercicio del poder y los procesos de toma de decisiones enfocados a la misión, visión, objetivos y estrategias, ajustados siempre al contenido de los estatutos sociales.

Capítulo VI

Financiamiento de la Mediana Empresa en el Mercado de Valores

VI.I. La Mediana Empresa

VI.I.I La Mediana Empresa en México

VI.I.II Definición de Mediana Empresa

VI.I.III Criterios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

VI.II. La Mediana Empresa y el Financiamiento en el Mercado de Valores

VI.II.I Los primeros pasos para acercar a la mediana empresa al mercado de valores

VI.II.II ¿Cómo empezar?

VI.III Esfuerzos para impulsar el acceso de la Mediana Empresa al Mercado de Valores

VI.III.I Los primeros esfuerzos y su origen

VI.III.I.I Las sociedades de inversión de capital

VI.III.I.II El Mercado Intermedio

VI.IV Impacto de las Leyes sobre el desarrollo del Mercado de Valores

VI.IV.I La regulación como detonante del Mercado de Valores

VI.IV.II Justificación del Derecho dentro del Mercado de Valores

VI.IV.III El problema de la protección de los derechos del inversionista

VI.V El financiamiento de la empresa en el Mercado de Valores en México

VI.V.I La decisión de la empresa

VI.VI Los Instrumentos del Mercado de Valores Mexicano para las Empresas Medianas

VI.VI.I Los Antecedentes

VI.VI.II La estructura de los instrumentos del Mercado de Valores

VI.VI.III Los títulos fiduciarios creados en 2009

VI.VI.IV Fideicomisos de Bienes Raíces (FIBRAS)

VI.VII Reflexiones previas para asistir al Mercado de Valores

VI.VII.I Aspectos clave que México debe atender en el corto plazo

VI.VII.II El interés de la empresa para financiarse en el Mercado de Valores

VI.VII.III Perfil del candidato

VI.VII.IV Ventajas y desventajas del financiamiento en el Mercado de Valores

VI.VII.IV.I El Financiamiento

VI.VII.IV.II Liquidez

VI.VII.IV.III Valoración

VI.VII.IV.IV Gobierno corporativo

VI.VII.IV.V Las reglas de comportamiento no escritas en el Mercado de Valores.

VI.I La Mediana Empresa

VI.I.I La Mediana Empresa en México

En capítulos anteriores, hemos abordado antecedentes de los mercados en general, su evolución, las fuentes de financiamiento en el siglo XIX y XX, el desarrollo del mercado de valores, el desarrollo legislativo de éste en México hasta la fecha, para delinear después su marco jurídico, analizando su estructura y sujetos que en él participan, donde hicimos énfasis en las emisoras y sus distintas formas de gobierno , los diversos modelos que han surgido en otros países y en México, por lo que ahora, haremos especial énfasis en la mediana empresa, su importancia y su potencial dentro del mercado de valores.

Uno de los principales dilemas que identificamos en las sociedades mercantiles derivado de nuestro análisis en libros, revistas especializadas en negocios y prensa básicamente, fue la necesidad de financiamiento ya sea a través de la emisión de títulos de deuda o de capital, que de manera constante requieren para la ejecución de su objeto social y su desarrollo. Señalamos que

previo a la decisión para elegir sobre una u otra opción, se generaron una serie de cuestionamientos y ponderaciones que surgen en el momento en que se toma la decisión de convertirse en una emisora dentro del mercado de valores. En esa decisión está en juego en muchas ocasiones el éxito o el fracaso de un emprendimiento.

Actualmente, uno de los principales desafíos del mercado de valores mexicano es el de ampliar la base de inversionistas y facilitar el acceso a nuevos emisores que buscan esas alternativas de financiamiento totalmente diferentes a las tradicionales.

Las medianas empresas que cuentan con un elevado potencial de crecimiento son las candidatas naturales para incursionar de manera más activa en el mercado de valores, situación que ya se aprecia en países en donde el mercado de valores se encuentra en un estado de evolución más desarrollado, tal es el caso de los mercados europeos, el de los Estados Unidos de América y el de Brasil en Sudamérica que creó el "*Bovespa Mais*" para las empresas medianas con gran éxito.

Surge entonces la percepción sobre la necesidad que existe en nuestro país de crear y desarrollar alternativas viables de financiamiento, pero sobre todo de acceso al capital, para cientos de empresas medianas que permitan su adecuada operación y desarrollo.

Por tanto, cualquier incentivo que genere la autoridad, el propio mercado, las agrupaciones gremiales como cámaras, federaciones, confederaciones, entidades del sistema financiero, instituciones de fomento, de investigación, entre otras, para el acceso a las opciones de financiamiento que ofrece el mercado de valores, debe apoyarse y promoverse. Como lo han demostrado otros países, el mercado de valores no es exclusivo para las grandes empresas ni para los grandes inversionistas, la tarea de facilitar su acceso a todos conviene. Precisamente una de las tareas que deberá emprenderse es cambiar la percepción de la actividad bursátil de elitista y compleja, por la de una institución más popular. No hay recetas de gurús del mundo financiero. Hay que explicar y

preparar a los empresarios, a los inversionistas y a la sociedad, que el mercado de valores es más que una casa de juegos, para personas con potencial económico.

La hipótesis se basa en la necesidad de desarrollar empresas medianas, que representan a nivel mundial el segmento de la economía que contribuye con importantes puntos del producto interno bruto, un número considerable de unidades económicas, una base gravable amplia y generan el mayor número de empleos que inciden de manera fundamental en el comportamiento de las economías del mundo.

Pese a su importancia, las empresas medianas enfrentan serios obstáculos para tener acceso al financiamiento en el mercado de valores. Las principales barreras a las que se enfrentan, entre otras, son regulatorias.

Los esfuerzos han sido varios, basta solo recordar que en el Diario Oficial de la Federación del 14 de enero de 1985, fue publicada la Ley de Sociedades de Inversión que precede a la vigente de 4 de junio de 2001, que en su exposición de motivos claramente señalaba la intención de crear las estructuras necesarias y su correspondiente regulación, para la adecuada canalización del ahorro e inversión a la actividad productiva a través de figuras societarias específicas que no encontraron un camino fácil para su desarrollo. Aunque se mantienen, su impacto ha sido insuficiente.

No podemos olvidar aquella iniciativa del Gobierno Federal de los Estados Unidos Mexicanos en su intento por desarrollar un mercado paralelo, para las empresas medianas a través de su brazo ejecutor de política económica, Nacional Financiera, S.N.C., quién en su mandato contenido en el artículo 5, fracción IX, de su Ley Orgánica, establece como fin el de fomentar el desarrollo integral del sector industrial y promover su eficiencia y competitividad, por lo que en el ejercicio de su objeto habrá de canalizar apoyos, recursos y estará facultada para promover el desarrollo integral del mercado de valores. Esta iniciativa no culminó con éxito, debido a diversos factores que serán materia de nuestros comentarios en este trabajo, mismos que abordaremos en el presente capítulo. Sin duda éste ejercicio dejó enseñanzas.

La actual Ley del Mercado de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005, en el texto de la iniciativa enviada al Poder Legislativo, Senado de la República como Cámara de origen, señalaba:

> *"…la Ley del Mercado de Valores, de 1975…no previó medidas expresas para fomentar el acceso de empresas medianas al mercado de valores, entendido éste en su más amplio sentido que incluye al mercado de capital de riesgo, ni se tomaron otras para desarrollar inversiones en estas empresas a fin de detonar y complementar el mercado de valores…"* [236]

Lo cierto es que a más de ocho años de que entró en vigor la nueva Ley del Mercado de Valores, no ha generado los incentivos suficientes para que el capital del mercado de valores llegue a las empresas medianas. Lo anterior, permite inferir que los cambios legislativos por sí solos, tampoco son detonadores para el acceso al mercado de valores de las empresas medianas. En el caso particular inclusive podemos afirmar que la regulación inhibió a algunas emisoras y aceleró su salida de la Bolsa Mexicana de Valores, dado el impacto económico provocado por la nueva regulación. En esas condiciones, creemos que es preciso una revisión al marco regulatorio, para proceder al análisis de las barreras que derivan de la regulación y si fuera el caso generar las propuestas conducentes. Ese es otro de los objetivos en esta investigación.

Se intentará definir cuál es el rumbo que deberá tomar la regulación como parte de los esfuerzos que habrán de plantearse en las políticas públicas que den dirección a las acciones, medidas y estrategias encaminadas al desarrollo, para lograr mayor eficiencia en la estructura y en la actuación de los *"dramatis personae"* del sistema financiero en general y los que personifican al sistema financiero de fomento en lo particular, precisamente en la canalización de sus

---

[236] "Exposición de motivos contenida en la Iniciativa de la Ley del Mercado de Valores" presentada en febrero de 2005, al Senado De la República, p. 3.
En www.Diego_Fern%c3%a1ndez_de_Cevallos_15-feb-2008[1] Consultada el 23 de noviembre de 2013.

apoyos a los diversos sectores económicos, previa evaluación de su impacto y siempre que proporcionen mejores incentivos a los agentes de cada sector de apoyo.

Un aspecto no necesariamente jurídico, que trasciende al abordar éste tema es el relativo al gobierno de la empresa mediana y pequeña, ya que en el caso particular con frecuencia se trata de empresas familiares u organizaciones que concentran importantes aspectos de poder en su interior. Es claro que las tendencias internacionales obligan a observar principios mínimos de gobierno corporativo que analizaremos, para determinar qué es factible y dónde hay resistencias, buscando que la tutela de las instituciones de fomento apoyen y asistan en las partes sensibles del gobierno de las corporaciones. Ese rol de la banca de desarrollo que no es solo canalización de recursos, resulta nodal para incorporar a las empresas al mercado de valores. Insistiremos en la necesidad de obtener el mejor provecho a esas importantes instituciones que se encuentran desde hace años con un perfil demasiado bajo. A la fecha ya se encuentran en el Congreso de la Unión, iniciativas que apoyarán un rol más protagónico de la banca de desarrollo.

Resulta claro que los dueños del capital no apoyarán a aquellas empresas que no compartan información, estrategias y decisiones. Si sus estructuras no cambian, no tendrán acceso al capital. Es necesario proponer ajustes en materia de gobierno corporativo que hagan menos doloroso el trance que experimentan las empresas privadas al convertirse en públicas. Es evidente que en este proceso las instituciones de fomento son las legitimadas para generar confianza al empresariado mexicano. Una propuesta concreta de fortalecer ese rol de tutela y asistencia técnica para el desarrollo del mercado de valores es necesaria, además de que lo tienen como mandato dentro de sus documentos de constitución. Es importante mencionar que las propuestas que surgen de investigaciones en las ciencias sociales con frecuencia quedan en papel ya sea por su dificultad de implementación, el costo que representa, la etapa o nivel jerárquico en que se encuentra y la decisión del cambio, entre otras.

En este caso, pretendemos ser pragmáticos a efecto de generar una propuesta apoyada en estructuras jurídicas existentes y por eso en la última parte de la investigación realizaremos un análisis de los fideicomisos emisores de títulos de deuda y capital de desarrollo e inmobiliarios, que surgieron como vehículo para que el capital de los fondos privados empezara a permear a las empresas. De nueva cuenta, esos recursos se han canalizado a empresas desarrolladas o con estructuras muy hechas, pero queda duda de que sean el medio óptimo para capitalizar a las empresas medianas, por lo que es importante analizar la figura del denominado “certificado fiduciario de capital e inmobiliario” y la necesidad de hacer ajustes a su regulación que permita dar seguridad jurídica a los inversionistas de los derechos que confiere.

VI.I.II Definición de Mediana Empresa

En México, las pequeñas y medianas empresas, se remontan al concepto de negocio o tienda familiar, nuestra tradición empresarial es muy reciente y no se ha traducido en una verdadera vocación de emprendedores, toda vez que los pequeños negocios, han surgido sin mayor aspiración que la de ser el medio para el sustento familiar.

La escasa vocación emprendedora en nuestro país se remonta indudablemente a épocas prehispánicas, en donde con excepción de unos privilegiados, no era posible guardar o atesorar para el futuro, ni ostentar lujos, lo que se tenía, había que consumirlo. El privilegio de acrecentar el tesoro, era solo del emperador y nadie podía atentar contra los designios de su autoridad, bajo riesgo de exponer su propia vida.

Con el tiempo ya durante la Colonia, el pueblo en general fue sometido y obligado a pagar tributo y como pueblo conquistado, no podía aspirar a contar con reservas suficientes que permitieran siquiera reunir un pequeño capital para emprender algún negocio. La economía de autoconsumo se basó principalmente en la agricultura, el comercio y la minería todo bajo el control de españoles y criollos. Es de destacar que una gran cantidad de productos tenían prohibida su producción, había que importarlos de la península ibérica.

Como vimos en capítulos anteriores, el siglo XIX, se caracterizó por una turbulencia política y social casi constante, que no ofrecía las condiciones ideales para emprender negocios, y fue hasta finales de ese siglo que se logró una relativa estabilidad política, social y económica, que da paso a un proceso de industrialización, sin abandonar por completo la vocación agrícola y la de minería, así como la figura de la hacienda, cuya herencia colonial subsistió hasta principios del siglo XX.

Aunque existen antecedentes de pequeñas y medianas empresas, es el comercio sin lugar a duda el sector predominante durante este periodo que podemos considerar como el verdadero punto de arranque para el desarrollo de la pequeña y mediana empresa, y no es sino hasta concluida la etapa revolucionaria, donde surge una nueva clase económica con potencial para sentar las bases de una empresa, independientemente del nacimiento de un nuevo sistema financiero que ofreció los apoyos necesarios para impulsar el desarrollo del nuevo empresario. En ese momento ya había transcurrido el primer tercio del siglo XX.

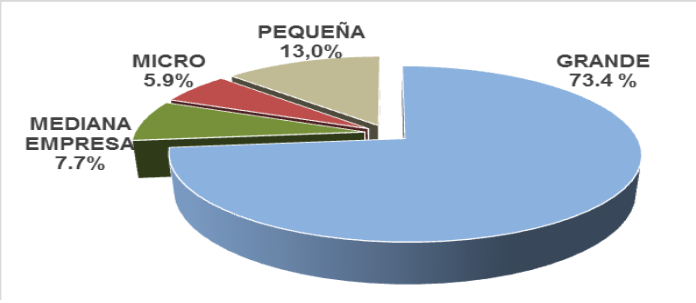
La actividad empresarial, es relativamente joven en nuestro país y aunque los esfuerzos ofrecidos por el gobierno han sido incontables desde entonces, no han sido suficientes para infundir el espíritu emprendedor en aquellas personas que a pesar de reunir condiciones ideales para el desarrollo empresarial, requieren de la chispa que no solo entusiasme, sino que le permita incrementar su visión de estratega y potencialice las capacidades de su negocio, que finalmente redundará en mayores oportunidades de crecimiento no solo para él o para su empresa regularmente familiar, sino para el propio país, al generar una fuente de empleos, beneficiando a su entorno mediante la oferta de productos, pago de impuestos, así como una aportación a la producción nacional.

Reiteramos, que el gran potencial que representan las pequeñas y medianas empresas son la piedra angular para la economía nacional, en quienes se encuentra la semilla que hará crecer de manera sostenible la economía global, pues la micro, pequeña y mediana empresa, constituyen prácticamente para todo el mundo la columna vertebral de las economías, por su alto impacto en diferentes rubros de la macro y microeconomía. A continuación algunas cifras:

"…en el caso de México, –las micro, pequeñas y medianas empresas constituyen– más del 99% del total de las unidades económicas del país, representando alrededor del 52% del Producto Interno Bruto y contribuyendo a generar más del 70% de los empleos formales…"[237]

Por su importancia la Mediana Empresa es el segmento susceptible de tener los beneficios de asistir al mercado de valores, convirtiéndose así en un ejemplo a seguir por la pequeña empresa que de cumplir con sus expectativas de desarrollo, pudiera acceder tarde o temprano al mercado de valores con los consecuentes beneficios para su entorno, convirtiéndose en una fuente generadora de bienestar para sus socios, para sus empleados y para su comunidad.

Por lo que se refiere al potencial del sector empresarial en base a las cifras del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), la producción bruta total estratificada de las empresas se distribuye de la siguiente manera: las grandes empresas generan el 73.4% de la producción,, las medianas el 7.7% la pequeña el 13.0% y finalmente las micro con el 5.9%, como puede apreciarse en el siguiente cuadro.[238]



[237] "Acuerdo por el que se establece la estratificación de las micro, pequeñas y medianas empresas", Secretaría de Economía, *Diario Oficial de la Federación* del 30 de junio de 2009, En http://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5096849&fecha=30/06/2009 Consultada el 21 de noviembre del 2013.

[238] Censos Económicos 2009, "Micro, pequeña, mediana y gran empresa". Estratificación de los establecimientos, Instituto Nacional de Estadística y Geografía, México, 2011, p. 161.

Estas imágenes revelan que hay necesidad de encaminar empresas medianas para que sean grandes y haya más producción, pero también hay que enrolar a las empresas de estratos menores y al emprendimiento en general, para crear más empleos. Necesitamos empleos y vemos que las empresas grandes no contribuyen a mejorar ese dato. Luego, habrá que incidir desde abajo, para que la ecuación producción-empleo mejore.

Los primeros intentos de clasificación para las empresas, datan de 1979, cuando a través del Plan Nacional de Desarrollo Industrial, se determinó como pequeña industria a aquella cuya inversión en activos fijos era menor a 200 veces el salario mínimo anual vigente de ese momento en el Distrito Federal (10 millones de pesos).

Ya para 1985, la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial (SECOFI), actualmente Secretaría de Economía, estableció de manera oficial los criterios mediante los cuales clasificaría a la industria de acuerdo con su tamaño. El 30 de abril de ese año, publicó en el Diario Oficial de la Federación el Programa para el Desarrollo Integral de la Industria Pequeña y Mediana, en donde se establece la clasificación conforme a sus ventas con cifras en viejos pesos[239] bajo los siguientes estratos:

- Microindustria. Las empresas que ocupen hasta 15 personas y el valor de sus ventas netas sean hasta 30 millones de pesos al año.
- Industria Pequeña. Las empresas que ocupen hasta 100 personas y sus ventas netas no rebasaran la cantidad de 400 millones de pesos al año.
- Industria Mediana. Las empresas que ocupen hasta 250 personas y el valor de sus ventas no rebase la cantidad de 1,100 millones de pesos al año.

En ese momento, el marco regulatorio de las actividades económicas de las micro, pequeñas y medianas empresas lo estableció la Secretaría de Economía.

A partir de 1990 se han ido modificando los criterios de estratificación empresarial, existiendo desde entonces y hasta la fecha seis pronunciamientos

[239] Derivado de la inestabilidad económica y una inflación que originó un incremento acelerado de precios, el 1º de enero de 1993, entró en circulación el nuevo peso que eliminaba tres ceros al anterior de tal manera que 1000 pesos de 1985, equivalían a 1 nuevo peso de 1993.

acerca de la clasificación para las micro, pequeñas y medianas empresas, los primeros cuatro emitidos por la entonces Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, y los últimos dos, por la actual Secretaría de Economía, que fueron publicados en el Diario Oficial de la Federación en las siguientes fechas:

- 18 de mayo de 1990,
- 11 de abril de 1991,
- 3 de diciembre de 1993,
- 30 de marzo de 1999,
- 30 de diciembre de 2002, y
- 30 de junio de 2009.

A continuación se presentan cuadros realizados con información obtenida de los criterios de estratificación de las micro, pequeñas y medianas empresas, elaborados en base al censo económico 2009, realizado por el INEGI. [240]

ESTRATIFICACION DE EMPRESAS PUBLICADA EN EL DIARIO OFICIAL DE LA FEDERACION (DOF) 1990, 1991 y 1993.

	Tamaño					
Fecha del DOF	Micro		Pequeña		Mediana	
	Personal	Ventas	Personal	Ventas	Personal	Ventas
18 Mayo de 1990	hasta 15	hasta 110 sm	hasta 100	hasta 1,115 sm	hasta 250	hasta 2,010 sm
11 Abril de 1991	hasta 15		De 16 a 100		101 a 250	
3 Diciembre de 1993	hasta 15	hasta $ 900,000	hasta 100	hasta $9´000,000	hasta 250	hasta $20´000,000

sm = salario mínimo general vigente en la Zona Geográfica "A"

ESTRATIFICACION DE EMPRESAS PUBLICADA EN EL DIARIO OFICIAL DE LA FEDERACION (DOF) DEL 30 DE MARZO DE 1999

	Casificación según el número de empleados		
SECTOR	Micro	Pequeña	Mediana
Industria	De 0 a 30	De 31 a 100	De 101 a 500
Comercio	De 0 a 5	De 6 a 20	De 21 a 100
Servicios	De 0 a 20	De 21 a 50	De 51 a 100

[240] Censos Económicos 2009, "Micro, pequeña, mediana y gran empresa", *op. cit*. p. 12.

ESTRATIFICACION DE EMPRESAS PUBLICADA EN EL DIARIO OFICIAL DE LA FEDERACION (DOF) DEL 30 DE DICIEMBRE DE 2002

SECTOR	Casificación según el número de empleados		
	Micro	Pequeña	Mediana
Industria	De 0 a 10	De 11 a 50	De 51 a 250
Comercio	De 0 a 10	De 11 a 30	De 31 a 100
Servicios	De 0 a 10	De 11 a 50	De 51 a 100

ESTRATIFICACION DE EMPRESAS PUBLICADA EN EL DIARIO OFICIAL DE LA FEDERACION (DOF) 30 DE JUNIO 2009

SECTOR	Tamaño								
	Micro			Pequeña			Mediana		
	Personal	Ventas (Millones de Pesos)	* Tope máximo combinado	Personal	Ventas (Millones de Pesos)	* Tope máximo combinado	Personal	Ventas (Millones de Pesos)	* Tope máximo combinado
Industria	De 0 a 10	Hasta $4.0	4.6	De 11 a 50	De $4.01 a $100.0	95	De 51 a 250	De $100.1 a $ 250.0	250
Comercio	De 0 a 10	Hasta $4.0	4.6	De 11 a 30	De $4.01 a $100.0	93	De 31 a 100	De $100.1 a $ 250.0	235
Servicios	De 0 a 10	Hasta $4.0	4.6	De 11 a 50	De $4.01 a $100.0	95	De 51 a 100	De $100.1 a $ 250.0	235

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

El 30 de junio de 2009, la Secretaría de Economía emitió un Acuerdo por el que se establece la estratificación de las micro, pequeñas y medianas empresas, criterios que siguen vigentes al cierre del 2013, en uso de ciertas facultades contenidas en la Ley para el Desarrollo de la Competitividad, que señala en su parte considerativa lo siguiente:

> *"…Que la Ley para el Desarrollo de la Competitividad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa tiene como objeto promover el desarrollo económico nacional a través del fomento a la creación de micro, pequeñas y medianas empresas y el apoyo para su viabilidad, productividad, competitividad y sustentabilidad, así como incrementar su participación en los mercados, en un marco de crecientes encadenamientos productivos que generen mayor valor agregado nacional, y*
>
> *Que de común acuerdo con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público se considera necesario establecer una estratificación que partiendo del número de trabajadores tome en cuenta un criterio de ventas anuales, con el fin de evitar la discriminación en contra de empresas intensivas en mano de obra y de que empresas que tienen*

ventas significativamente altas participen en programas diseñados para micro, pequeñas y medianas empresas…" [241]

A continuación tabla de estratos empresariales:

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

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

El tamaño de la empresa se determinará a partir del puntaje obtenido conforme a la siguiente fórmula: Puntaje de la empresa = (Número de trabajadores) X 10% + (Monto de Ventas Anuales) X 90%, el cual debe ser igual o menor al Tope Máximo Combinado de su categoría.

Es difícil arribar a una definición de mediana empresa, todos los antecedentes dirigen hacia un criterio cuantitativo, sólo podemos decir que la mediana empresa es la unidad económica estratificada de acuerdo a los criterios gubernamentales que considerando básicamente los parámetros relacionados con determinado sector, trabajadores y ventas anuales, puede ser encuadrada para ser considerada en la regulación y políticas públicas dirigidas a ellas.

VI.I.III Criterios de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)

Esta institución señala que las Pymes segmento empresarial extremadamente importante para cualquier país, primeramente porque representan una vasta mayoría de las actividades productivas, pues como ya

[241] "Acuerdo por el que se establece la estratificación de las micro, pequeñas y medianas empresas", Secretaría de Economía, *Diario Oficial de la Federación* del 30 de junio de 2009, *op.cit.*

hemos visto, en ellas se genera el 52% de la Producción Nacional y el 70% de empleos formales. .

Por otra parte, dado su tamaño y limitaciones, las pequeñas y medianas empresas (Pymes), son vulnerables y pueden no estar adecuadamente preparadas para hacer frente a retos como la competencia internacional y las recesiones económicas.

En México son pocas las empresas competitivas a nivel internacional. De las aproximadamente 4 millones de Pymes que hay en el país, sólo 6 mil 700 medianas y grandes empresas, es decir el 0.2% son empresas preparadas para afrontar los retos de la competencia. Esa situación nos coloca en el lugar 32 del mundo para competir internacionalmente y en el lugar 21 como economía del mundo.[242]

La importancia de las Pymes, a nivel mundial ha sido motivo por el cual organismos como la Unión Europea y la OCDE, han desarrollado una estratificación[243] que podemos apreciar en el cuadro siguiente:

CRITERIOS DE ESTRATIFICACION DE LAS EMPRESAS RECOMENDADOS POR LA UNION EUROPEA Y LA OCDE
Para fines legales y Administrativos

Tamaño de la empresa	Personal Ocupado	Ventas Anuales (Euros)	Balance Anual (Euros)
Micro	1 a 9	Menor a 2 millones	Menor a 2 millones
Pequeña	10 a 49	Menor a 10 millones	Menor a 10 millones
Mediana	50 a 249	Menor a 50 millones	Menor a 43 millones
Grande	Más de 250	Mayor a 50 millones	Mayor a 43 millones

Adicionalmente existen otros organismos internacionales que han desarrollado su clasificación en función al personal empleado[244] como apreciamos a continuación:

[242] Instituto Mexicano para la Competitividad, A.C. En http://imco.org.mx/indices# Consultado el 26 de noviembre de 2013.
[243] Censos Económicos 2009, "Micro, pequeña, mediana y gran empresa", *op. cit.* p.14.
[244] *Idem.*

DIVERSAS CLASIFICACIONES DEL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS EN FUNCION A SU PERSONAL OCUPADO

INSTITUCION	TAMAÑO DE LA EMPRESA	PERSONAL OCUPADO
Instituto Nacional de Estadística y Estudios Económicos de Francia	Pequeña Mediana	De 50 a 250 De 251 a 1000
Small Business Administration (Estados Unidos)	Pequeña Mediana	Hasta 250 De 251 a 500
Comisión Económica para América Latina (CEPAL)	Pequeña Mediana	Entre 5 y 49 De 50 a 250

La OCDE ha encontrado algunas debilidades fundamentales en el segmento de las Pymes de México:

- Insuficiente "*know-how*" y escasa utilización de tecnología: Generalmente los productos generados por las Pymes comúnmente presentan un diseño anticuado, se utilizan herramientas de producción obsoletas, existe escaso interés en calidad del producto, su diseño y su mercadotecnia.
- Existen limitadas oportunidades de acceso al financiamiento a costos razonables, motivo por el cual generalmente dependen del costoso crédito de proveedores. Los bancos comerciales representan sólo el 13.7% del financiamiento a las pequeñas empresas y ni pensar en el financiamiento a través del mercado de valores.

Estos son los principales factores que inciden de manera determinante en la tasa de sobrevivencia de las Pymes. El tiempo de vida promedio de una Pyme mexicana es corto, habiéndose identificado que de 200 mil empresas que anualmente inician actividades, solo sobreviven 35 mil dos años más tarde. Los hechos y cifras justifican las intervenciones estratégicas de los diferentes niveles de gobierno para fortalecer a las Pymes y permiten alentar su desarrollo y superar los retos a los que se enfrentan.[245]

[245] Financiamiento a las Microempresas y las Pymes en México (2000-2009), Naciones Unidas, Cepal, Santiago de Chile, 2010. En http://www.cepal.org/publicaciones/xml/3/40603/lcl3238e.pdf Consultada el 18 de diciembre de 2013 p.12.

La pregunta que subyace es ¿cómo los gobiernos deben intervenir en cada caso? La importancia de las Pymes en el caso de México, es insoslayable. Enfrentar un modelo económico en el mundo no es tarea fácil, pero si no es viable hay que enfrentarlo a toda costa.

Como respuesta al Consenso de Washington, que daba la receta del éxito a los países de Latinoamérica bajo un esquema neoliberal, la misma OCDE, en un documento llamado Perspectivas del Desarrollo Global 2012: Cohesión Social en un Mundo Cambiante (Paris, 2011), da una respuesta diferente y sostiene que la cohesión social es una meta valiosa ya que contribuye a mantener el crecimiento a largo plazo.

Se menciona que en una sociedad cohesionada se trabaja hacia el bienestar de todos sus miembros, se combate la exclusión y la marginación, se crea un sentimiento de pertenencia, fomenta la confianza y ofrece a sus integrantes la oportunidad de lograr la movilidad ascendente.[246]

Empieza a generarse y a fortalecerse la idea de un derecho al desarrollo incluyente que va de la mano con ciertos derechos sociales, como una nueva estrategia que asegure el crecimiento, mediante el acceso en condiciones de igualdad a las diversas oportunidades que el Estado ofrece a sus integrantes que hemos visto, que es parte de un criterio integrador de una política social dirigida a un universalismo básico. De hecho ya empezamos con los temas de universalismo en seguridad social y las políticas públicas a eso propenden.

Por tanto, las empresas con independencia de tamaño también deben tener ese derecho al acceso al mercado de valores, en condiciones de igualdad que las grandes empresas, por las razones ya expuestas. El universalismo en ciertos rubros de la actividad económica lo debemos apoyar, en el emprendimiento es una asignatura pendiente.

[246] Perspectivas del Desarrollo Global 2012. En http://editor.pbsiar.com/upload/PDF/ocde_persepctivas_2012.pdf Consultada el 18 de diciembre de 2013.

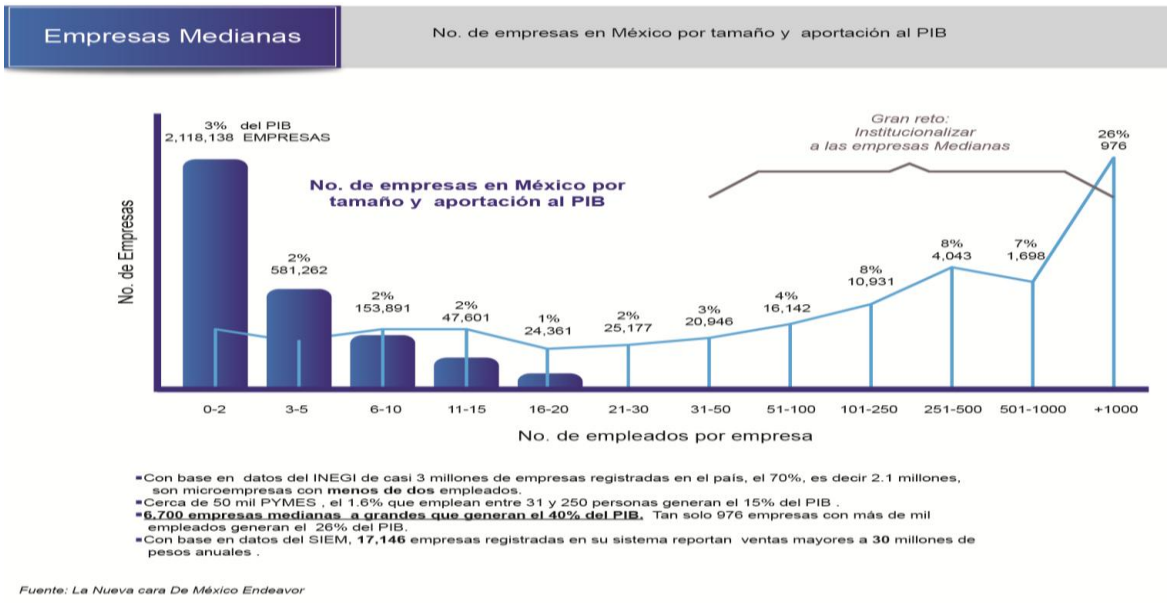
VI.II La Mediana Empresa y el Financiamiento en el Mercado de Valores

VI.II.I Los primeros pasos para acercar a la Mediana Empresa al Mercado de Valores

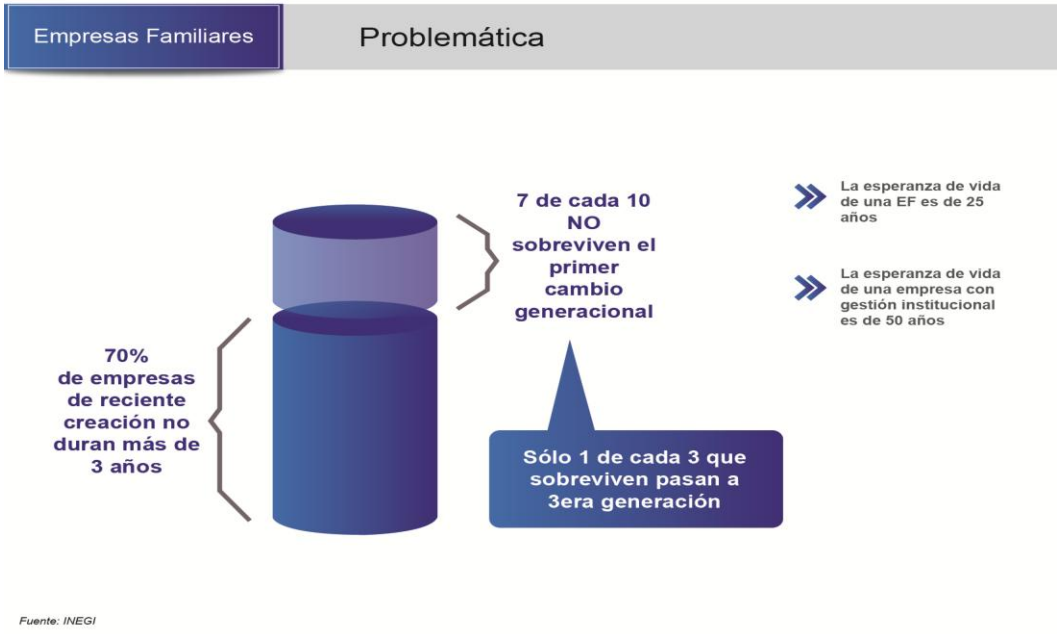
Hay diferentes razones que pueden explicar nuestro interés en las medianas empresas, pero uno de los factores principales que influyeron para poner atención en ellas, es el hecho de que en México se habla mucho y se hace poco por ese segmento de la actividad económica del País. Debemos recordar que son empresas que con esfuerzos importantes han llegado a ese estrato y es de destacar y llamar la atención, ya que han superado numerosos obstáculos para sobrevivir y siempre está latente la sombra del fracaso. Su dificultad para encontrar financiamiento a buen precio es una constante.

En 1993, Nacional Financiera, S.N.C., hizo un esfuerzo importante para llevarlas al mercado de valores y no funcionó. Una razón más para destacar la importancia y necesidad de impulsar a estas empresas, es que las medianas, constituyen la columna vertebral de la economía nacional junto con las pequeñas y micro empresas, por su alto impacto en la generación de empleos, en la producción nacional y por la base gravable que generan como ya fue comentado.

Conforme a los datos que aporta la el Instituto Nacional de Estadística y Geografía y la OCDE a 2009, llama la atención que el 99.7% de las aproximadamente cuatro millones de empresas registradas en México, generan el 52% del Producto Interno Bruto Nacional, contribuyen en la creación del 71.9% de los empleos. Por otra parte, las pequeñas y medianas empresas tienen un alto grado de mortalidad, el 50% de las empresas quiebran con tan solo un año de actividad y el 90% de las empresas mueren antes de cumplir los cinco años debido en gran medida a la falta de financiamiento, pero sobre todo de asistencia técnica para desarrollarse, expandirse y sostenerse en el tiempo. Estas cifras arrojan datos que permiten inferir que algo no funciona bien. Esto que en prosa resulta revelador, en las gráficas siguientes resulta aún más impactante:



Fuente: La Nueva cara De México Endeavor



Fuente: INEGI

Lo anterior, pone de manifiesto la importancia de desarrollar e implementar modelos que ayuden a aumentar la permanencia y competitividad de la mediana empresa en México. No tenemos duda que el mercado de valores debe jugar un rol definitivo en cualquier iniciativa que tenga por objeto desarrollar a las empresas medianas.

Podemos afirmar que el gobierno corporativo desempeña un papel central cuando señalamos las incidencias de la empresa familiar. Como lo hemos manifestado en capítulos anteriores, éste define la forma en que las empresas operan, son controladas e interactúan sus accionistas, administradores y otros interesados. Este conjunto de medidas pretende garantizar la calidad, oportunidad y amplia diseminación de la información, dicho sea de paso, es la base del sistema de responsabilidades de la empresa, de sus empleados y órganos colegiados frente a sus accionistas e incluso algo muy importante ante la sociedad en su conjunto. A través de estas prácticas los intereses de los accionistas y diversos grupos involucrados se alinean, las responsabilidades de socios, administradores y empleados se distribuyen y los conflictos se identifican, revelan y resuelven.

El ideal del gobierno de las corporaciones creemos que no existe en la realidad.

En el gobierno de las corporaciones ha trascendido de un concepto que lo identifica con lo financiero, relativo al rendimiento esperado sobre la inversión exigida por los inversionistas, a uno que incluye aspectos relativos al diseño de la organización misma, que según la definición de la OCDE (Principios de Gobierno Corporativo de 1999) tiene que ver con los medios internos por los cuales las empresas son operadas y controladas.

Un elemento adicional que se ha visto envuelto en forma reciente es el manejo del riesgo en la empresa. Se menciona que para asumir un riesgo hay que estar preparados, mediante su debido manejo y en su caso mitigación, cuando su control no está al alcance de quien lo asume.

Considerando lo que se percibe de las gráficas anteriores, hay un factor común en las empresas medianas, que es el hecho de haber surgido en su mayoría como empresas familiares y en muchos casos así permanecen.

A continuación se listan algunos factores que suelen ser motivo de fracaso que acabar con las empresas de tamaño medio cuando hay una participación importante de los miembros de la familia ejecutando algún rol:

- ✓ *Falta de planeación: la falta de planeación formal de largo plazo con estrategias y objetivos claramente definidos en cuanto a tiempos, cantidades y personas responsables.*
- ✓ *Resistencia al cambio: los padres suelen ser poco receptivos a aceptar las críticas y cuestionamientos que los hijos realizan a los procesos que han funcionado por décadas, minimizando e incluso anulando las aportaciones sobre la innovación que éstos desean introducir. Por su parte, los hijos se sienten coartados al no poder materializar sus ideas o desarrollar su creatividad, pues esto tiene un costo para el negocio y no hay certeza o garantía alguna de que las iniciativas funcionen.*
- ✓ *Solidaridad: la delegación de autoridad, de responsabilidad y de manejo de los recursos, suele centralizarse en una persona hasta el último minuto, en lugar de capacitar y entrenar al sucesor mediante una correcta delegación y la confianza de involucrarlo en la toma de decisiones cada vez más trascendentales para el negocio.*
- ✓ *Mezcla de roles familiares y profesionales: se trasladan a los roles familiares al ámbito profesional, cerrando así la posibilidad de conocer a los miembros de la familia desde otro ángulo o perspectiva. Las mujeres ocupan puestos secundarios aún y cuando estén preparados para asumir nuevos retos, responsabilidades mayores e incluso el liderazgo total.*
- ✓ *Toma de decisiones inapropiadas: se carece de un órgano colegiado o de una figura legal en donde se discuten formalmente asuntos importantes y se tomen decisiones colegiadas que recojan diferentes puntos de vista que las hagan más eficaces, integrales y profundas.*

- ✓ *Carencias administrativas: Se ha detectado falta de sistemas, procesos administrativos estandarizados, de personal capacitado y*

una asignación ineficaz de los recursos, coadyuva al fracaso de la empresa.[247]

La pertenencia a la familia y su relación con la propiedad predisponen a la persona que trabaja en la empresa. Están cargadas de emociones y relaciones que son fáciles de manejar. La lealtad al grupo, las pretensiones, personales y deseos de superación de la empresa hacen que el enfoque de la gestión de la empresa tenga en cuenta muchas variables que no suelen aparecer en otro tipo de organizaciones.

Toda esta carga que no suele aparecer en empresas institucionalizadas desde que nacen, se encuentra presente en la inmensa mayoría de empresas en México y se convierte en un obstáculo para el desarrollo.

La propuesta se traduce en que resulta prioritario desarrollar los mecanismos que aseguren una administración eficiente de las mismas por medio del gobierno corporativo, la identificación de los riesgos a los que está expuesta, el fondeo adecuado y oportuno de recursos a tasas competitivas y el contar con procesos productivos más eficientes que aseguren su competitividad en el ámbito nacional e internacional.

VI.II.II ¿Cómo empezar?

Se perciben muchos retos. Después de haber revisado diversas ideas en el sentido de que las capacidades productivas de los individuos tienen un contenido profundamente social que en su mayoría compartimos y coincidimos. Siempre es necesario dar el primer paso, consideramos que no hay un solo modelo a seguir y nuestras particularidades como sociedad mexicana, necesariamente deberán ser atendidas.

Se ha hecho un largo recorrido en la historia de la humanidad sobre los emprendimientos y la vocación empresarial, bajo diversas expresiones y corrientes del pensamiento y hemos hecho énfasis en postulados de corrientes neoliberales

[247] Valda, Juan Carlos, Grandes Pymes, "La empresa familiar, un negocio de por vida?" En http://jcvalda.wordpress.com/2009/12/17/la-empresa-familiar-un-negocio-de-por-vida-2/ Consultada el 19 de diciembre de 2013.

que hemos vivido intensamente en forma reciente, como libre empresa, circulación de capitales, personas, mercado, entre otros.

Así, vimos que la rentabilidad del capital y la creciente presión por maximizarlo, como derecho de los accionistas ha ganado terreno. El corto plazo y el máximo rendimiento se han convertido en los baremos para valorar la importancia, eficiencia y trascendencia de una unidad económica.

Por otra parte, la satisfacción del cliente, la permanencia del emprendimiento y su proyección de futuro se han empobrecido

Dentro de los modelos recientemente adoptados por las grandes empresas y por fondos extranjeros de inversión para asegurar la transparencia, confiabilidad y profesionalismo de la administración de la empresa en diversos foros y ámbitos destaca el tema de gobierno corporativo, como requisito básico para participar en cualquier proyecto que se ha convertido en el paradigma moderno de una administración eficiente que obliga a reflexionar sobre su prevalencia. Luego, surge la necesidad de conocer si las empresas medianas de México han permeado estas prácticas y si también son implementadas o implementables y si se les da seguimiento dentro de las actividades propias del quehacer de la empresa.

El gobierno corporativo, como ya hemos visto es un concepto que se encuentra evolucionando constantemente. Inició por la necesidad de establecer un orden entre la propiedad y la administración, pero ya ha trascendido a otros niveles de las organizaciones empresariales como ya se ha visto.

Las empresas y los órganos reguladores se han dado cuenta que no basta con cumplir solamente los estatutos, la regulación y la legislación, sino que se deben reforzar internamente diversos aspectos de estructura y de control con el fin de transparentar actos y procesos que contribuyan a la solidez y permanencia de la empresa y así ganar la confianza de los inversionistas. Véase en las gráficas anteriores, que el tema de permanencia es grave. Hay que trabajar en él, hay que identificar e incidir en los elementos de sostenibilidad de las empresas.

Esteban Ramírez Castro, periodista de El Financiero de Costa Rica, entrevistó en noviembre de 2007, a Raymundo Magliano, quien fuera Presidente

de la Bolsa de Valores de São Paulo en Brasil, conocida como *Bovespa*, quien hace un recuento del denominado *Bovespa Mais,* sección de la bolsa de valores brasileña para la mediana empresa, con preguntas inteligentes y respuestas que permiten reflexionar, pensar, cómo pasar de la teoría al mercado de valores real y tomar las acciones pertinentes.

> *"…En octubre, la Bolsa de Valores de São Paulo inició un peregrinaje por 13 sedes regionales de la empresa Petrobrás, ubicadas en los estados de São Paulo, Río de Janeiro y Bahía.*
>
> *¿La misión? mostrarle a los funcionarios de la petrolera la mecánica del mercado de acciones, su importancia para la economía del país y la formación del patrimonio personal.*
>
> *Detrás de este periplo, que a lo largo de los próximos meses cubrirá 18 estados y 150.000 trabajadores de Petrobrás, está el sello de Raymundo Magliano Filho, presidente de Bovespa, la bolsa más grande de América Latina.*
>
> *Con esa doctrina, Bovespa ha visitado universidades, aeropuertos, playas, teatros y centros comerciales. La lógica es cambiarse la cara de bolsa elitista por una de institución popular.*
>
> *Los resultados de esta y otras reformas en la manera de hacer negocios, saltan a la vista. El mercado de acciones de la Bolsa pasó de un volumen diario de $265 millones en el 2001, a casi $2.000 millones en la actualidad (2007).*
>
> *Como en muchos de los proyectos impulsados por Magliano, la receta no sale de los gurús contemporáneos en temas de negocios, sino del estudio minucioso de los clásicos de la filosofía.*
>
> *EF buscó a Magliano Filho en Venezuela, durante la XXXIV Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, celebrada en septiembre pasado.*
>
> *Con un trato ameno y en un portugués pausado, explicó que la educación de los empresarios y los inversionistas fue el punto de*

partida para mostrarle a la sociedad que la bolsa es más que una casa de juegos para ricos.

¿Cuáles son los ingredientes que un mercado de valores necesita para atraer nuevos inversionistas hacia la bolsa?

Para nosotros, es fundamental tener presentes los valores de la democracia. Existe un gran filósofo italiano llamado Norberto Bobbio, quien dice que la democracia es un conjunto de reglas basadas en la visibilidad, la transparencia y el acceso.

"Para transformar nuestra bolsa –que era una bolsa elitista–, en una bolsa popular, usamos esos instrumentos de la democracia. Entonces, para ganar la credibilidad de las personas, porque la bolsa es confianza y credibilidad, usted tiene que ser transparente y visible".

¿Y cómo lograron ganar esa visibilidad?

"Los empresarios vieron que es preferible abrir un canal hacia el mercado de capitales, que quedarse esperando financiamiento bancario. Para ganar la credibilidad de las personas, porque la bolsa es confianza y credibilidad, usted tiene que ser transparente y visible. Uno necesita conciliar los conceptos para transformarlos en instrumentos de la vida práctica".

La visibilidad es más que la transparencia, no es solo mostrarse. Usted necesita estar muy cerca de las personas, por eso nosotros creamos en la Bolsa cosas como el Bobmóvel (Bovespa móvil), un vehículo que le permite a Bovespa estar muy cerca del público".

"Lo otro que se necesita es brindar acceso; a los trabajadores, a los sindicatos, a los grupos minoritarios, acceso para que ellos puedan ir a la bolsa. En el momento en que usted propicia visibilidad, transparencia y acceso, usted crea confianza y la población comienza a entrar en la bolsa de valores".

Pero además de saber que el mercado existe, las personas necesitan saber para qué sirve.

Al mismo tiempo, nosotros hicimos un gran trabajo de educación. Lo importante no es vender acciones, sino explicar y educar a la población sobre cómo funciona un mercado de capitales, qué significa para el inversionista comprar o vender acciones y qué significa eso para el país.

"Al final, lo que quisimos hacer fue un cambio cultural en el empresario y el inversionista, por medio de la educación. Por eso fuimos a varios lugares donde había flujo de personas, para explicarles y demostrar que la Bolsa no es una casa de juegos".

¿Cómo lograron atraer a los empresarios brasileños hasta el mercado de capitales?

Mostramos a los empresarios que era necesario un cambio de cultura; que en lugar de ser dueños de la compañía, si querían desarrollarse, tendrían que buscar socios y accionistas y abrir su capital.

"Los empresarios vieron que es preferible abrir un canal hacia el mercado de capitales, que quedarse esperando financiamiento bancario".

Entiendo cómo atrajeron inversionistas pequeños a la Bolsa, pero ¿cómo harán para que las empresas más pequeñas emitan acciones?

Nosotros tenemos algo llamado Bovespa Mais , que es un segmento para empresas menores, por eso los requisitos para entrar son menores de los que se exigen para empresas del Novo Mercado (el mercado formal).

"Queremos atender ahí a las pequeñas y medianas empresas. Todavía no ha comenzado el proceso; por el momento estamos trabajando solo con las empresas mayores, pero después –en un año y medio– vamos a intentar abrir el capital de las empresas pequeñas y medianas".

¿Los estándares de gobierno corporativo serán los mismos para grandes y pequeños?

El gobierno corporativo es igual en el Nuevo Mercado, como en Bovespa Mais ; (los conceptos) son los mismos para los dos mercados: responsabilidad, visibilidad y transparencia...[248]

Raymundo Magliano Filho, ex-presidente de la Bolsa de Valores de São Paulo, en Brasil es un administrador de empresas que estudió en la Fundación Getúlio Vargas, ahora tiene 70 años y se ha vuelto un activista social, que a diario se manifiesta en contra de la codicia de los bancos.

Coincidimos con el entrevistado, en el sentido de que es necesario adoptar y asumir las decisiones estratégicas que determinarán el rumbo de las empresas y velar por el correcto funcionamiento de las mismas, es una gran responsabilidad y exige un esfuerzo cada vez mayor para comprender con una perspectiva global un entorno complejo y de constante evolución.

Sobre la parte de gobierno corporativo Magliano es parco en su respuesta, no es sencillo definir qué es lo que le espera a una empresa en un ambiente menos familiar y menos informal. En este aspecto, creemos que los temas culturales empresariales entre los diferentes países juegan un papel muy importante en los que habrá que trabajar en cada caso concreto ya que consideramos que no existen modelos a seguir a nivel país ni a nivel empresas.

Vemos que el entrevistado es enfático en la educación de la sociedad y el empresario, pero no aborda a profundidad el tema de educación al inversionista. No solo el empresario tiene que cambiar, creemos que trabajar al inversionista, convencerlo y segmentarlo es un gran reto, ya que si el proveedor de recursos no tiene claro quién recibirá sus recursos, como los manejará, qué recibirá a cambio y como se controlarán, difícilmente invertirá en empresas o títulos diferentes a los tradicionales.

Nos queda a deber Magliano alguna explicación sobre lo que se hizo o está haciendo Brasil al interior de la empresa en las áreas nodales de cambio.

[248] Ramírez Castro, Esteban, entrevista a "Raymundo Magliano presidente de Bovespa demuestra que las acciones no son solo para las élites" *El Financiero Costa Rica* En http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2007/noviembre/04/entrevista1288619.html Consultada el 10 de octubre de 2013.

Creemos que todas la áreas de gobierno de la empresa, desde la dirección general, jurídica, finanzas, administración, auditoría interna y los grupos de interés como consejeros que de manera cotidiana se relacionan con sus decisiones requieren ser tocadas.

De las personas habrá que revisar su catálogo de funciones, ya que la realidad, pero sobre todo los inversionistas esperan de ellos conocimiento, experiencia e independencia, se les demanda capacidad crítica y de análisis, todo bajo una firme actitud de autoexigencia, con una realidad diferente. Se trata de una labor muy compleja que requiere apoyo y orientación para todos.

El gobierno de las corporaciones deriva en un concepto cada vez más concreto y tangible, va adquiriendo protagonismo en las agendas empresariales de todos los estratos, se refleja en nuevas normas que paulatinamente elevan el nivel de exigencia; se va traduciendo en reputación, en creación de valor o rendimiento y en acceso al financiamiento, en particular el que se puede obtener en el mercado de valores.

Es una realidad que, en un horizonte no lejano, todos los caminos conducirán hacia la transparencia, la independencia, la diversidad y la responsabilidad sobre las decisiones concernientes a la empresa.

En entrevista en una de las manifestaciones realizadas en contra de los bancos Magliano señaló:

> *"Es una lástima la lluvia herido y había poca gente"*
> *(Refiriéndose a la poca concurrencia a la manifestación por la lluvia), dice:*
> *¿Qué tiene un representante del mercado financiero en común con un grupo tan diverso de manifestantes incluyendo anarquistas de los defensores de la despenalización de la marihuana?*
>
> *"Tenemos que reformar el capitalismo", dice Magliano. "No se puede seguir sosteniendo la codicia del sistema financiero."*

No, el ex presidente de la bolsa no se convirtió en militante del PSTU (partido de izquierda en Brasil). Su crítica se basa en la obra del filósofo y politólogo italiano Norberto Bobbio.

"El mercado se ha vuelto tan grande y poderoso que está suplantando a los Estados y a la política en sí misma", dice Magliano. "Por lo tanto, la solución a la crisis se encuentra en la sociedad civil."

El último movimiento del empresario puede parecer sorprendente, pero está en línea con su desempeño frente a la bolsa a principios de la década pasada. En ese momento, el mercado de valores casi ha desaparecido, tanto por la crisis internacional y por su poca representatividad. La solución fue encontrada por Magliano: fomentar una mayor participación de la sociedad en la bolsa, una manera de poner fin a la vista de que el comercio era un casino donde los tiburones se tragan sardinas indefensas.

"Alentamos a los trabajadores, las mujeres y los jóvenes a participar en el mercado de valores, para aumentar su legitimidad en la sociedad", dice. La hora actual es similar.

"Si no nos movilizamos el sistema financiero mandará en nuestros países y Estados, y esto es perjudicial para el mundo, la sociedad y la democracia." Algo que el megaespeculador George Soros sostiene desde hace algunos años. Ellos saben qué decir..."[249]

Con lo anterior, pretendemos señalar un ejemplo de lo que se ha hecho bien. Consideramos que en Brasil se han hecho cosas muy buenas y otras no tanto. Sí es necesario reconocer que su capacidad de atracción de empresas e inversionistas en los últimos cinco años al mercado de valores, simplemente ha sido todo un éxito.

[249] Gradilone, Claudio, Istoé Dinheiro, Número 737 "Las Manifestaciones contra la Avaricia de los Bancos Encontraron un Apoyo Inesperado en el Expresidente de la Bolsa de Valores", 18 de noviembre de 2011, sección Tiempo e Dinheiro, traducida en esa misma página del portugués al español. En http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/73381_MAGLIANO+O+ATIVISTA Consultada el 16 de diciembre de 2013.

El transitar en esa ruta de apertura y desarrollo obligó a asumir el hecho de que los inversores internacionales suelen demandar una separación de poderes entre el presidente del consejo y el grupo de gestores empezando por el director general, mayor transparencia y más control en materia de aumentos de capital y derechos de suscripción *(tag alone y drag alone)* para evitar la dilución de los accionistas. Pudiéramos enumerar muchas demandas adicionales, solo destaco las de mayor proyección y revelar lo doloroso que eso puede ser para empresas familiares de tamaño medio.

De estas dos entrevistas destaco lo siguiente:

a) La educación de los empresarios e inversionistas debe ser el punto de partida.

b) Los valores fundamentales son los de la democracia y hay que trasladarlos al mercado de valores. Reglas basadas en:

   - visibilidad;
   - transparencia; y
   - acceso.

c) El gobierno de las corporaciones es ese, sin modelos ni tendencias. El que cuente con esos tres elementos es susceptible de aceptación en el mercado de valores.

   Solo a través de la transmisión de esos valores, su vivencia y ejercicio cotidiano podrá lograrse la credibilidad y confianza en el mercado de valores. Por eso, la visita diaria a universidades, teatros, centros comerciales, aeropuerto y playas, que refiere Magliano resulta fundamental.

d) Muy importante resulta desterrar del imaginario colectivo que se trata de una actividad elitista o casa de juegos con apuesta como el de la ruleta. También es necesario dejar claro que no es comprar acciones baratas y venderlas a un precio mayor.

e) La importancia del mercado de valores se refleja en el patrimonio individual y en la economía del país.

Al reflexionar sobre el artículo que contiene la entrevista a Raymundo Magliano de 2007, como funcionario recién salido de la Bolsa de Brasil, conocida como “Bovespa” y la entrevista de 2011, hecha al mismo Magliano, ahora como activista social, el discurso cambia de manera importante y agrega elementos interesantes.

En la primera entrevista el foco es la cultura sobre el mercado de valores, la transparencia y la educación. En la segunda entrevista focaliza su discurso en la sociedad civil, la necesidad de contener a un sistema financiero brasileño que está saliendo de control y que podría someter al Estado con efectos perversos sobre la democracia.

Por otra parte los temores, los inhibidores culturales y la falta de transparencia que se mencionan en el artículo previamente citado, por fortuna se empiezan a convertir en un mito.

Creo que es el momento de empezarnos a preocupar por difundir de mejor forma las conclusiones de los procesos de evolución del mercado de valores de sus operaciones, sus participantes, siendo uno de los más importantes la empresa, sus órganos de administración y de gestión y sus efectos reales sobre la sociedad, la economía y las propias empresas.

Consideramos sin duda que en México debemos reforzar algunos aspectos como en Brasil, educando, propalando los valores de la democracia, visibilidad, transparencia y acceso, generando la vivencia cotidiana del mercado de valores para acrecentar la confianza y credibilidad, destacando sus ventajas en lo individual y en lo colectivo. Al final estamos convencidos de que ésta propuesta es susceptible de nuestro apoyo total. Tenemos que cambiar el capitalismo y la empresa; la respuesta esta como siempre, en quien genera las respuestas y soluciones más inteligentes, la sociedad civil.

Don Carlos Llano Cifuentes, escribía en 1997, que cuatro son las finalidades de la empresa: generar valor económico agregado, otorgar un

beneficio a la comunidad, desarrollar a las personas que integran a la empresa, y dotarla de capacidad de permanencia.[250]

No podemos dejar de reconocer que a finales del siglo XX, el concepto de "empresa" con proyección social y utilidad colectiva desapareció y en el siglo XXI, parece definirse como unidad que genera rentas de capital que se encuentra en competencia constante con el sistema financiero.

El Exministro Presidente de la Suprema Corte de Justicia de la Nación Guillermo Ortiz Mayagoitia, al prologar la obra de la Doctora Judith Saldaña Espinosa, "Los Grupos de Empresas", señala que la empresa al parecer dejó de verse a sí misma como parte funcional de la sociedad, ni la sociedad la mira ahora como parte de ella. Esa falta de identidad social ha generado consecuencias en el funcionamiento de sus unidades productivas y en los individuos que la conforman y quienes interactúan con ella. Un ejemplo se ve en la participación del capital humano con su trabajo. Hay ejemplos del pensamiento de los trabajadores quienes afirman que no tiene sentido trabajar duro por la empresa si los dueños lo que quieren es tener un retorno de inversión de corto plazo, liquidar la empresa y mudarse o mudarse simplemente cuando llegó la inversión al nivel del retorno esperado.[251]

Esto último que explica Don Guillermo Ortiz Mayagoitia es ni más ni menos lo que hacen los denominados fondos privados, también conocidos *private funds,* con las diversas modalidades, adaptaciones y clasificaciones existentes. Debemos reconocer también que los fondos de capital privado son necesarios, pero con un perfil diferente en el fondo, tenemos todo para crear un modelo propio con las administradoras de fondos para el retiro. A esto también debe haber una respuesta pronta y debemos crear mejores reglas de participación.

Creemos que el concepto de "empresa" con proyección social y utilidad colectiva debe retomarse. Estamos convencidos de que hay que generar valor, pero también debe otorgar posibilidades de desarrollo a la misma empresa y a su

[250] Llano Cifuentes, Carlos, *Dilemas Éticos de la Empresa Contemporánea*, Fondo de Cultura Económica, México, 2000, p. 228.
[251] Saldaña Espinosa, Judith, *Grupos de Empresas,* Porrúa, del Prólogo de Guillermo Ortiz Mayagoitia. México, 2009, pp. IX-X.

entorno. Respetamos las corrientes del pensamiento que existen alrededor de estas unidades productivas, pero es indispensable que en cualquier caso el desarrollo de su capacidad de permanencia debe estar presente como prioridad, por todo lo que representa, lo contrario, tarde o temprano nos llevará a la radicalización de modelos y el Derecho de una u otra forma surgirá procurando en cualquiera de sus formas los equilibrios.

VI.III Esfuerzos para impulsar el acceso de la Mediana Empresa al Mercado de Valores

VI.III.I Los primeros esfuerzos y su origen

Es innegable que desde hace años los esfuerzos por consolidar un mercado intermedio en México han existido.

Algunos señalan que ese mercado se encuentra en plena consolidación y otros señalan que los esfuerzos han sido pocos y no han trascendido.

Lo primero que tendríamos que aclarar es ¿de quién son los esfuerzos a que nos referimos?

En la historia del mercado de valores en México, los esfuerzos para su desarrollo provienen de los sujetos que participan en él, tales como autoridades, intermediarios, emisores, auxiliares y aunque no sea tan creíble del gran público inversionista, quien exige productos financieros considerando sus necesidades y el tipo de liquidez del que dispone, directamente relacionada con los plazos, sus objetivos de inversión, entre otros.

Reconocemos que también las corrientes de pensamiento del gobierno en turno, pero sobre todo la influencia que han ejercido los titulares de las áreas de decisión en materia financiera, han sido determinantes en la orientación de las políticas públicas en materia económica y en lo específico en el mercado de valores. Los Secretarios de Hacienda y Crédito Público y los Gobernadores del Banco de México, han marcado la pauta en el nivel de desarrollo que ha experimentado el mercado de valores en nuestro país.

En los últimos veinticinco años, siendo todos de formación y orientación de corte neoliberal, cada uno con matices y diferencias, han impuesto su propio sello

a su gestión. Sin duda, es el resultado de sus orientaciones ideológicas recogidas en la academia. Así, hemos tenido servidores públicos egresados de la Universidad Nacional Autónoma de México, pero la gran mayoría han egresado del Instituto Tecnológico Autónomo de México. Sus estudios de posgrado en el extranjero los han realizado en el Instituto Tecnológico de Massachusetts, Stanford, Leeds, Harvard, Chicago, Pensilvania y Yale. Su formación académica nos deja claro que recogieron y fortalecieron su forma de pensar y ver la economía bajo orientaciones de los más influyentes académicos de esas importantes Universidades, que determinaron sin lugar a dudas la orientación de las políticas públicas permeadas a través de decisiones de Estado en forma de leyes o a través de otro tipo de regulación que indudablemente tocó el mercado de valores.

Consideramos que han sido cuatro los esfuerzos serios que generan condiciones para las medianas empresas y propician el acceso al financiamiento del mercado de valores: a) La incorporación de las sociedades de inversión de capital en la Ley de Sociedades de Inversión en 1985, b) la creación del mercado intermedio y la correspondiente subsección B en el entonces denominado Registro Nacional de Valores e Intermediarios, c) las reformas de 2001 a la Ley del Mercado de Valores y ciertas disposiciones administrativas, que incorporan los certificados bursátiles y c) la publicación de la Ley del Mercado de Valores de 2005, que incorporó a la Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión como nueva figura corporativa creada para apoyar a la mediana empresa en la consecución de capital.

VI.III.I.I Las sociedades de inversión de capital

Este tipo de sociedades quedaron reguladas en la Ley de Sociedades de Inversión, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 14 de enero de 1985. Aunque desde los años cincuenta hubo esfuerzos para desarrollar éste tipo de sociedades, lo real es que su desarrollo más importante se dio a partir de 1985.

En su artículo 3 la Ley establecía que las sociedades de inversión tienen por objeto la adquisición de valores y documentos seleccionados de acuerdo con

el criterio de diversificación de riesgos, con recursos provenientes de la colocación de acciones representativas de su capital social entre el público inversionista.

La exposición de motivos, señaló que las sociedades de inversión de capitales se constituían con el objeto de que: (i) se superará la insuficiencia del capital de riesgo y la falta de mecanismos adecuados para su generación y canalización a las empresas; (ii) permitirá apoyar la expansión de las empresas existentes, y (iii) que fueran pieza fundamental para promover y financiar la inversión.

La ley clasificó en tres tipos a las sociedades de inversión, a saber: a) sociedades de inversión común que podían operar con instrumentos de renta variable o renta fija, b) sociedades de inversión en instrumentos de deuda y c) sociedades de inversión de capitales.

Donde vemos la intención de apoyar a las medianas empresas es en el artículo 22 de esa Ley, que disponía que las sociedades de inversión de capital de riesgo, operaran con valores y documentos emitidos por empresas que requieren recursos a largo plazo y que sus actividades estén relacionadas preferentemente con los objetivos de la planeación nacional del desarrollo.

Evidentemente la última parte del artículo abrió la posibilidad para que el Gobierno Federal señalara a quién se apoya y a quien no. Definitivamente no resultó este apoyo un detonador de la inversión como se esperaba, este instrumento se utilizó en múltiples ocasiones para el rescate de empresas paraestatales con la participación de la banca de desarrollo para invertir sin obtener los resultados previstos en la Ley de Sociedades de Inversión.

La Ley fue reformada en diversas ocasiones para ajustarla a las necesidades del momento histórico y económico y el 4 de junio de 2001, se publicó en el Diario Oficial de la Federación la nueva Ley de Sociedades de Inversión que abrogó la de 1985.

A diferencia de la anterior Ley de Sociedades de Inversión, en el artículo 26 de la nueva Ley se señala que las sociedades de inversión de capitales operarán preponderantemente con activos cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia

sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo.

Esta nueva redacción permite inferir una mayor apertura a la inversión de las sociedades de inversión reguladas.

La Ley de Sociedades de Inversión, no logró atraer la atención sobre las empresas medianas como fue su propósito original, consideramos que se trata de un producto dirigido más a inversionistas que a empresas, no genera incentivos suficientes para estimular el capital de riesgo, sin dejar de reconocer que cada día las sociedades de inversión se especializan y siguen siendo una fuente de financiamiento importante dado el volumen de ahorro que captan.

Han existido señalamientos de que tanto los esfuerzos como los fracasos alrededor de las sociedades de inversión de capitales no fueron exclusivamente del gobierno. Un problema fundamental de esta figura es que a pesar de ser vehículos de inversión especializados en operaciones de capital privado por su riesgo y especialidad debieron limitarse a inversionistas calificados e institucionales bajo un régimen mucho más desregulado que lo que ahora existe. Se les creó como sociedades de inversión disponibles para el gran público inversionista y se les reguló bajo ese modelo básicamente para protegerlos. Lo que de manera natural surgió ante la carencia de ese producto en el mercado, fueron los fondos privados de capital de riesgo que en forma posterior fueron ganando los espacios que dejaron las sociedades de inversión de capitales.

VI.III.I.II El Mercado Intermedio

Nacional Financiera, S.N.C., tiene dentro de su mandato legal la obligación de promover de manera integral el mercado de valores (artículo 5 fracción IX de su Ley Orgánica), lo cual venía haciendo en una forma un tanto sesgada ya que actuaba básicamente como inversionista, llegando a manejar un portafolios tan importante que podía mover el índice de precios y cotizaciones. Esa forma de participar en el mercado de valores, no era en realidad el espíritu de lo que decía su Ley Orgánica. Sin embargo, en junio de 1993, se daba cuenta del resultado del trabajo conjunto de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V., la Comisión Nacional de Valores y la entonces, Asociación Mexicana de Casas de Bolsa, A.C.,

y Nacional Financiera, S.N.C., quienes concluyeron los trabajos para la operación del denominado “Mercado Intermedio” para emisoras de menor tamaño, en el que se mencionaba la necesidad de contribuir a fomentar la capitalización y competitividad de gran número de empresas, generar nuevas oportunidades de inversión y ampliar la gama de negocios para el intermediario bursátil.[252]

La regulación quedó plasmada básicamente en las Circulares 11-18, 11-22 y 11-23 de la entonces Comisión Nacional de Valores básicamente. Se mencionaba en la parte considerativa de las circulares la necesidad del diseño de un marco regulatorio sencillo, flexible y competitivo, acompañado de la simplificación y abaratamiento de la inscripción en ese mercado de títulos valor, que haría posible atraer a numerosos participantes al financiamiento bursátil.

Hubo también necesidad de modificar el entonces Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores a efecto de contemplar la inscripción de estas empresas y regular la mecánica operativa automatizada, que fomentara y coadyuvara al desarrollo eficiente formación de precios de los valores cotizados y un más amplio aprovechamiento de la infraestructura, aplicada a la concertación y asignación electrónica de operaciones, así como a la difusión instantánea de sus movimientos.

La creación del mercado intermedio significó establecer un diseño eficiente de su arquitectura que fue diseñada y negociada entre la Comisión Nacional de Valores y la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa, A.C., quienes finalmente establecieron las características de funcionamiento; además del sistema de cuotas para emisoras y aranceles para operación.[253]

Los esfuerzos en este caso surgieron de los intermediarios, la autoridad bursátil, Nacional Financiera, S.N.C. y del proveedor de los mecanismos del mercado que hicieron posible el desarrollo de las operaciones en el mercado de valores, la entonces Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

[252] “La Modernización del Mercado Mexicano de Valores”, Revista *El Mercado de Valores*, año LIII, no. 11, Junio de 1993, publicación mensual de Nacional Financiera, S.N.C. México, 1993, pp. 36-37.
[253] *Idem.*

Un mes más tarde el 12 de julio de 1993, iniciaron en la Bolsa Mexicana de Valores, las operaciones del mercado intermedio, con lo cual se ampliaban las opciones que el mercado mexicano de valores ofrecía a los participantes del mismo.

El mercado intermedio se desarrolló como un medio para fomentar la capitalización y competitividad de un mayor número de empresas medianas, y para generar nuevas oportunidades de inversión para personas físicas y morales, tanto nacionales como extranjeras, diversificando de manera adecuada la inversión de capitales en las actividades productivas del país. Se decía que debido al entorno económico imperante:

> *"… el mercado intermedio cobró importancia para la consolidación del mercado de valores mexicano y el desarrollo de las funciones de la banca de inversión. Por una parte induce la incorporación de nuevas emisoras y valores al mercado nacional, constituyendo así un nicho potencial de especialización para los intermediarios nacionales. Adicionalmente, es un instrumento que permite mejorar la eficiencia del mercado de valores nacional, al introducir mecánicas operativas que reducen los costos de las transacciones y hacen más transparente la formación de los precios de los valores listados..."* [254]

Se puede apreciar que el enfoque y discurso de la difusión del mercado intermedio, estaba dirigido a todos, menos a la mediana empresa. La revista "El Mercado de Valores", así lo difundía con un enfoque en favor del gobierno con buen nivel técnico, pero todo se dirigió al sector bursátil.

Para diciembre de 1993, la misma revista "El Mercado de Valores" señalaba que en julio de ese año, la Bolsa Mexicana de Valores había puesto en operación la Sección "B" o Mercado Intermedio, al listarse la primera empresa en el mismo.

[254] "Mercado Intermedio de Valores en México", Revista *El Mercado de Valores* año LIII, no. 14, Agosto de 1993, publicación mensual de Nacional Financiera, S.N.C. México, 1993, pp. 45-46.

Se mencionaba que la Sección “B”, tenía por objetivos crear un mecanismo alternativo de financiamiento para el estrato de empresas medianas del país, ampliar la gama de oportunidades a los inversionistas nacionales y extranjeros, fortalecer las actividades de banca de inversión mexicana y mejorar los mecanismos de formación de precios en el mercado de valores.[255]

Como propósito, se señalaba el de incorporar a este nuevo mercado a empresas medianas que acreditaran altos niveles de solvencia y crecimiento potencial, que atraviesan por una fase de transición hacia la madurez y, por tanto, aptas para ser cotizadas en bolsa, debido a que cuentan con sistemas de administración profesional, procedimientos de generaciones de información confiables y oportunos para tomar decisiones e informar a los inversionistas sobre el desarrollo del negocio, así como con el consejo de administración responsable de la definición de las políticas y planes estratégicos de conducción de la empresa.[256]

Mencionaban en el artículo en cita:

> *“…Es reconocido que una empresa que logra ser cotizada en bolsa, tiene la ventaja de que al colocar parte de su capital social en el mercado de valores, accede a financiamiento de largo plazo, incorporando socios con los cuales se comparten los riesgos del negocio, a la vez que los fundadores conservan el control mayoritario. Asimismo, la empresa cotizada en bolsa aumenta su capital contable y con ello, presenta un panorama más favorable para colocar deuda en mejores condiciones de plazo y costos, ya sea en el mercado de valores o en las instituciones crediticias, mejorando de esta manera sus niveles de liquidez...”* [257]

[255] “El Mercado Intermedio de Valores en México”, Revista *El Mercado de Valores* año LIII no. 18, Diciembre de 1993, publicación mensual de Nacional Financiera, S.N.C. México 1993, p. 34.
[256] *Idem.*
[257] *Idem.*

El mercado intermedio de valores, fue diseñado, como un instrumento para que las empresas medianas pudieran llevar a cabo estrategias de capitalización y de paulatina adecuación de su estructura financiera, que les permita poner en práctica sus planes de consolidación, ampliación y modernización, como un medio para aumentar su eficiencia en el actual contexto de apertura y mayor competencia. De igual manera, constituye un mecanismo que facilita la reestructuración corporativa, realizada mediante procesos de escisión, fusión, inversiones y coinversiones.

El modelo se tomó de otros mercados más desarrollados como los de Dinamarca, Austria, Francia, Alemania, Japón, Suecia, y Estados Unidos. Quienes ya habían copiado el modelo fueron Indonesia, Corea, Nueva Zelanda, Portugal y Singapur.

En los países mencionados se percibió que las secciones especiales para negociar valores de empresas medianas no requerían los mismos requisitos establecidos en las secciones principales de sus mercados. Es práctica común que en las secciones adicionales se establezcan requisitos mínimos sobre el tamaño de la empresa y el grado de dispersión accionaria para el listado y mantenimiento de los valores. Es decir, fueron más flexibles que los prevalecientes en las secciones principales. También se observa que en las secciones adicionales se han desarrollado distintos mecanismos de negociación adecuados a las características de los valores.

Dentro de los requisitos exigidos a las empresas medianas para la inscripción en la Sección “B” del Registro Nacional de Valores e Intermediarios –como se llamaba en eso años–, se encontraban los siguientes: a) que contaran con un capital contable de entre 20 y 100 millones de los entonces nuevos pesos, y que hubieran acreditado utilidades positivas en promedio en los últimos tres años de operación, podrían emitir acciones preferentes, comunes y neutras, así como obligaciones convertibles en acciones.

Algo que es muy rescatable es que el régimen fiscal aplicable, incluía la exención del pago del impuesto sobre la renta a los ingresos provenientes de las operaciones de compraventa de acciones. Si ese incentivo fiscal resurgiera para

las inversiones en capital de empresas medianas, sería muy sano ya que por el lado de la empresa ese beneficio se recuperaría al crear una mayor y mejor base gravable.

A continuación por su importancia me permito transcribir parte del contenido de la Circular 11-22 de la entonces Comisión Nacional de Valores:

Requisitos de Listado y Mantenimiento
Circular 11-22

	Subsección "A" del RNVI (Mercado Principal)	Subsección "B" del RNVI (Mercado Intermedio)
Requisitos de Listado		
Contar con un historial comercial de (1)	3 años	3 años
Capital contable (2)	100 millones de pesos	20 millones de pesos (3)
Utilidades Positivas	En la sumatoria de resultados de los 3 últimos ejercicios fiscales	En la sumatoria de resultados de los 3 últimos ejercicios fiscales
Oferta pública de suscripción o venta de acciones	15% del capital pagado de la sociedad (4)	30% del capital pagado de la sociedad (4)
Mínimo de accionistas (4)	200	100
Requisitos de Mantenimiento de la inscripción (5)		
Capital Contable	50 millones de pesos (6)	10 millones de pesos (6)
Acciones Distribuidas entre el público	12% del capital pagado de la emisora	20% del capital pagado de la emisora
Mínimo de accionistas	100	50

(1) Para las empresas surgidas de fusiones o escisiones, deberá acreditarse con respecto a la sociedad fusionada o escindente.
(2) Con base en el estado de posición financiera dictaminado o con revisión limitada de auditor externo.
(3) Podrá haber excepciones para empresas que a juicio de la CNV tengan alto potencial de crecimiento.
(4) Una vez hecha la colocación.
(5) Cada año se revisará el cumplimiento de estos requisitos.
(6) De acuerdo con la información financiera dictaminada de su último ejercicio fiscal.

También me permito transcribir un folleto que Nacional Financiera, S.N.C., diseñó en el que se propalaban los servicios de esa institución, para llevar a las empresas medianas al mercado de valores:

"…Nacional Financiera

MERCADO INTERMEDIO

Una nueva alternativa de financiamiento para la mediana empresa.

Nacional Financiera, con el propósito de impulsar el desarrollo económico del país, ha implementado diversos programas que otorgan un apoyo integral a las empresas mexicanas.

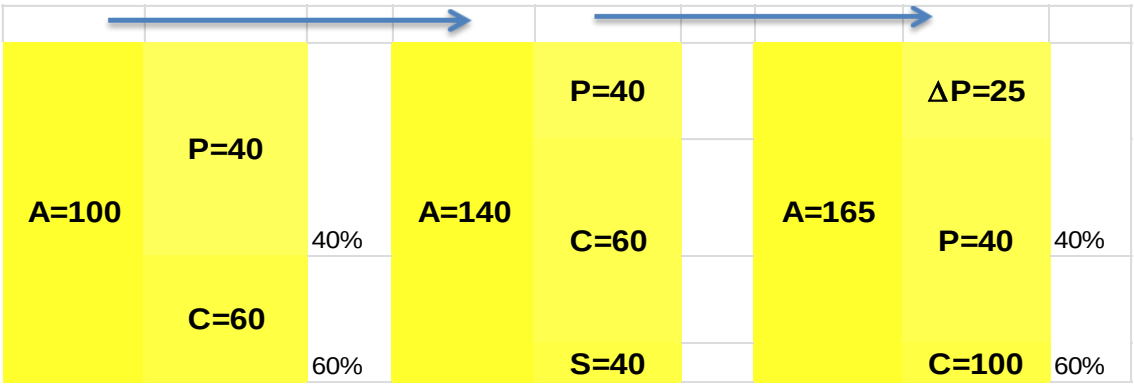
Dentro de este contexto, destaca de manera particular su función como Agente Financiero en la incorporación de medianas empresas al Mercado Intermedio de Valores.

Esta nueva sección de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., ofrece una alternativa de financiamiento, vía capital, para estas empresas, que les permite la captación de recursos con un bajo costo financiero. La oferta pública de acciones en el Mercado de Capitales las habilita, además, para ampliar su capacidad de endeudamiento, generándose un favorable efecto de crecimiento sano desde el punto de vista financiero.

Es indudable que este nuevo estrato del mercado representa una atractiva opción por sus múltiples beneficios.

Principales ventajas que ofrece el Mercado Intermedio

- *Representa una fuente adicional de recursos para la mediana empresa con un costo financiero bajo.*
- *Obtención de capital, en lugar de deuda.*
- *Posibilidad de optimizar la mezcla pasivo-capital y lograr un gran crecimiento, mediante una adecuada reestructura financiera.*



- *Permite el desarrollo de nuevos proyectos y la modernización de la empresa, incrementando, además, su potencial de crecimiento.*

- *Coadyuva a proyectar una mejor imagen de la empresa al encontrarse cotizando en la Bolsa.*
- *Facilita la asociación estratégica de la emisora con firmas nacionales y extranjeras, al ser una empresa de prestigio.*
- *Exige una mayor responsabilidad de la organización ante sus nuevos socios, que se traducirá en un incremento de eficiencia en su administración.*
- *Permite la exención de impuestos en las ganancias de capital para los inversionistas (personas físicas).*
- *Proporciona bursatilidad a las acciones de la mediana empresa, ofreciendo a sus tenedores la posibilidad de diversificar posiciones, haciendo así más atractiva su participación.*

Adicionalmente a estos requisitos, deberá proporcionarse información de índole financiera, jurídica y técnica que, para este efecto, han determinado tanto la Comisión Nacional de Valores, como la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

Servicios que ofrece Nacional Financiera

- *Actuar como Agente Financiero y Asesor en la colocación de capital o deuda, así como en la reestructuración financiera de las empresas emisoras.*
- *Diseñar los instrumentos financieros más adecuados.*
- *Asesorar en la instrumentación de una atractiva política de dividendos.*
- *Gestionar la inscripción ante la CNV, BMV y S.D. Indeval.*
- *Coordinar la elaboración de prospectos y la distribución de información relativa a la empresa.*
- *Participar en negociaciones con otras instituciones financieras (especialmente casas de bolsa) e inversionistas para realizar la colocación.*

- *Proporcionar liquidez al mercado y garantizar una adecuada formación de precios de las acciones...”*

El mercado intermedio, no funcionó por tres razones:

a) El costo que representó a las empresas cumplir con las obligaciones de las circulares referidas. Si bien hubo un esfuerzo por reducirlos respecto del mercado principal, en cuanto a capital, accionistas y tamaños, entre otros, no fue suficiente;
b) Las empresas no estaban preparadas para realizar cambios estructurales requeridos para la incorporación al mercado público; y
c) Hubo escasa participación de inversionistas y por tanto poca demanda de valores, ya que resultó ser un mercado poco líquido y más riesgoso que el mercado principal. Los retornos se daban en plazos muy largos

En cierta medida hubo también una percepción respecto del nivel de las empresas en las que se invertía. Es decir, algunos consideraban que las empresas del mercado intermedio eran de categoría inferior a las del mercado principal.

Por su parte La licenciada Mariana Romero Casillas, señala que son tres distorsiones que han impedido el adecuado desarrollo de las empresas, mismas que en su consideración hay que resolver para facilitar su acceso al mercado de valores. Las tres distorsiones son:

a) Su estructura tradicional familiar, según el Instituto Panamericano de Alta Dirección de Empresas, más del 90% de los negocios son familiares y solo 2 de cada 6 empresas logran sobrevivir a la segunda generación. La razón, son las operaciones con partes relacionadas, el despilfarro, los puestos directivos los ocupa la familia aun y cuando no se cumplan los requisitos del perfil, problemas de sucesión, mezcla de intereses, entre otros;

b) Costos derivados del marco regulatorio. Entre los requisitos y costos de emisión, inscripción, mantenimiento y gobierno corporativo, surge una inviabilidad casi natural por las cargas regulatorias ; y
c) Falta de acceso al financiamiento previo a una oferta pública. Aquí el capital de riesgo ha venido a jugar un papel sumamente importante que ha venido a cubrir ésta necesidad, pero con limitaciones que lo hacen aun complejo en su acceso y su regulación. El aspecto fiscal y la protección a inversionistas minoritarios, sigue siendo una asignatura pendiente.[258]

Las empresas que sólo calificaban para listarse en el mercado intermedio preferían no hacerlo o solicitaban una exención que les permitiera listarse en el mercado principal, esto se debía a dos factores, en el mercado intermedio no sólo se incluían las emisoras de menor tamaño, sino también aquellas que estaban en incumplimiento de la regulación o tenían nula operatividad, lo que generaba una percepción negativa del segmento de mercado y por otra parte los analistas, promotores y operadores no seguían al mercado intermedio porque éste se operaba por vía electrónica. Dada la situación se revisaron los requisitos de listado y mantenimiento, adoptándose para el mercado en general los que correspondían al mercado intermedio y posteriormente todo el mercado se automatizó, también se llevó a cabo un ejercicio de depuración del mercado que resultó en la salida de un gran número de empresas que realmente no eran públicas. Visto así incluso podría decirse que lo que desapareció fue la sección principal del mercado, más nunca hubo disposición alguna que extinguiera la sección.[259]

El 24 de septiembre de 2013, fue publicado por CNN un artículo escrito por las periodistas Jaqueline Tavera y Carmen Murillo, que contiene algunas consideraciones interesantes, sobre los obstáculos existentes de la mediana

[258] Romero Casillas, Mariana, *La SAPIB como un Mecanismo para Facilitar el Acceso al Mercado Público de Capitales del Mercado Mexicano*, Derecho Bursátil Mexicano, Temas Selectos, México, Porrúa, 2008, pp. 35-40.
[259] Familiar, Jorge, *Derecho Bursátil Contemporáneo*, Temas Selectos, Porrúa, México, 2008, p. XXXI del Prólogo.

empresa para ir a los mercados de valores a financiarse, mismo que por su interesante contenido me permito transcribir:

"…"***Medianas empresas le temen a la Bolsa"***

Evitan abrirse al público pese a que podrían tener más expansión y hacer crecer más a México.

Por temor a abrir sus negocios a inversionistas desconocidos, miedo a la transparencia y al arduo trabajo que se requiere para salir a Bolsa, 7,000 empresas medianas con potencial para colocar deuda, desaprovechan la oportunidad de hacerlo, pese a los beneficios que obtendrían como reducción en el costo de sus pasivos, mayor expansión y mejor reputación.

Incluso impactarían al país, si al menos 70 empresas medianas emitieran acciones o deuda en la Bolsa, la economía del país crecería 1% adicional, según Endeavor (es una organización sin fines de lucro fundada en Nueva York, en 1997, y opera con 11 oficinas en Latinoamérica, África y Medio Oriente con el objetivo de estimular el crecimiento de mercados emergentes a través del impulso de emprendedores).

En México hay 17,000 empresas medianas, informa la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). De ésas, 7,000 tienen el tamaño y las características para salir a Bolsa. Pero sólo seis firmas han emitido deuda en el primer semestre de 2013, pese al "boom" del dinero barato que las compañías grandes aprovechan, publica la revista Expansión del 30 de agosto de 2013.

Sin participación de las medianas empresas, México deja pasar una oportunidad que Chile y Brasil ya vieron: la salida a Bolsa de estas firmas puede aumentar el PIB 1%.

Chile y Brasil tienen desde hace 10 años programas similares. "Allá le apostaron a la empresa mediana", dice Diego Lailson, Subdirector de Promoción y Servicio Integral de Emisoras de la BMV. "En Chile hay

cerca de 80 empresas (medianas en Bolsa). En Brasil fueron alrededor de 200 en cinco años".

La falta de cultura financiera, el desconocimiento de la Bolsa y la falta de capital impiden que más empresas medianas lleguen a la BMV.

En 2011 la BMV lanzó el programa Mercado de Deuda para Empresas, junto con la aceleradora Endeavor México, la Asociación Mexicana de Capital Privado, las Secretarías de Economía y la de Hacienda para financiar a las medianas empresas.

El propósito del programa, además de financiarlas, es que las empresas puedan entrar al mercado de valores mexicano. Hasta ahora se han realizado tres convocatorias y se han inscrito 196 firmas, pero de las 28 elegidas para ingresar al programa ninguna ha salido a Bolsa.

Un asunto cultural y de transparencia

La Bolsa Mexicana de Valores asegura no tener información sobre cuántas empresas medianas emiten deuda o acciones en la Bolsa.

"Sí creo que son pocas las que aprovechan el financiamiento de la Bolsa", dice Jorge Muñoz, vicepresidente ejecutivo de Grupo Mega, que ofrece financiamiento a pequeñas y medianas empresas y que a fines de junio de 2013 emitió su primera ronda de deuda en Bolsa por 141.5 mdp.

La mayoría de las empresas medianas en México son familiares y en muchos casos las cabezas de las compañías no quieren abrir sus negocios a inversionistas desconocidos.

"Hay un tema cultural, en México tenemos la manía de querer hacerlo todo y ser quien toma las decisiones", dice Arturo Saval, fundador del fondo de capital privado Nexxus.

Aunque no existen datos al respecto, la BMV estima que muy pocas empresas medianas obtienen financiamiento privado. En contraste, en Nueva York, la capital financiera del continente americano, una de cada cinco empresas recibe dinero de inversionistas o fondos privados, según Saval.

Una vez que una empresa admite dinero privado, tiene la obligación de abrir sus libros de contabilidad para que los inversionistas sepan cómo va el negocio.

"Es un tema de transparencia", dice Arturo Merino, de la Banca de Inversión ArCcanto, que asesora a las empresas medianas que buscan emitir deuda en la Bolsa. "Cuando te abres al esquema público, la gente opina sobre tu empresa".

Un temor más: los costos

Emitir deuda en la Bolsa implica un costo, no sólo de dinero sino también de trabajo.

"Es complicado convencer al empresario y hacerle ver todos los beneficios que puede obtener", dice Francisco Valle, Director de Promoción y Emisoras del Grupo Bolsa Mexicana de Valores, la empresa que opera la BMV.

A Grupo Diniz, que opera los centros de juegos infantiles ¡Recórcholis! le costó casi 3 mdp -entre calificadoras, abogados, intermediarios, auditores y cuotas- emitir deuda.

Grupo Diniz obtuvo en diciembre de 2012, 130 mdp de deuda a corto plazo en la Bolsa y espera recabar otros 120 mdp entre enero y febrero de 2014, según Eduardo Walls, su director de Administración y Finanzas.

Pero emitir deuda implica un arduo trabajo para los contadores, abogados, fiscalistas y directivos de las empresas medianas.

Por ejemplo, la comercializadora de autopartes Ciosa, que emitió deuda por 83 mdp, también en diciembre de 2012, contrató a una persona que se dedica casi exclusivamente a preparar los reportes trimestrales que deben entregarse a la Bolsa Mexicana de Valores.

"Sí conlleva más trabajo", dice Gustavo Victoria, director de Administración y Finanzas de Ciosa, quien admite que incluso en su propio equipo de trabajo hubo connatos de divorcio durante los seis

meses que les llevó preparar la emisión de la deuda, por la cantidad de horas que sus empleados pasaban en la oficina.

Los directivos de Ciosa, Grupo Diniz y Grupo Mega insisten que el sacrificio vale la pena. Pero lo cierto es que son pocas las historias de empresas medianas que tuvieron éxito al entrar a la BMV.

Las historias de éxito están allí

Ciosa, Grupo Mega y Grupo Diniz son de las pocas historias de éxito de las empresas medianas en la Bolsa. Invirtieron mucho pero vieron los beneficios como la reducción de su costo de deuda.

Grupo Mega ahorra 30% en su deuda. Grupo Diniz redujo la tasa promedio de interés de sus préstamos entre 1.5 y 2 puntos porcentuales y Ciosa disminuyó su dependencia de crédito bancario.

Ésta es la principal ventaja que ofrece la Bolsa a las empresas medianas. "Un balance entre deuda en banca comercial y deuda en la Bolsa con muy buenas tasas", dice Jorge Muñoz, vicepresidente ejecutivo de Grupo Mega.

Además, las empresas medianas que cotizan en Bolsa gozan de una mejor reputación. "Es más propicio corromper una pyme integrada por una sola persona, que una empresa mediana que está constituida por un equipo de ejecutivos que tienen que reportar sus acciones a la BMV", dice Fernando Topete, el fundador de Grupo Lorena, quien también es miembro del consejo de administración de Ciosa.

Para Ricardo Haneine, socio de la consultora AT Kearney México, lo que México necesita son más casos como los de Facebook o Google. "Pequeñas empresas que eventualmente llegan a la Bolsa y son un hit", dice.

Estos casos de éxito -sostiene Haneine- motivarían a más empresas medianas. Pero para eso la BMV debe enfocarse en sólo aquellas que tienen el potencial y cuyos directivos tengan verdaderamente las ganas de llegar a la Bolsa, agrega.

La BMV también debe dar seguimiento más puntual a las empresas que se inscriban en su programa, Arturo Merino, de la Banca de Inversión ArCcanto. "El programa no es demasiado estricto", dice Merino. "Hay empresas que sí lo hacen y seguramente serán las que cotizarán".

Pero Jorge Huguenin, directivo de Ciosa menciona que primero los empresarios mexicanos deben cambiar su visión de negocios. Los empresarios deben superar ese miedo a publicar su contabilidad y la paranoia de que sus competidores puedan sacar ventaja de esto.

Cambian de opinión a un paso de la Bolsa

Sportium, la cadena de gimnasios dirigida por Enrique Vera que compite con Sport City y SportsWorld, resultó seleccionada en la primera convocatoria de abril de 2011 para entrar al programa de deuda de la Bolsa Mexicana de Valores.

La empresa no podía acceder a créditos bancarios por ser muy pequeña y decidió inscribirse en el programa.

La Bolsa le entregó a mediados de diciembre de ese año 75% de los 9 millones de pesos (mdp) que necesitaría para emitir deuda.

Más de dos años después de iniciar el proceso la empresa está casi lista para salir a Bolsa. Pero ahora Vera cree que quizá la BMV ya no sea la mejor fuente de financiamiento. Mientras que en la Bolsa puede recabar entre 80 y 100 mdp, un fondo de inversión puede invertir en su firma hasta 386 mdp.

"Requiero más de lo que me permite ahora el mercado de deuda para abrir un gimnasio", dice. "No me funciona para un plan de crecimiento acelerado. Creo que está bien para negocios no tan intensivos de capital como el mío".

Deuda pendiente

Doc Solutions, una compañía que almacena y digitaliza documentos a las empresas, también se inscribió al programa Mercado de Deuda

para Empresas de la Bolsa Mexicana de Valores y en octubre de 2011 obtuvo 3.5 millones de pesos para preparar su estreno bursátil.

Con ese dinero automatizó todos sus procesos de contabilidad, fiscales y de recursos humanos. No obstante haber invertido los 3.5 mdp, la empresa no prevé emitir deuda ni acciones en la Bolsa en el corto plazo.

Por ahora, Gabriel Oropeza, uno de los fundadores de la compañía, está enfocado en reforzar la estructura interna de la compañía y terminar de automatizar sus procesos. Sólo entonces decidirá si sale o no a Bolsa.

A diferencia de Sportium, Doc Solutions sí tiene acceso a préstamos bancarios, por lo que no le urge emitir deuda en la Bolsa.

"No lo descartamos", dice Oropeza. "Lo usaremos cuando sea el momento adecuado…"[260]

La cita es larga, pero creemos que su contenido íntegro lo vale, ya que en sus líneas podemos encontrar un buen diagnóstico con la visión y perspectiva de diferentes personas que aportan una serie de elementos que permiten inferir que los problemas de acceso al mercado de valores son varios y en eso se trabajó y se enfocó la actividad de diversas personas y grupos al construir la Ley del Mercado de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación del 30 de diciembre de 2005.

Un dato de especial importancia es el hecho de que existen alrededor de siete mil empresas que pueden ser susceptibles de apoyo en el mercado de valores según la Bolsa Mexicana de Valores, y si el artículo es de septiembre de 2013, la inferencia inmediata es que la Ley del Mercado de Valores de 2005 y las políticas públicas del país no están en la ruta correcta.

El tema de cultura al interior de las empresas es reiterativo y se ha convertido en lugar común, pero destaca el comentario de los costos que

[260] Tavera, Jaqueline y Murillo, Carmen, "Medianas empresas le temen a la bolsa" En http://www.cnnexpansion.com/expansion/2013/09/16/miedo-a-la-bolsa
Consultada el 24 de septiembre de 2013.

pretende explicarse con los beneficios que lograrían los empresarios al asumirlos y contarles historias de éxito. Los incentivos de carácter fiscal en estos casos no se ven, por lo que es necesaria una política fiscal a favor de los empresarios y no de los inversionistas, para disminuir los altos costos que sin duda acarrea ser una empresa pública.

Un problema de acceso muy importante que no aborda el artículo en cita es el que existe en México y en otros países denominados emergentes en donde hay una perversa desconexión entre el mercado accionario y la economía, que refleja a profundidad el poder de los monopolios. Esto nos permite afirmar que la falta de incentivos no necesariamente surge de lo narrado o de una deficiente regulación.

Entonces, si hay monopolios ¿Quienes crean las barreras de acceso?

La respuesta creemos que es simple. Los mismos monopolios.

El problema es que en nuestro país esas barreras las crean entonces los oligopolios, ya que son entre diez y veinticuatro familias las que detentan las empresas más importantes de nuestro país.

Ruchir Sharma, señala que en países dominados por oligopolios, como México y Sudáfrica si aumenta la competencia y afecta los márgenes de beneficio anormalmente altos de las grandes empresas, permitirían inferir que eso podría bajar los precios al consumidor, aumentando la productividad en general e incrementar el potencial de crecimiento del país.

Esto no sucede en nuestro país. Señala el autor:

> *"…En México se ha producido una gran desigualdad con poco crecimiento: de hecho, el poder establecido y la riqueza de su élite son los principales obstáculos al crecimiento…*
> *Normalmente, en el desarrollo acelerado de una economía surge un aumento de la desigualdad que es un inconveniente necesario, pero temporal. En la cultura del oligopolio mexicana –diez familias son dueñas de México-, se está creando una forma de auto-perpetuación de la desigualdad. México es un caso atípico preocupante en la*

curva de Kuznets, que muestra que en las primeras etapas de desarrollo de un país, una marea creciente levanta todos los barcos normalmente, pero se elevan mucho más rápido los ingresos de la clase alta que los de la clase obrera. Hay unos pocos países como Taiwán y Corea del Sur que lograron superar la curva y se produjo un crecimiento rápido de la clase alta, pero también se produjo un crecimiento de la igualdad en el que mejoró la clase obrera durante muchas décadas..."[261]

Las raíces de la cultura del oligopolio en México han permanecido por más de ochenta años. Con una diferencia que los oligopolios no solo están en las grandes empresas, sino que también están en los sindicatos públicos y privados, los grupos que representan a los grandes agricultores, campesinos, ganaderos, con una estructura muy similar a la de los oligopolios.

La lista de millonarios mexicanos de los últimos años, refleja el estancamiento del país. Prácticamente permanece sin moverse. Las mismas familias se han vuelto más ricas y han ampliado su poder económico. Su lucha eterna es contra la competencia para mantener el poder de fijación de precios y pelean denodadamente ante los intentos de abrir la economía a la competencia ya sea que venga del exterior o dentro del país.

El consenso internacional es que la economía mexicana continuará con un desempeño bajo en los próximos años. Un giro hacia una competencia real, es un largo camino que está por delante y ya ha iniciado.

Lo paradójico es que en 1995, en la Gran Bretaña, se creó el mercado alternativo para la mediana empresa y ha tenido mucho éxito, siendo inclusive similar el modelo al desarrollado en México. El de la Gran Bretaña sigue vigente y en constante desarrollo y la Sección "B", desapareció. Si se aprecian los requisitos, para tener acceso al mercado de valores por parte de las medianas empresas podemos ver sus similitudes.

[261] Sharma, Ruchir, *Breakout Nations*, ed. W. W. Norton Company, Inc., New York, Unites States of America, 2013, p. 73.

A continuación se describen las principales diferencias entre el mercado principal y el mercado de la mediana empresa en Londres:

London Stock Exchange	***Alternative Investment Market***
Capitalización mínima	No se requiere capitalización mínima
3 años de historial de operación	No se requiere historial de operación
25% de las acciones representativas del capital social en propiedad público inversionista	No hay un porcentaje mínimo de acciones que deban estar en propiedad del público inversionista
Aprobación previa de los accionistas para adquisiciones importantes y enajenaciones	No se requiere autorización previa de los accionistas para la mayoría de las transacciones, a menos que dicha transacción implique un cambio sustancial para la operación o grupo de control de la emisora
Se requiere de un patrocinador (sponsor) para ciertas transacciones	Se requiere de un asesor designado *(nominated advisor)* en todo momento

Los requisitos del mercado de Londres con relación a los existentes en México no eran muy diferentes, los mexicanos eran un poco más laxos y los resultados si fueron totalmente diferentes, destacando que la figura del asesor. Sin duda esos factores hicieron la diferencia.

Lo importante en los órganos de gobierno es, por ejemplo, que el consejo sea fuerte, con personas con criterio y capacidad de análisis. Consideramos que también habrá que preocuparse por formar ejecutivos más fuertes de la empresa para evitar que el consejo adquiera vida propia distinta de la línea marcada por los gestores. No como acto de rebeldía, sino como resultado del esfuerzo de dos grupos que trabajan por el fortalecimiento integral de su empresa. De nada serviría tener gestores débiles frente a un portentoso consejo de administración o viceversa.

En la información que reciben los consejeros debe primar más la calidad que la cantidad, habría que fomentar la votación en la toma de decisiones del consejo, la confrontación de ideas, y no la aprobación por aclamación. Al final será

el debate y la confrontación de ideas lo que enriquece a un consejo de administración y a la empresa misma.

VI.IV Impacto de las Leyes sobre el desarrollo del Mercado de Valores

VI.IV.I La regulación como detonante del Mercado de Valores

Es frecuente escuchar en diversos foros que el tamaño del mercado de valores en México no es acorde al tamaño de su economía ni al nivel de su desarrollo en general. Es frecuente también oír cuando se habla de sus causas que la responsabilidad es atribuida a sus autoridades financieras y al marco legal.

Por principio estamos convencidos y por tanto debemos reconocer que el marco regulatorio contribuye al desarrollo de los mercados de valores, pero no es el único factor contribuyente. Si lo consideramos como uno de los más importantes. Sin embargo, es preciso dejar claro que las leyes por sí mismas no llevan más o menos empresas a cotizar o a financiarse a través de deuda en los mercados de valores, ni detonan proyectos o desarrollan operaciones, ni estimulan a mas inversionistas a llevar recursos al mercado de valores.

Debe destacarse que un marco jurídico genera incentivos para propiciar un ambiente de negocios sano y seguro, cuando además sanciona conductas indeseables o perniciosas que puedan afectar el mercado de valores.

La regulación juega un papel más importante en el desarrollo del mercado de valores que en el desarrollo de otros mercados, como el de bienes y/o servicios. Lo anterior se debe a la enorme asimetría de información que existe en el mercado de valores, así como en los riesgos y conflictos inherentes a los negocios relacionados con el manejo de recursos de terceros.[262]

Un ejercicio muy simple lo podemos ver en el acceso ilimitado a la información de la empresa que tienen por ejemplo los accionistas de control y administradores *versus* el que tienen los inversionistas en el mercado de valores.

Don Jorge Familiar, sostiene que algo similar sucede con los intermediarios en el mercado, quienes tienen conocimiento de la información proveniente de los procesos de formación de precios y acceso directo a los sistemas de negociación,

[262] Familiar, Jorge*, op. cit.,* p. XXII del Prólogo.

mientras que los inversionistas siempre tienen información rezagada y dependen de los intermediarios para administrar sus órdenes. Concluye, que los pilares fundamentales para crear un ambiente adecuado son: la transparencia, la equidad y la eficiencia, ya que de ellos depende la confianza en el mercado por parte de todos los participantes y la consecución de su potencial desarrollo.[263]

Es decir, la regulación que tienda a mejorar los pilares de la transparencia, equidad y la eficiencia, no garantizan el desarrollo del mercado, pero si impactan de manera positiva en el mediano y largo plazo, en la economía de un país, lo cual será un indicador determinante de desarrollo real de su sistema financiero, generando ineludiblemente más emisoras, mayor profundidad y liquidez en el mercado.

Cuando el licenciado Familiar se refiere a la necesidad de un mercado transparente, menciona que se hace necesario que las emisoras revelen información suficiente para la adecuada toma de decisiones por parte de inversionistas, bolsa e intermediarios, quienes deben ofrecer información en condiciones de igualdad en el manejo de órdenes y sistemas de formación de precios. En cuanto a la equidad, lo mínimo que se espera es que los participantes no tomen ventaja de condiciones de privilegio a costa de los demás participantes. La eficiencia está referida a la velocidad con la que los precios de los valores cotizados reflejan la información que es relevante, que a su vez es el resultado de la transparencia y de la equidad, influida por elementos de calidad y efectividad de los sistemas de dispersión de información.[264]

Lo anterior, deja claro muchas cosas, pero una en concreto, los avances regulatorios del mercado con mucha frecuencia y en la mayoría de los casos propenden a mejorar la transparencia, equidad y eficiencia que hacen propicio el desarrollo del mercado de valores.

Esa afirmación, tiene sus detractores. En el corto plazo la carga regulatoria inhibe a los actores del mercado, la simple resistencia al cambio de forma ineludible tiene un efecto en contra en adición a que los costos regulatorios y de

[263] *Ibidem.,* p. XXIII.
[264] *Idem.*

supervisión tienen también un efecto adverso. Ahora, si se segmenta el mercado de valores por el tamaño de los actores, es normal que haya algunos que tengan medios económicos para soportar los embates del cambio y otros que definitivamente se ven imposibilitados de seguir por falta de recursos y tienen que excluirse.

Siempre habrá argumentos para decir que los que se excluyen nunca debieron estar. De esto se encargan los que hacen la política pública o la ley a efecto de justificar sus actos y los efectos de éstos. También el argumento de que las medidas tienen un efecto en el mediano y largo plazo, cuando sus efectos no se ven de forma inmediata y van por la apuesta de que en nuestro país se tiene corta memoria. Solo comentar que inclusive quienes nos dedicamos a seguir éstos temas, tenemos poco claro quién ha enarbolado las diferentes reformas al sistema financiero en las últimas dos décadas. Aunque el sistema financiero en México es pequeño, los nombres se desdibujan, pero los efectos de sus iniciativas y de sus actos de política pública permanecen. Seguimos teniendo un mercado de valores sumamente pequeño. En 1977, llegamos a tener 410 empresas listadas, bajamos a 174 empresas en 1982, subimos a 353 en 1989, bajamos a 132 en 2006 y tenemos en octubre de 2013, 144 empresas. Esto es un perfecto ejemplo de que no hemos hecho las cosas bien en el mercado de valores.

En 1977, México tenía un mercado de valores muy superior a España, Chile y Brasil con un mercado más desarrollado y un volumen de empresas listadas muy superior a las que había en esos países. Las cifras ahora se han invertido de manera importante, es ejemplo de que algo hemos hecho mal. Recalcamos que el fondo de éste problema, no es que haya más o menos empresas listadas, sino la imposibilidad de que los capitales lleguen a las empresas. Precisamos también que la ausencia de capital impacta en forma directa en el número de empresas listadas

Creemos que en materia de regulación en los últimos veinte años, las modificaciones más importantes a la regulación del mercado de valores han sido cuatro: 1997, 2001, 2006, 2013 y las recientes del 10 de enero de 2014. Las

modificaciones de 1997 y hasta el año 2000, se dieron a nivel de circulares, es decir normas de carácter administrativo y las demás a nivel legislativo.

Hasta aquí, de acuerdo con la experiencia de los últimos treinta años en los que hemos seguido la evolución y cambios de la regulación, podemos afirmar que en sí misma la regulación no es un elemento significativo en el desarrollo del mercado de valores, al menos para México. En esa virtud, es necesario esclarecer dónde se tiene que trabajar para replantear la estructura de nuestro mercado de valores, para incrementar el número de participantes en él, su mayor y mejor conocimiento, sus limitaciones y sus oportunidades.

VI.IV.II Justificación del Derecho dentro del Mercado de Valores

Actores como los organismos financieros internacionales consideran que existe un determinismo entre el desarrollo de los mercados de valores y el nivel de la regulación con su tamaño y número de participantes. Ya vimos que en México no es la constante.

Esos organismos financieros internacionales con frecuencia generan sus recetas y recomendaciones, ahora con el nombre de “mejores prácticas”, que buscan permear, para introducir los conceptos y corrientes del pensamiento a los ordenamientos jurídicos de los países en los que ejercen influencia. Al menos en el medio académico no hay un total convencimiento con ellas, como ya se ha demostrado. Surgen entonces las dudas sobre el determinismo contenido en el párrafo anterior.

Como lo señalamos con anterioridad, en México no han materializado los efectos positivos sobre su mercado de valores, al contrario, por lo menos en 1975, 2001 y 2006, se ha apreciado hasta cierta inhibición de sus participantes derivada de la regulación.

En capítulos anteriores, comentamos sobre el derecho de propiedad, la efectividad de los contratos, la eficacia en la exigibilidad de su cumplimiento aun forzado. Bajo éste orden de ideas, pudimos ver que algunos autores han afirmado que la importancia del Derecho radica en una razón económica –punto de vista que desde luego no compartimos como ha quedado plasmado en otros capítulos-.

Los mismos tratadistas afirman que el Derecho permite disminuir costos de contratación entre agentes económicos, incumplimientos y ayuda a resolver litigios de manera eficaz. Según éste punto de vista, eso genera un incentivo a inversionistas para participar en el mercado de valores. Lo contrario, la falta de adaptación del Derecho, la indebida protección a los inversionistas, claramente tiene una relación y efecto adverso sobre el mercado de valores. Reiteramos que hay algo más que inhibe a los participantes del mercado que no es precisamente regulación.

El maestro Oscar Alvarez Macotela, escribió un interesante artículo que denominó "El Enigma de la Legislación Bursátil en México", en 2008, en el que trata de demostrar si la regulación promueve o inhibe el mercado de valores a partir de la evidencia empírica.[265]

El autor cuando argumenta sobre la justificación y relevancia del Derecho en el mercado de valores apoyándose en otros autores precisa lo siguiente:

- La causalidad de la correlación que existe entre la hipótesis de que el sistema jurídico de un país determina el grado de prosperidad de su mercado accionario, está en duda al menos en mercados emergentes como el mexicano.
- Al referirse a ciertas corrientes del pensamiento jurídico con influencia económica (Rafael La Porta y Florencio López de Silanes), sostienen que la actividad comercial pujante depende de un ambiente jurídico en la que los derechos de propiedad y los contratos estén claramente regulados y especificados y son susceptibles de hacerse valer en la práctica. Lo contrario provoca una economía informal y sus efectos adversos también se reflejan en el mercado de valores. Esta posición ha sido dominante al menos hace cinco lustros.

[265] Alvarez Macotela, Oscar, *Enigma de la Legislación Bursátil en México*, Derecho Bursátil Contemporáneo, Temas Selectos, Porrúa, México, 2008, pp. 348-349.

- Con esa línea de pensamiento, señala que el Derecho permite reducir costos de contratación entre agentes económicos y de litigio en caso de incumplimiento.
- Surge un círculo virtuoso como efecto dominó que a su vez anima a los inversionistas a participar en el mercado accionario y logra persuadir a los accionistas mayoritarios a dejar sus posiciones accionarias dando paso a una mayor diversificación de recursos invertibles.
- Estos incentivos generan otros incentivos que modifican la estructura de propiedad de las empresas, que provocan elevado grado de dilución del control accionario que se correlaciona con mercados desarrollados.

De esa línea argumental el maestro Alvarez Macotela deriva dos postulados:

1.- Los sistemas jurídicos que protegen los derechos de propiedad y tienen un nivel alto de cumplimiento de contratos, se refleja en una alta confiabilidad en la protección de los derechos de los inversionistas y por tanto hay más proclividad de estos a financiar al sector empresarial y el florecimiento de los mercados viene por consecuencia.

2.- Cuando las instituciones jurídicas dan escaso soporte a los derechos de propiedad y la contratación entre agentes económicos es complicada, costosa e ineficiente ante el incumplimiento para su exigibilidad, el financiamiento al sector empresarial se inhibe.[266]

La pregunta natural es, por qué esos postulados no son aplicables al caso México. Es innegable que en nuestro país se han hecho esfuerzos a nivel de disposiciones administrativas y a nivel legislativo para poner al día nuestra regulación en el mercado de valores.

[266] *Idem.*

Los servidores públicos en turno han analizado modelos de corte anglosajón y los han emulado e implementado en nuestro país a través de políticas públicas y en diversa regulación, considerando que el nivel de desarrollo de esos mercados es el modelo a seguir. Ya ha quedado demostrado por décadas que ese –el anglosajón- no ha dado los resultados esperados y no debe ser el modelo a seguir.

Podemos afirmar entonces, que el Derecho por sí mismo no ayuda a desarrollar el mercado de valores. Empíricamente, algunas corrientes del pensamiento han encontrado en la adaptabilidad y las razones políticas de los aspectos jurídicos las respuestas.

El maestro Oscar Álvarez, al referirse a la adaptabilidad, señala que se trata de la posibilidad de que los sistemas jurídicos respondan con eficiencia a los cambios continuos de las condiciones socioeconómicas de un determinado país. Algunos señalan como condición previa a las leyes como impulsoras del mercado de valores, otros anteponen al desarrollo del sistema financiero, el desarrollo de instituciones jurídicas, algunos señalan la forma en que las leyes se hacen valer. En éste último caso, son especialmente prolijos en la protección del inversionista, el cumplimiento de las normas jurídicas y el o los procedimientos para llegar a la solución de controversias. Otros más señalan razones políticas. A estas últimas razones asignan diferente nivel de prioridad que a las tradiciones jurídicas relacionadas con la propiedad y a los derechos de los inversionistas externos.

En los países latinos no lo entendemos de esa forma y eso hace una gran diferencia.

Es evidente que la perspectiva con la que se tratan diversos aspectos del Derecho, nos lleve de manera indubitable a ver dos enfoques en los sistemas jurídicos contemporáneos. Antes de que los temas relativos a la globalización y comunitarios entre otros, estuvieran presentes, los países vivían y convivían con respeto a las leyes e instituciones jurídicas en cada país, permaneciendo todo en un solo plano. Es decir, la escasa apertura y la cerrazón en materia económica, con niveles de proteccionismo muy altos, incluían también la protección de los sistemas jurídicos. Ahora eso es impensable.

Si bien hemos afirmado que el Derecho en sí mismo no desarrolla el mercado de valores, después resulta innegable por otra parte reconocer que la maleabilidad de los sistemas jurídicos deben ser evaluados en cada caso, para señalar sus bondades o sus obstáculos y analizar la influencia que ejercen sus raíces históricas, frente al inobjetable desarrollo de los sistemas financieros en el mundo, para ir más hondo a las razones del por qué no influye una supuesta mejor regulación en el desarrollo del mercado de valores.

En un artículo escrito por Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer, denominado *"What Works in Securities Laws?"* examinan los efectos de la regulación en materia de valores en 49 países y tocan el tema relativo a los efectos de la regulación sobre el desarrollo del mercado de valores.

Los autores, arriban a la conclusión de que las leyes de valores influyen en el desarrollo del mercado de valores. También señalan que los mercados financieros no prosperan cuando se les deja a las fuerzas del mercado por sí solas. Es decir siempre el elemento "Estado" es importante a través de las autoridades supervisoras y reguladoras del sistema financiero.

En su análisis señalan que las leyes de valores son importantes porque facilitan contratación privada en lugar de prever la aplicación de la reglamentación pública. Hacen énfasis en la vigilancia privada que se correlaciona positivamente con la importancia de regular el conflicto de agencia entre control de los accionistas e inversores externos para promover el desarrollo de los mercados. Ponen en duda la suficiencia de soluciones puramente privadas en la reducción de la brecha entre los países con los inversores fuertes y débiles.

Una conclusión importante en los resultados del estudio de los autores en cita, es que aclaran que origen legal o la familia jurídica predice el desarrollo del mercado. Los resultados se apoyan la idea de que el *common law* en esta área proviene de su cuidado en la disciplina del mercado y la solución de controversias se da en litigios privados. También refieren que los beneficios parecen estar en el énfasis que ponen los actores del mercado en las formas de contratación privada y la estandarización en la solución de controversias donde consideran de manera

importante el enfoque que se da a la responsabilidad, como parte de las normas que más favorecen al mercado.[267]

Tenemos una opinión diferente, más aun que el artículo a comentario se escribió con anterioridad a la promulgación de la Ley del Mercado de Valores vigente en México y pese a que muchas de las supuestas diferencias entre el sistema jurídico anglosajón y el latino o romano germánico y francés, disminuyeron a partir de 2006. Al menos en ocho años no han dado muestra de mejora de acuerdo con lo que se afirmaba por parte de los autores de la cita.

Entre los puntos en los que hacen énfasis los autores como virtudes del comm*on law* están los siguientes:

a) Hay superioridad en la protección de los derechos de propiedad del inversionista,
b) La flexibilidad del poder judicial es mayor en la resolución de controversias para casos imprevistos en los ordenamientos jurídicos, sobre todo en temas que involucran transacciones del mercado de valores que son tan dinámicas y complejas,
c) Existe mayor libertad para las personas en la negociación de asuntos económicos y comerciales que generan un ambiente propicio para el florecimiento de los mercados financieros,
d) Las raíces históricas de los sistemas jurídicos codificados contribuyen en los niveles de corrupción, y
e) Hay menos participación del Estado en temas económicos.

Nuevamente, reitero el argumento antes descrito que pese a haber integrado gran parte de esas propuestas o postulados del *common law* en la Ley del Mercado de Valores de 2005, al menos en nuestro país no se han dado efectos estimulantes sobre el mercado.

En cuanto a las raíces históricas y calidad de los sistemas jurídicos, señaladas como limitante al desarrollo de los mercados, es importante mencionar

[267] La Porta, Rafael, López de Silanes, Florencio and Shleifer Andrei *"What Works in Securities Laws?" The Journal of Finance*, vol. LXI, no. 1, February 2006. pp. 27-28.

que hay quienes los ven como medios de control social, pero más que eso, consideramos que se trata de normas de convivencia social. Y se destaca que sí hay diferencia el uso de la palabra “control”, nos lleva a la idea de enfrentamiento contra la de “convivencia” que nos da una idea de algo más racional que permite mejores relaciones entre seres humanos.

Siguiendo la idea de La Porta *et. al.,* proponen dos postulados centrales:

1.- El mercado de valores prospera cuando el riesgo de expropiación de activos invertibles es baja; y

2.- El riesgo de expropiación es bajo cuando las emisoras difunden de forma cabal y precisa la información acerca de sí mismas, de sus circunstancias y de las características relevantes de los valores que emiten y ponen en circulación en el mercado.

Los postulados en mención es claro que apoyan la liquidez, el potencial y profundidad de los mercados, pero no podemos soslayar que la intervención del Estado en su tarea de control o convivencia social y la calidad de los sistemas jurídicos en cada caso van formando distintas perspectivas y realidades que se revelan en el caso que nos ocupa en la prosperidad o fragilidad de los sistemas financieros y de los mercados de valores.

En primera instancia los autores, señalan que existen cuatro alternativas de control social:

i. Disciplina en los mercados a partir del cuidado que emisoras e intermediarios bursátiles tendrán de su imagen, prestigio y reputación,
ii. Normas y mecanismos contemplados en el Derecho ordinario,
iii. Leyes dirigidas al mercado de valores combinadas con un ente del Estado con facultades de regulación, supervisión, inspección y cumplimiento de normas jurídicas aplicables en el ámbito del mercado de valores. Es decir autoridades financieras fuertes en todos los aspectos (como regulador y sancionador), y
iv. Estatización del mercado.

Los tratadistas se inclinan por la alternativa iii, como parte de la intervención del Estado para ejercer ciertos medios de control. Mencionan que la legislación estandariza las obligaciones de las partes y de esta forma las causas y límites de responsabilidad son explícitos, en consecuencia, la necesidad de recurrir a la vía contractual para prever soluciones para toda circunstancia disminuye y un marco jurídico idóneo refuerza los acuerdos negociados. Por otra parte el rango de discrecionalidad de las autoridades jurisdiccionales se acota de manera considerable con dos ventajas: a) se minimiza la posibilidad de que los juzgadores reciban presiones orientadas a modificar el sentido de sus resoluciones, y b) aumenta la certidumbre de las partes involucradas en cuanto al resultado probable del litigio. Finalmente, los asuntos para dirimirse ante los órganos de justicia del Estado disminuyen de manera considerable.

En un primer acercamiento de ideas entonces, tenemos que la posibilidad de que por una parte los inversionistas internos pueden expropiar activos invertibles de los inversionistas externos o de apropiarse del valor generado por las empresas debe de disminuir bajo el modelo de control social. También precisamos que la legislación bursátil incrementa la certeza de los resultados de una controversia y reduce los costos de contratación entre agentes económicos, pero si esa conducta está limitada por la legislación bursátil de manera precisa y clara, necesariamente hay un incentivo para invertir y los costos de contratación y litigio disminuyen.

Después de conocer las razones y los argumentos que algunos esgrimen, basados en sus análisis empíricos, podemos decir que estamos de acuerdo, solo con un comentario. El proceso de formación de leyes por lo menos en México, primero se encuentra regulado en nuestra Constitución y el proceso legislativo consta de etapas que sin duda van modelando el producto legislativo, que se ve influido por los intereses que rodean los temas que se abordan.

Regularmente en el proceso legislativo vemos promotores y detractores de iniciativas y en ambos casos existen grupos de presión sobre el quehacer legislativo que se hacen presentes a través de cabilderos. Tan importante es esa figura, la de “cabildero”, que ya hay una iniciativa que pretende su regulación. Las

personas que realizan esa actividad, no representan ni promueven los intereses de la mayoría, ni el bien común, representan solo intereses de grupo o de personas específicas, considerando que en México son alrededor de 24 familias las que controlan las empresas más grandes de este país. En consecuencia, el producto legislativo consideramos que en lo individual no determina el desarrollo o no de una actividad. Si a eso agregamos que las leyes dicen lo que dicen los jueces o los que las aplican como es el caso de las autoridades del mercado de valores, en este caso particular, estamos en el extremo de las pretensiones iniciales de una iniciativa, cualquiera que sea, está rodeada de distorsiones de diversa naturaleza.

Solo basta mirar el acontecer reciente en nuestro país. Tenemos “Reforma Laboral” que es el producto de muchas ideas y argumentos que señalaban que no existían empleos por la complejidad en la contratación desde hace un año y no se ha creado un solo empleo adicional. Desde principios de 2013, tenemos “Reforma Educativa” y lo que tenemos es a ese sector totalmente convulsionado y no se ha avanzado ni un ápice. Tenemos “Reforma Fiscal”, que tiene a una clase media contra la pared pagando las ineficiencias de la autoridad para recaudar y para incluir una mayor base de contribuyentes que no tocó el comercio informal que ya representa alrededor del 60% de esa actividad.

Creemos que las aportaciones de Florencio López de Silanes, Rafael La Porta, Andrei Shleifer y Oscar Alvarez son ingeniosas y tienen su valor, pero son débiles en argumentación, no podemos reducir el Derecho a estadísticas ni a tendencias o modas. Es inobjetable el nivel de desarrollo de los países anglosajones, pero también es inobjetable el desarrollo de los mercados alemán, español (pese a su terrible crisis) o brasileño, todos con Derecho codificado.

Por otra parte, el año 2008 y siguientes dieron muestra de que el liberalismo, el neoliberalismo y el *common law*, no lo resuelven todo, que los mercados y el sistema financiero tuvieron que recurrir al halo protector del Estado, para sortear una de las crisis más importantes que se haya registrado en la historia económica del mundo.

En recientes fechas Patxi López escribía en El País:

"…El mundo está cada vez menos dispuesto a esperar el milagro, a creer que las cosas se arreglarán sin que intervengamos". Esta frase, que sería aplicable al hartazgo general que está provocado la actual situación económica, tiene, sin embargo, ochenta años. Fue escrita en 1933 por John Maynard Keynes, padre intelectual de una política económica que logró el mayor desarrollo de la historia y alumbró el Estado de bienestar..."[268]

Las actuales discusiones sobre el futuro del país en los recintos legislativos, dieron muestra de que hay un sector de políticos que permanecen renuentes al cambio y señalan que las fuerzas del mercado lo arreglaran todo.

Creemos que ya es hora de ser más creativos y cambiar nos vendría bien. No podemos dejarnos llevar por la falta de alternativas, solo basta ver como son cercenados los servicios sociales como los de salud o los de asistencia técnica, con una austeridad cada vez más lacerante.

Vemos que la crisis de 2008, fue el resultado de que las entidades financieras saquearan al inversionista, pagando bonos a sus gestores sin los menores elementos de evaluación y racionalidad, diseñando productos financieros que después calificaron de "tóxicos", para deshacerse de portafolios mal estructurados endosando al inversionista el costo de sus errores, que concluyó con políticas de austeridad y reparto de miseria entre la sociedad de los Estados Unidos de América y del mundo en general y a los contribuyentes en lo particular, como ha sucedido un sin número de veces en éste país. Para nuestra sorpresa las agencias calificadoras que solaparon todo, salieron ilesas. El sistema jurídico de los Estados Unidos de América, probó ser falible. La receta o las "buenas prácticas" no funcionaron.

Los fundamentalistas del siglo XXI, es decir los neoliberales que permanecen en la posición de dejar las soluciones a las fuerzas del mercado y a

[268] López Patxi, "La Alternativa es no Perseverar en el Error", *El País*, 19 de mayo de 2013, sección Opinión. La autora es Secretario General del Partido Socialista Euskadi.

la austeridad, creo que deben renovar su agenda ya que las políticas económicas y las políticas públicas de las últimas cuatro décadas no han sido el remedio para salir de la crisis para los países emergentes y ahora tampoco para ellos, por lo que se sugiere entrar al debate de fondo, para generar mejores ideas en beneficio de la colectividad.

No significa que ahora en un golpe de péndulo este proponiendo políticas opuestas, es decir, de corte socialista, pero nada mal parece traerlas a colación, con un espléndido artículo escrito por el Profesor de Teoría de la Literatura Universal de la Universidad Complutense Ángel Rupérez que denominó "El Retorno de Marx", que es del siguiente texto:

> *"…La losa que pesa sobre el pensamiento de Carlos Marx, debido a la usurpación que hicieron de él las revoluciones que se llamaron marxistas, todas fracasadas, ha impedido que reconozcamos, sin esos lúgubres embargos, la grandeza de algunas de sus ideas (no todas, desde luego)*
>
> *…*
>
> *Y en estos momentos en los que el capitalismo ha dado muestras evidentes de sus flaquezas más demoledoras, la figura de Marx debe ser recuperada precisamente para recordar la forma como describió el funcionamiento del capitalismo, siempre voraz y dispuesto a cualquier forma de abuso con tal de hacer valer su principio esencial del beneficio por encima de todo.*
>
> *Que la idolatría del dinero supusiera la humillación de miles y miles de seres humanos, era algo que al primer capitalismo no le importaba la más mínima higa.*
>
> *…*
>
> *Ninguna tropelía cometida en nombre del capitalismo podría seriamente ser objeto de una desautorización global en el siglo XXI, puesto que no había ideas alternativas, ya que las únicas que se habían alegado y puesto en práctica habían fracasado*

estrepitosamente. Incluso un país como China, mastodonte que mantiene intactas las hechuras de un Estado totalitario, hizo su particular revisión y se afilió al capitalismo antaño denostado y del que ahora es un principal motor en el mundo, atropellando a su paso los derechos humanos y también los derechos de la Naturaleza (que son también derechos humanos).

…

Una reflexión crítica sobre nuestro mundo nos avisa, como avisó Marx en el XIX, de que el dinero es el ídolo absoluto que los capitalistas financieros, enfermos de avaricia, han pretendido multiplicar, en forma de beneficios ilimitados, por medio del engaño y la mentira. Las víctimas de sus operaciones fraudulentas no serán precisamente ellos mismos, los grandes tiburones de las finanzas, inmensamente remunerados, a salvo de cualquier imputación legal, lejos de cualquier cárcel justamente punitiva, sino todos los que, gracias a ese bandidaje de cuello blanco, conocerán la ruina de sus vidas, aquí y allá, cerca y lejos, en los países desarrollados pero también en los países pobres, más pobres aún, más miserables aún si cabe cuando la marea negra se extienda. A ese capitalismo ilimitadamente voraz hay que imputarle, con la ayuda de Marx, el encerramiento de la existencia en la cárcel exclusiva del dinero idolatrado y de su progenie no menos ciega e inhumana: los valores que se arrastran detrás de esa estela que no mira más que a su ombligo, y es ajena al horror de la pobreza de los más pobres que ya lo eran y a la de los que lo serán a partir de ahora.

…

Así, ***la productividad económica rige los últimos derroteros de la educación superior; las desmesuradas ganancias rigen los principios de la actividad económica; la acumulación de dinero rige los anhelos de tantos y tantos seres humanos, doblados en pequeños terratenientes de sus idolatradas –aunque modestas– riquezas****; el valor de cambio de las obras de arte –Hirst y compañía-*

sustituye con creces su contenido de verdad, como diría Adorno, y, a la postre, su invitación a ser un hecho revelador del hombre esencial antes que un sustituto del dinero. ***Los escritos de Marx nos ayudan a no creer en esos ídolos y a denunciar las mentiras sobre las que se sustentan. No sé si habrá otras alternativas, pero al menos ese pensamiento, que parecía enterrado, nos devolverá, en el espejo roto de nuestra reciente historia, la mejor imagen de nuestra dignidad...'***[269]

Son rescatables muchas de las ideas vertidas en el artículo antes transcrito, sobre todo aquellas que son reveladoras de lo sucedido en años recientes y desgarradoras en los efectos producidos. Vemos que los señalamientos al capitalismo no son más que el resultado de lo que los anglosajones criticaron en su momento a los entonces soviéticos y en años recientes a los países pobres que ahora denominan emergentes como es el caso de México.

Por supuesto que se encuentran descritas lecciones que no se pueden soslayar y obligan a poner especial cuidado en lo que hacemos en el mercado de valores ya que ha quedado claramente demostrado que una gran cantidad de ideas que venían como verdades absolutas del capitalismo rampante de finales del siglo pasado y principios de éste, cayeron por su propio peso.

El último párrafo del artículo es de lo más valioso, creo que nuestra tarea ahora es recomponer la estructura de nuestro mercado de valores generando nuevas alternativas para obtener financiamiento, afinando nuestra legislación y nuestras políticas públicas sin recurrir a copias de sistemas o modelos que han mostrado sus debilidades y adaptando de mejor manera a nuestras necesidades las herramientas de apoyo a nuestros empresarios, que no necesariamente sea dinero, en muchas ocasiones sólo requieren asistencia técnica. Lo que resulte debe darse siempre cuidando nuestra dignidad, como lo señala el Profesor Ángel Ruperérez.

[269] Rupérez, Angel, "El Retorno de Marx" *El País*, 30 de noviembre de 2008, p. 25.

La reflexión crítica del contenido del artículo, sin duda nos da algunas ideas que no hemos visto con anterioridad, como lo es la afirmación de que la productividad económica rige los derroteros de la educación superior, las ganancias rigen la actividad económica y la acumulación del dinero rige los anhelos de los seres humanos. La periodista concluye de manera magistral al afirmar que no debemos creer en esos ídolos y denunciar las mentiras sobre las que se sustentan.

VI.IV.III El problema de la protección de los derechos del inversionista

Es abundante la literatura que aborda éste tema, desde muchas perspectivas, aun cuando es jurídico, señalando que se torna en importante ya que podemos decir que es definitorio para la consecución de financiamiento por parte de las empresas.

Algunos atribuyen a la solución de éste problema la calidad de los sistemas jurídicos como lo comentamos anteriormente (*supra VI.IV.II*). Aquí, preciso que ya no hay señalamientos si es anglosajón o romano germánico el antecedente histórico. En el caso que nos ocupa ya estamos en una realidad actual e inminente y la efectividad de los instrumentos y herramientas de protección al inversionista son lo que se considera importante.

Nuevamente surge el problema de la “agencia”. Esto es, que al invertir en una empresa el inversionista se expone a un riesgo alto, que se mitiga con un sistema jurídico que permite reducir ese riesgo al generar los equilibrios entre inversionistas internos y externos.

El argumento se centra en el hecho de que los inversionistas internos promoverán siempre sus títulos o su empresa, para venta en un valor superior al que tienen y buscan mantener al inversionista externo en un nivel de información limitado tarea que realizan de manera conjunta con banqueros de inversión e intermediarios bursátiles puesto que comparten un mismo objetivo, que es vender lo mejor posible la empresa por el bien de la misma y de sus intereses particulares.

Los inversionistas externos, considerando ese hecho son conocedores de esas prácticas y desarrollan herramientas y experiencia para medir el nivel de veracidad de lo que se les informa.

Por su parte los administradores juegan con el nivel de información y las asimetrías que ellos mismos generan a los accionistas no ejecutivos y al mercado.

Se da un problema adicional que se materializa en el hecho de que los administradores al no participar en la mayoría de los casos de los beneficios que representa obtener capital del mercado, luchan por justificar altos salarios y beneficios laborales que supuestamente compensan esa desventaja, pero por otra parte los incentivos para crear valor y ser más productivos quedan totalmente desalineados. De ese hecho son conscientes los inversionistas externos y asumen el riesgo castigando el precio de las acciones.

Así, parece ser que el sistema jurídico empieza a trascender si la protección a los inversionistas externos es efectiva para hacer frente al riesgo al que se ven expuestos frente a los inversionistas internos a los directivos de las empresas y a otros participantes del mercado como intermediarios financieros y banqueros de inversión, mejor conocidos en nuestro país como estructuradores. Es evidente que la confianza en el sistema jurídico atrae la participación en el mercado.

Cuando el nivel de asimetría en la información se traduce en delitos, también estamos en presencia de un sisma del mercado de valores y ahí habrá que tomar medidas drásticas y de largo plazo. Esta situación, también de forma natural hace que los capitales emigren, solo basta ver la historia económica de nuestro país en 1976, 1978, 1982, 1987 y 1994. Los participantes del mercado de valores son el juez más acérrimo cuando son engañados. Los costos que ha tenido que pagar el empresariado nacional y el mismo Gobierno Federal de los Estados Unidos Mexicanos para volver a los mercados voluntarios de capitales han sido altísimos.

El control social del Estado en estos casos ya es más particular, toda vez que cuando hablamos de las especificidades de la regulación, también lo es respecto de los destinatarios, es decir, cuando hay un sistema jurídico sólido que

regula adecuadamente a emisores, intermediarios bursátiles, directivos, accionistas y a otros participantes y se crean los mecanismos adecuados para la aplicación de esa regulación, casi en forma natural llegan los capitales. Nuevamente los financieros a esta fortaleza le ponen precio y el nivel de eficacia y confiabilidad del sistema jurídico está determinada por el costo que tiene la debida protección de los intereses del inversionista que se ve reflejado en el costo integral del financiamiento.

Un último aspecto que no podemos dejar de comentar es el relativo a la coercibilidad de los contratos a través de la vía judicial, comparada esa coercibilidad con las fórmulas de solución de controversias que se dan a través de la convencionalidad y la indemnización al amparo de las leyes ordinarias.

En toda esta relación que reúne el mercado de valores, convergen entes privados, públicos y regulados como ya lo advertimos en capítulos anteriores, lo que obliga en muchos casos a que ineludiblemente tengan que observarse los mecanismos públicos oficiales de solución de controversias, ya que la regulación del mercado de valores en muchos casos es de orden público y de observancia general, lo cual pone muchas limitaciones a la convencionalidad para la solución de controversias. Es preciso señalar que también en este aspecto la orientación de nuestro sistema jurídico, cada vez privilegia en mayor medida los medios alternativos de solución de controversias.

Nuevamente nuestro Poder Judicial necesita renovarse, no han sido en vano las reformas al artículo 17 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, que fortalecen los mecanismos alternativos de solución de controversias. Una razón por la que vemos muy pocos litigios derivados de operaciones contratadas en el mercado de valores es que los actores del mercado no tienen confianza en el Poder Judicial para someterlos a su conocimiento y solución, es por ello que constantemente se ventilan en la mesa de negociaciones o ante árbitros y mediadores. Creo que hay mucho que hacer con los tribunales especializados en materia mercantil en el Poder Judicial, es una asignatura pendiente desde hace muchos años.

VI.V El financiamiento de la empresa en el Mercado de Valores en México

VI.V.I La decisión de la empresa

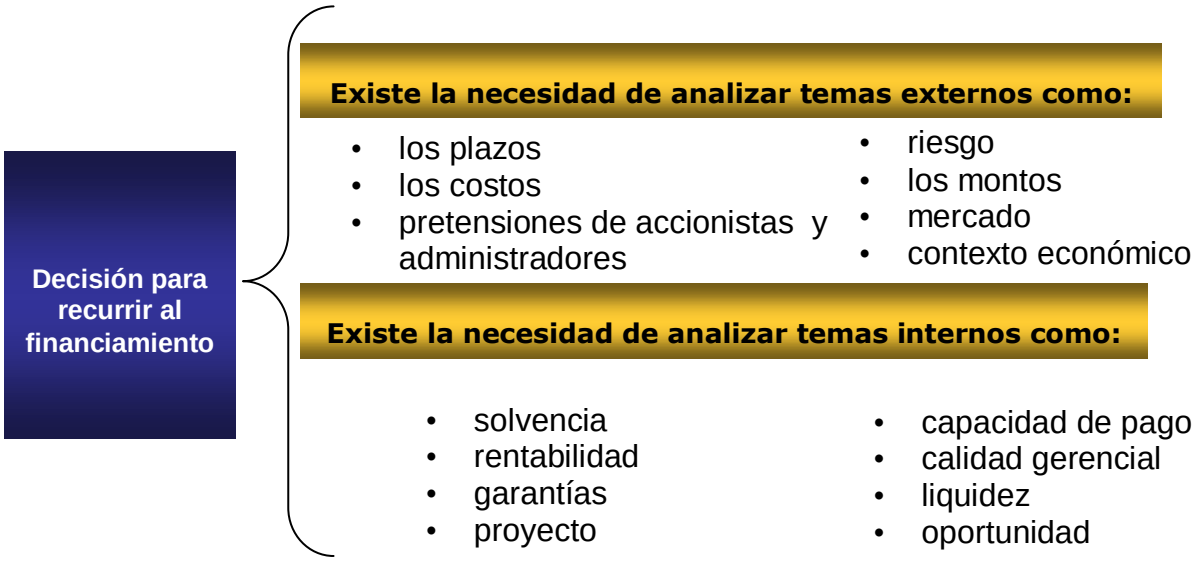
Una de las decisiones que en algún momento deben adoptar las empresas es la de solicitar financiamiento o en su caso capital para diversos fines y esta decisión se puede dar desde un ámbito muy cerrado e informal recurriendo a amistades, familiares o agiotistas, asistiendo a las instituciones del sistema financiero como lo son los bancos y otras entidades financieras no bancarias, hasta el mercado de valores que puede ser el mexicano o cualquier mercado internacional.

Lo anterior depende de diversos factores entre los que se encuentran las necesidades y circunstancias particulares de cada empresa.

Muchas empresas medianas y pequeña del país están subcapitalizadas con niveles insostenibles de pasivos, equipos anticuados y organizaciones inadecuadas. De existir disponibilidad de fondeo oportuno y suficiente, muchas de estas empresas están en condiciones de competir en los mercados nacionales e internacionales.

Sin embargo, empresas con buen potencial han acabado por cerrar, simplemente porque no han podido crecer por problemas de capital de trabajo.

Entre las necesidades particulares de recursos encontramos rasgos comunes como son:



La decisión tiene como limitante también el tipo de producto financiero que demanda el mercado financiero y entonces con independencia de lo que se pueda determinar entre los múltiples decisores, habrá que considerar lo que cada mercado demanda.

Dentro de la gama de productos que existen en el mercado de valores, habrá que decidir si es deuda o capital lo que satisfaga las necesidades de recursos económicos, pero sobre todo, qué es viable.

EMISIONES DE DEUDA	EMISIONES DE CAPITAL
➢ Certificados Bursátiles (CEBURES) ➢ Obligaciones Negociables (genero) ➢ Papeles comerciales al Amparo de Programas Globales o Coparticipados ➢ Certificados Fiduciarios ➢ Obligaciones (especie) ➢ Títulos de deuda emitidos por Fideicomisos (Certificados de participación ordinarios amortizables, certificados bursátiles) ➢ Cuotas Parte de Rentas, derivadas de la explotación de bienes o derechos ➢ Cuotas Parte de Condominios, derivadas de la explotación de bienes o derechos en fideicomiso (certificados fiduciarios).	➢ Acciones ➢ Certificados de Participación Ordinarios no amortizables ➢ Certificados Bursátiles ➢ Certificados Bursátiles de capital emitidos por Fideicomisos

El análisis financiero siempre dará elementos de valor para adoptar una decisión más precisa, que también implica tener en consideración un elemento

relativo a la realidad y capacidad de los emisores. Es decir, que el emisor del instrumento y el mercado requieren análisis financiero al caso concreto y particular. Puede haber muchos instrumentos y un mercado de valores líquido, pero si los instrumentos o el mercado mismo no se encuentran al alcance del sujeto de apoyo, probablemente será en otro foro de los mercados financieros donde encuentre satisfacción a sus necesidades de financiamiento.

Creemos que hasta hace unos años, las empresas medianas pudieron encontrar nuevas alternativas para tener acceso al mercado de valores que básicamente se había detenido desde principios de la década anterior con los esquemas bursatilizadores que se empezaron a desarrollar a finales de los noventa del siglo pasado.

Esta nueva oportunidad se ha generado por diversos factores, entre los que se puede mencionar las modificaciones regulatorias que se han dado a nivel administrativo[270] (me refiero a la Circular única de emisoras), y no a nivel legislativo.

La participación de los inversionistas institucionales y el interés de las empresas medianas de financiarse con recursos provenientes del gran público inversionista, con la decisión incluida de realizar cambios sustanciales en su forma de administrar y manejar su empresa, dispuestos a abandonar las estructuras administrativas y de control que involucran en un nivel importante a miembros de la familia, al parecer ha resultado ser la fórmula que allana el camino que permite el acceso al el mercado de valores.

La fórmula ha permitido que ciertas empresas alcancen esos recursos del gran público inversionista, mediante la adopción de nuevas figuras societarias para redefinir funciones y niveles de participación y decisión en las estructuras de

[270] "Resolución que modifica las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores", publicada en el *Diario Oficial de la Federación* el 22 de julio de 2009. Esta Resolución tenía una *vacatio legis* de seis meses contados a partir de su publicación, sin embargo, el 29 de diciembre de 2009, se publicó en el mismo Diario Oficial de la Federación una Resolución que modificó nuevamente la Circular Única de Emisoras referida en términos sustancialmente similares a los contenidos en la modificación de julio, para que entrara en vigor de inmediato, con lo que dejó de estar sujeta a plazo la entrada en vigor la Resolución de julio de 2009.

gobierno de la empresa, que se han convertido en el requisito *sine qua non* para alcanzar el capital del mercado de valores y su consecuente desarrollo.

A continuación se muestran algunas diferencias que revelan las características de la administración y vigilancia de las figuras societarias previstas en la Ley del Mercado de Valores y la sociedad anónima:

	SA	**SAPI**	**SAPIB**	**SAB**
Capital social representado por	Acciones	Acciones	Acciones inscritas en el RNV	Acciones inscritas en el RNV
Administración	Consejo de Administración o Administrador único	Consejo de Administra-ción	Consejo de Administración	Consejo de Administración y Director General
Consejeros Independien-tes	No hay	No hay	Un consejero independiente	Al menos el 25 por ciento de los consejeros deberán ser independientes
Vigilancia	Comisario	Comisario. Puede optar por un régimen de administración y vigilancia de una SAB	Comisario.	Comité de Auditoría
Órganos Auxiliares del Consejo de Administración	Son optativos y los crean la Asamblea o el Consejo	Comité de Practicas societarias	Comité de Practicas societarias	Comité de prácticas societarias y comité de auditoría
Derechos de minorías nombramiento de Consejero	Veinticinco por ciento del capital social	Diez por ciento de acciones con derecho a voto inclusive limitado o restringido	Diez por ciento de las acciones con derecho a voto, incluso limitado o restringido	Accionistas titulares de acciones con derecho a voto que representen el diez por ciento del capital social

Derecho de minorías para nombrar comisario	Veinticinco por ciento del capital social	Diez por ciento de acciones con derecho a voto inclusive limitado o restringido	Diez por ciento de acciones con derecho a voto inclusive limitado o restringido	No existe la figura del comisario

	SA	**SAPI**	**SAPIB**	**SAB**
Derecho de minorías para convocar a asamblea	Treinta y tres por ciento del capital social (excepción art. 185 LGSM)	Diez por ciento del capital social (excepción art. 185 LGSM)	Diez por ciento del capital social (excepción art. 185 LGSM)	Titulares de acciones que tengan derecho a voto que representen el diez por ciento del capital social (excepción art. 185 LGSM)
Derecho de minorías para ejercer acción de responsa-bilidad	Treinta y tres por ciento del capital social	Quince por ciento de las acciones con derecho a voto, inclusive aquellas de voto limitado o restringido o sin derecho a voto	Quince por ciento de las acciones con derecho a voto, inclusive aquellas de voto limitado o restringido o sin derecho a voto	Cinco por ciento de las acciones con derecho a voto, limitado restringido o sin derecho a voto o más del capital social.
Supervisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores	No es supervisada	No es supervisada	Si es supervisada	Si es supervisada

Podemos señalar que la administración y vigilancia de las sociedades es el punto en donde se dan las diferencias. La sociedad anónima promotora de inversión es el inicio de la transformación y donde se concentra el mayor número de alternativas para hacer flexible la participación en el capital de las sociedades,

en su administración y en su vigilancia. Las actividades del consejo de administración y las del director general se modifican de manera importante en las diferentes figuras.

Otro punto importantísimo es la flexibilidad que tuvo que darse en la regulación para que el proveedor de capital para éste tipo de empresas pudiera participar. Es un hecho que las administradoras de fondos para el retiro y las aseguradoras al ser las instituciones que captan recursos de largo plazo, fueron habilitadas para poder invertir en empresas medianas, a través de los mecanismos creados, necesarios para ese efecto. Sin la modificación a sus regímenes de inversión los avances en éste rubro, nunca se hubieran dado.

Es evidente que al generarse un marco normativo nuevo que va generando ciertos niveles de flexibilidad, no se debe descuidar la protección adecuada del inversor. Ese cuidado al generar regulación, no es una tarea única, sino constante. Los mercados son sumamente dinámicos y hay que monitorear día a día lo que en él acontece y hacer los ajustes necesarios de tiempo en tiempo para mantener la integridad del mercado y de sus participantes. Lo anterior, me permite inferir que ha sido un acierto hacer las modificaciones a nivel de disposiciones de carácter administrativo, ya que los mercados de ningún modo se adaptan a los tiempos legislativos.

Ya a nivel mundial se ha gestado una tendencia para fortalecer al mercado de las medianas empresas dentro de las políticas de Estado, como lo podemos ver en España, Brasil y en la Gran Bretaña, con el surgimiento del denominado "mercado de inversión alternativa" o *"alternative investment market"*, (el nombre refiere a la inversión y no a emisores), con éxito y con el argumento fundamental de que las empresas grandes algún día fueron pequeñas o medianas y el hecho de que en ellas se finca fundamentalmente el desarrollo económico en todo el mundo. Entre sus principales virtudes, según la propia Bolsa de Valores de Londres, están las siguientes:

i) Un equilibrado acercamiento a la regulación, lo cual les ha facilitado a las nuevas emisoras la transición a empresas públicas y enfocarse en su negocio una vez que están en el mercado.

ii) Una red de asesores experimentados que apoya a las sociedades desde el momento en que deciden flotar su capital y hasta que lo obtienen, para desarrollar su potencial.

iii) Una base internacional de inversionistas con conocimiento y entendimiento para invertir en determinada empresa y en su desarrollo y con la confianza que ofrece su marco regulatorio.

iv) Ofrece a empresas pequeñas y medianas con alto potencial de crecimiento acceso rápido y de bajo costo al financiamiento público.

v) Un marco regulatorio que se ajusta a las características y condiciones de la sociedad que pretende ser emisora.

vi) La confianza de los inversionistas no está depositada en la rigidez o exigencia del mercado de valores, sino en la calidad y experiencia del asesor designado (*nominated advisor o nomad*).

vii) Existe una gran participación de inversionistas institucionales y de inversionistas con alta capacidad económica y experiencia en inversiones, por lo que a veces se dice que es un mercado *junior* para inversionistas *senior*.[271]

Este último punto, deja claro que serán los asesores y los que manejan el capital de quien depende la vida de un mercado de ésta naturaleza, a eso obedece su nombre, como lo destaqué con anterioridad "mercado de inversión alternativa".

Uno de los hechos observados especialmente en el intento de un mercado para la mediana empresa en 1993 en México, fue precisamente que todo quedó en manos del emisor y no se involucró adecuadamente a los dueños del capital y por supuesto faltó la adecuada tutoría y asistencia de terceros a los emisores, que creo que es donde está la clave del éxito en el desarrollo de un mercado de valores para la mediana empresa.

En la parte de asistencia y asesoría, se requiere de un grupo multidisciplinario en aspectos contables, jurídicos, económico-financieros y de

[271] "A Guide to AIM, London Stock Exchange". En http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf
Consultada el 25 de noviembre de 2013 (trad. nuestra).

banca de inversión, que deben estar de manera permanente asistiendo a la empresa, mientras logra su emancipación. Lo difícil será determinar cuándo será el momento en que las empresas logran su autonomía. La experiencia refiere que la cercanía a la empresa pública debe ser permanente tanto de asesores como de autoridades.

VI.VI Los Instrumentos del Mercado de Valores Mexicano para las Empresas Medianas

VI.VI.I Los Antecedentes

El 3 de julio de 2008, una empresa que se dedica a la agricultura y ganadería de nombre Agropecuaria Santa Genoveva, S.A.P.I. de C.V., fue la primera en emitir títulos valor por 1,650 millones de pesos a través de certificados bursátiles emitidos por un fiduciario (BBVA Bancomer, S.A. Institución de Banca Múltiple).

Esta empresa que se dedica fundamentalmente a plantar árboles de teca, cedro y caoba, utilizó los recursos obtenidos del mercado de valores para financiar su plan de negocios y hacer crecer su operación de 1,200 hectáreas de explotación forestal al año, hasta llegar 19,560 hectáreas en las próximas dos décadas a partir de su emisión.

La emisión fue dirigida principalmente a inversionistas institucionales, en específico a sociedades de inversión especializada en fondos de ahorros para el retiro y fue posible gracias a una modificación a la regulación aplicable a su régimen de inversión. La Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar), modificó la Circular Consar 15-20, mediante publicación en el Diario Oficial de la Federación el 1 de agosto de 2007, en la parte relativa a las reglas generales que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro.

Como consecuencia de esa modificación, la Consar autorizó la inversión por parte de dichas sociedades en instrumentos específicos, entre los que se encuentran los estructurados y emitidos por Agropecuaria Santa Genoveva,

S.A.P.I. de C.V., con el fin de diversificar y ampliar los esquemas de inversión de las sociedades especializadas en fondos para el retiro.

A partir de ese momento se definieron los instrumentos estructurados, como los valores que garanticen su valor nominal al vencimiento, y cuyo rendimiento parcial o total se vincule a activos subyacentes fideicomitidos que otorguen derechos sobre sus frutos y/o productos y que cuenten con las características que se señalan en el Anexo "L" de la Circular 15-20, referida.

La definición y requisitos de los instrumentos han tenido diversas modificaciones desde 2007, ya que hubo confusión para determinar si eran considerados instrumentos de capital o de deuda. Esta confusión es clara en la emisión de Agropecuaria Santa Genoveva, S.A.P.I. de C.V. Se afirma en el prospecto de emisión que es un instrumento de deuda, cuando en el mismo se señalan ciertos derechos de propiedad y del producto de la venta de ciertos bienes en determinadas circunstancias y la obligación de pago está condicionada a que haya recursos (Ver numerales 2.5 y 3.1. del Prospecto de Emisión).[272]

La emisión referida materializó la posibilidad de que ciertas empresas mexicanas tuvieran la oportunidad de financiamiento, mediante la utilización de recursos de inversionistas institucionales que derivan de fondos para el retiro y puso en la agenda de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) la importancia de regular dicho fenómeno.

La CNBV consideró que, el retorno de la inversión en las emisiones de certificados bursátiles por parte de instituciones fiduciarias cuyo objetivo era el desarrollo de ciertas actividades o realización de proyectos específicos, dependía directamente del desempeño de las sociedades y de los resultados de esos proyectos en los que se invirtiera, por lo que se debía contar con una regulación tendiente, entre otras cosas, a establecer un régimen de gobierno corporativo para las sociedades promovidas, respecto de las cuales el fideicomiso emisor invirtiera o adquiriera títulos representativos de su capital. Esta preocupación la insertó en los considerandos de la "Resolución que Modifica las Disposiciones de

[272] "Prospecto de Emisión Agropecuaria Santa Genoveva, S.A.P.I. de C.V." En http://www.bancomer.com/siabinternet/Repositorio/import/doctos/analisis/00007148.pdf Consultado el 26 de noviembre de 2013.

Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores", publicada en el Diario Oficial de la Federación el 22 de julio de 2009, que a continuación transcribo en su integridad dada su importancia:

"…CONSIDERANDO

Que en atención al constante desarrollo y dinamismo del mercado de valores, se han presentado ***títulos fiduciarios*** *con características particulares,* ***que tienen por objeto obtener recursos del gran público inversionista con el fin de destinarlos a la inversión que permite el desarrollo de actividades o la realización de proyectos de una o varias sociedades o bien, la adquisición de títulos representativos de su capital social****;*

Que dada la coyuntura actual, la inversión a través de estos títulos fiduciarios que permite el desarrollo de actividades o la realización de proyectos de sociedades, inclusive de nueva creación, ***podría constituir un mecanismo para fomentar el desarrollo de la economía nacional, incentivar la creación de empleos, así como disminuir los efectos de la crisis económica*** *que se ha presentado a nivel mundial;*

Que ***los referidos títulos fiduciarios, en virtud de no consignar la obligación de pagar una suma de dinero por concepto de principal y, en su caso, intereses, permite asemejarlos por sus características en cuanto al comportamiento del riesgo a instrumentos de capital y no a los de deuda****, toda vez que los activos, bienes o derechos afectos al fideicomiso de emisión, generan la expectativa de percibir ingresos, variables, inciertos y no garantizados, que únicamente se obtendrán del éxito de las inversiones efectuadas;*

Que aunado a lo anterior, ***las sociedades respecto de las cuales el fideicomiso de emisión invierta o adquiera títulos representativos de su capital social no cuentan con un régimen de gobierno***

corporativo similar o semejante al previsto en la Ley del Mercado de Valores *aplicable a las sociedades anónimas bursátiles o sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil, que otorgue derechos a los accionistas minoritarios;*

Que no existe obligación de pago del principal ni de los intereses respecto de estos títulos fiduciarios, toda vez ***que los recursos obtenidos de la colocación de estos valores se destinan a financiar o invertir en sociedades o proyectos, incluso de nueva creación, por lo que el producto de la inversión en dichos títulos depende precisamente del desempeño de las sociedades o proyectos en los que se invierta o se financie****;*

Que la Ley del Mercado de Valores faculta a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para establecer mediante disposiciones de carácter general, los aspectos mínimos que deberán observar las emisoras de valores respecto de su actividad y participación en el mercado de valores, que sean congruentes con los intereses de sus inversionistas. ***En tal virtud, resulta necesario determinar las políticas y lineamientos mínimos que las emisoras de los títulos fiduciarios antes referidos deberán seguir para la colocación y la revelación de información de los mismos****. Lo anterior, atendiendo a los riesgos inherentes a estos valores y, en general, a las actividades o proyectos de las sociedades respecto de las cuales el fideicomiso invierta o adquiera títulos representativos de su capital social.* ***De esta forma, dichas políticas pretenden regular la mejor actuación de las emisoras de los mencionados títulos fiduciarios en el mercado de valores, en protección de los intereses de los inversionistas que los adquieran;***

Que atento a lo anterior, la colocación en oferta pública de los títulos fiduciarios podría resultar en una inversión de riesgo por lo que ***resulta conveniente robustecer los requisitos para obtener la autorización de la oferta pública de estos valores.*** *Asimismo,* ***es necesario***

fortalecer los mecanismos para la divulgación de información relativa a dichos títulos, así como el comportamiento de las sociedades o proyectos respecto de los cuales el fideicomiso invierte o adquiere títulos representativos de su capital social, incluyendo la revelación sobre la carencia de gobierno corporativo en términos de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores*.*

Igualmente, y en protección de los intereses del público inversionista es importante determinar la información que los emisores de estos valores deberán revelar, incluyendo las características de los títulos fiduciarios, así como sus riesgos; que ***no contarán con un dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión, expedido por una institución calificadora de valores; el plan de negocios y el calendario de inversiones conforme a los cuales se realizarán las inversiones, desinversiones, o adquisiciones; la forma y términos en que los títulos fiduciarios se valuarán, estableciendo la obligación de efectuar dicha valuación por un tercero independiente, entre otros;*** *y que el gran público inversionista podrá adquirir estos títulos fiduciarios por lo que es conveniente que manifiesten expresamente que conocen los riesgos derivados de dichos valores, previo a su adquisición, ha resuelto expedir la siguiente…"*[273]

(Énfasis añadido por nosotros)

El Considerando transcrito resulta especialmente trascendente. Aquí está plasmada la doctrina de una nueva figura jurídica que ha resultado sumamente útil. En nuestra opinión, es lo mejor que se ha creado en el mercado de valores desde el punto de vista jurídico y de negocios en los últimos treinta años para desarrollar el mercado de valores. Hay mucho que avanzar y corregir, pero los primeros pasos se han dado. Mientras escribimos este texto (noviembre de 2013), en los recintos legislativos se está discutiendo la llamada Reforma

[273] "Resolución que Modifica las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores", publicada en el *Diario Oficial de la Federación* el 22 de julio de 2009.

Financiera que incorpora diversas propuestas para treinta y cuatro leyes, en las que se ventila el tema de los títulos valor a comentario.

La CNBV, reguló así la emisión de títulos fiduciarios, a partir de la modificación a las Disposiciones referidas, en su artículo 7, fracción II, inciso c), el 22 de julio de 2009, que consideramos tiene aspectos de carácter técnico que merecen algunos comentarios:

1.- Se creó un título valor mediante disposiciones de carácter administrativo. Este hecho no viola ningún precepto legal y lo hemos visto en el pasado, pero no es lo técnicamente recomendable, dada su trascendencia, efectos legales y económicos.

Solo destacar que cada día la ley y la doctrina de los títulos de crédito de los últimos cincuenta años, no atino el término adecuado, para calificar: si va evolucionando, va cambiando, se va extinguiendo, se va deteriorando o realmente se va enriqueciendo.

Desde el nombre, los que conocimos los títulos de crédito hace muchos años, ahora nos los presentan como títulos valor, títulos cambiarios, títulos corporativos, títulos representativos de otros, títulos en masa o en serie, títulos fiduciarios, títulos únicos o múltiples, valores mobiliarios, entre otras muchas ideas de cambio de nombre y en otros de cambio de estructura.

Creemos que tanto la autoridad administrativa como los legisladores y los usos y prácticas en negocios internacionales o globalizados, han confundido, se han confundido y/o nos han confundido y han logrado permear cierta semántica que ataca la precisión que caracteriza a los títulos de crédito, pero en especial a su característica más connotada la "literalidad".

Entré con todo propósito a este juego de palabras, para explicar lo que percibo, para demostrar qué fácil es complicar todo. Nuestra sugerencia es que resulta necesario simplificar todo esto.

No tenemos la menor duda de que la intención en todos los casos al crear algo nuevo en la normativa, está dirigida a solidificar la estructura legal de ciertos actos o documentos para tutelar y garantizar mejor los derechos ellos insertos.

Creemos que hemos llegado a un nivel que destruye la precisión en la descripción de derechos contenidos en los títulos de crédito, pero sobre todo, creemos que se ha destruido la posibilidad de ejecución. Se abandonó la realidad procesal, la del foro que no tengo la menor duda que se verá en serios problemas para ejecutar y los emisores tendrán mil posibilidades de eludir su responsabilidad. Lo peor es que quienes terminarán sin recursos son los fondos de pensiones, o se esfumarán capitales constituidos *ex - profeso* por aseguradoras, afianzadoras, entre otros inversionistas institucionales. Tenemos que apelar a la seguridad jurídica, a la simplicidad y transparencia de las operaciones del mercado como ya comentamos en capítulos anteriores.

2.- El Considerando transcrito es contundente al señalar que "…los activos, bienes o derechos afectos al fideicomiso de emisión, generan la expectativa de percibir ingresos, variables, inciertos y no garantizados, que únicamente se obtendrán del éxito de las inversiones efectuadas". Sin embargo, las disposiciones de carácter administrativo a la fecha (noviembre de 2013), aun no precisan con claridad si es un instrumento de deuda o de capital. Los efectos y requisitos en uno y otro caso cambian en términos de la regulación. A manera de ejemplo, ¿tenemos o no la necesidad de tener un dictamen de una calificadora de valores? ¿dónde debe quedar listado el título? También debemos saberlo para cumplir con los requisitos que las disposiciones administrativas imponen en cada caso.

3.- Son títulos valor diferente a los establecidos por el artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, otorgan a sus tenedores derechos distintos. Seguimos viendo también en este tipo de títulos una evolución de los certificados de participación ordinarios amortizables y no amortizables que regula la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. Esta afirmación se hace el 21 de noviembre de 2013. Sabemos que hay una iniciativa que reforma, modifica y adiciona la Ley del Mercado de Valores en el Titulo Tercero, relativo al certificado bursátil que aún no es derecho positivo.

4.- Vemos en estos instrumentos una gama de facultades en favor de los distintos participantes, que se materializan con la administración, control y

ejercicio de los recursos obtenidos del público inversionista, a través de órganos creados *ex-profeso*, que reciben la responsabilidad de su manejo junto con la institución fiduciaria.

5.- En un principio se crearon para canalizar recursos a las empresas para sus proyectos de expansión, pero han evolucionado y se han materializado en empresas en toda la extensión de la palabra. Basta ver los proyectos de fideicomisos de bienes raíces, denominados FIBRAS, por sus siglas.

6.- De las 17 modificaciones que han tenido las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores, desde 2003, a noviembre de 2013, las de 22 de julio de 2009, 29 de diciembre de 2009, 10 de diciembre de 2010, 27 de julio de 2011, 30 de abril de 2013 15 de julio de 2013 y 30 de enero de 2014, se refieren a títulos fiduciarios. De una u otra forma, apreciamos que estas modificaciones van buscando el perfeccionamiento de los títulos fiduciarios. Aquí lo grave es que estamos cayendo en la sobreregulación al querer prever todos los supuestos. Eso no va a ser posible, por la razón antes comentada, se trata de instrumentos en evolución constante.

La Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V., también hizo lo que le correspondía al ajustar su Reglamento Interior y regular tres tipos de instrumentos: los del numeral 4.002 que tiene siete secciones, pero la Sección I, VI y VII, se refieren a títulos emitidos por un fideicomiso. En la Sección I, se refiere a los títulos de crédito representativos de capital, incluyendo los de las sociedades anónimas promotoras de inversión y patrimonios en fideicomiso en la Sección VI, se refiere a los instrumentos de capital de desarrollo y en la Sección VII se refiere a las FIBRAS. A los certificados de capital de desarrollo, también conocidos como “CKDs”, los clasificó en: “A”, aquellos que están dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o la adquisición de bienes o derechos sobre flujos de varias sociedades, y “B” a aquellos dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o a la adquisición de bienes o derechos sobre flujos de una sola sociedad.

Creemos que aquí cabe un esfuerzo importante para armonizar los requerimientos de la Circular Única de Emisoras y el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.

7.- Algunos de los fideicomisos mencionados en el numeral anterior se han creado como estructuras paralelas a las empresas. Creemos que no es lo idóneo. Aun así, si esto implica una oportunidad para que empresas medianas con proyectos específicos atractivos y con potencial de crecimiento, para que puedan allegarse de fondos del público inversionista, es un gran avance y representan una oportunidad para fomentar la inversión en el capital de empresas medianas, mediante estructuras de esta naturaleza, que no son otra cosa que la forma en que se han instrumentado los fondos privados de capital en México, que ya existían en otros países desde hace tiempo.

8.- Cabe señalar que los inversionistas institucionales han tenido una gran participación en las colocaciones de éste tipo de instrumentos, que sin ser su objeto principal han fomentado el acceso de empresas medianas al mercado de valores.

La tendencia hacia estos esquemas de financiamiento a la mediana empresa es un fenómeno internacional que no va a parar, si pretendemos crear empleos, crecimiento y desarrollo en nuestro país. Hemos podido constatar que en el desarrollo de mercados intermedios siempre asiste un participante muy importante que es el inversionista institucional, quien por su capacidad para analizar proyectos de inversión, el largo plazo de sus inversiones y el profesionalismo de las personas que dan seguimiento a las inversiones, permiten reaccionar ante situaciones previsibles y son vigilantes continuos de quienes tienen los recursos de sus inversiones.

Podemos señalar que lo expuesto se ha materializado gracias a que se han alineado: a) la participación de las autoridades financieras para fomentar el crecimiento del mercado de capitales; b) participación de inversionistas institucionales en colocaciones de un tamaño mediano, y c) la voluntad de las empresas medianas dispuestas a adoptar gobierno corporativo y dejar atrás sus estructuras familiares.

Manteniendo alineados a los actores del mercado de valores, referidos con anterioridad, no tenemos duda de que se podrá llegar a la consolidación del mercado intermedio de valores. Las empresas medianas siguen en la búsqueda de fondos del mercado de valores desarrollando sus proyectos de expansión y poniéndolos en la mesa para hacerlos atractivos a terceros, en espera siempre de una oportunidad de financiamiento para materializarlos.

Huelga mencionar que a finales de noviembre de 2013, se aprobó en los recintos legislativos la denominada Reforma Financiera, que reforma, adiciona y modifica entre otras la Ley de Sociedades de Inversión, incluyendo el cambio de denominación para quedar ahora como Ley de Fondos de Inversión. Asimismo, se modificó la Ley del Mercado de Valores, bajo las siguientes premisas:

- Se detallan las características y el marco de administración, objeto y transparencia de los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo, inmobiliarios o indizados.
- Se introduce la precisión para exceptuar el uso de palabras reservadas a los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo, inmobiliarios o indizados.
- En cada caso deberá hacerse la distinción atendiendo a las opciones que la sofisticación y capacidad de inversión de los inversionistas de este perfil tengan.

Conforme a la iniciativa y el dictamen del Senado de la República de veintiséis de noviembre de dos mil trece, esta propuesta genera mecanismos para fomentar el desarrollo de la economía nacional e incentivar la creación de empleos, ambos con impacto inmediato. Apreciamos que se corrigen imprecisiones, se llenan lagunas y se introducen disposiciones que dan el marco jurídico a los certificados bursátiles fiduciarios, que se encontraban dispersas en un número importante de disposiciones administrativas que se reúnen básicamente en los dos ordenamientos citados.

VI.VI.II La estructura de los instrumentos del Mercado de Valores

Los instrumentos utilizados para canalizar recursos del mercado de valores a la mediana empresa utilizados con más frecuencia en los últimos años, han sido fideicomisos creados *ad-oc* que se convierten en emisores de certificados bursátiles o de participación, procurando estructuras a efecto de adecuarlas a las necesidades de cada receptor final de los recursos.

Vimos con anterioridad la forma en que fueron surgiendo las nuevas figuras jurídicas y las estructuras que se han venido utilizando para su formalización. Es frecuente encontrar demasiada complejidad, que al final del día desdibuja la claridad y transparencia con que deben establecerse las relaciones jurídicas de los participantes, que al final se convierte en obstáculo para exigir de cada quien lo que le corresponde.

En primera instancia reconocemos que todos los cambios en el sistema de pensiones permitieron generar ahorro interno y las administradoras de fondos algo tenían que hacer con su liquidez. Resulta plausible que esos recursos se utilicen para el desarrollo económico del país, y así se han ido flexibilizando los regímenes de inversión de esas sociedades administradoras de fondos para el retiro. Sin embargo, no podemos perder de vista quien está detrás de esos recursos.

Se trata nada menos que de entidades financiera personas morales, que materializan sus decisiones por conducto de sus representantes en lo individual o en forma colegiada.

Hemos sido testigos en nuestra trayectoria profesional, respecto de la forma en que se toman las decisiones de inversión. Sin particularizar ninguna situación, observamos que pueden generarse mayores fortalezas para el cuidado de esos recursos, en donde la responsabilidad esté claramente señalada y sea asumida a cabalidad.

En diversa ocasión hemos sido testigos en reuniones de la forma en que arman su libro (así se denomina a los esfuerzos de venta para conformar una lista de potenciales adquirentes de los valores a emitir, previo a una oferta pública). En esas reuniones representantes de inversionistas reciben información y se generan los primeros compromisos para suscribir la emisión que corresponda. Creemos

que la forma de mercadear en esos foros debe tener controles adecuados para que las personas que representan a inversionistas institucionales tomen decisiones informadas, debidamente legitimadas por los órganos colegiados competentes ya que en ellas van los intereses y ahorros de miles de trabajadores.

No nos preocupa que se inviertan los recursos de ahorro para el retiro o capitales constituidos de aseguradoras en determinada emisora, nos aflige la forma en que se hace. Creemos que es altamente probable que las personas que toman decisiones de inversión de cuantiosos recursos de muchos mexicanos, dada la complejidad de las operaciones, los derechos que tiene su representada como inversionista, su forma de ejercicio en muchas ocasiones no son entendidos en su integridad. Nos queda la esperanza de que esas decisiones hayan sido debidamente autorizadas por los órganos competentes de sus representadas de manera adecuada.

Estamos altamente convencidos de que la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, no cuenta con el personal suficiente, para revisar en qué y cómo invierten los ahorros de los mexicanos para su retiro, con el detalle, profundidad e integridad que requieren.

El sistema financiero mexicano, festejó aquella modificación a la Circular Consar 15-20. Ahora nos gustaría se trabajara de la misma forma en la protección de los derechos de los inversionistas que somos la inmensa mayoría de mexicanos económicamente activos en la economía formal y de la misma forma se festejara.

Mencionamos en el numeral anterior la emisión de Agropecuaria Santa Genoveva, S.A.P.I. de C.V., como el primer ejercicio realizado después de la publicación de la Ley del Mercado de Valores. En el prospecto de emisión describen la operación en el punto 2.2., de la siguiente forma:

> *"…**El propósito de la presente operación es financiar el Plan de Negocios del Fideicomitente**, esto es, financiar las operaciones de explotación forestal del Fideicomitente de conformidad con lo previsto en los Documentos de la Operación, mediante la emisión de (XXX))*

Certificados Bursátiles de la presente Emisión. Para lograr lo anterior, el Fideicomitente transmitirá al Fiduciario la titularidad del Instrumento de Deuda y los Activos Forestales Fideicomitidos, a cambio de una contraprestación que el propio Fiduciario pagará con los recursos que se obtengan del público inversionista por la oferta y colocación de los Certificados Bursátiles...” [274]

Luego en el numeral 2.5 del prospecto, respecto de los certificados bursátiles emitidos se dice:

“…De conformidad con los títulos que amparan a los Certificados Bursátiles, ***el Fiduciario está obligado a amortizar los Certificados Bursátiles en la Fecha de Pago Parcial del Principal correspondiente y en la Fecha de Vencimiento****. Por lo tanto, el Fiduciario sólo puede incurrir en incumplimiento de pago si en la Fecha de Pago Parcial del Principal no cubre el monto de Amortización Parcial del Principal o bien, si en la Fecha de Vencimiento no cubre íntegramente el saldo insoluto del principal de los Certificados Bursátiles...”*

Por otra parte en el numeral 2.6 del prospecto, respecto de los certificados bursátiles emitidos se menciona:

“…En términos de los títulos que amparan a los Certificados Bursátiles, los Tenedores tiene derecho a recibir, en cada Fecha de Pago, las Distribuciones Forestales, esto es, una cantidad equivalente a la suma de (i) el 40% (cuarenta por ciento) de todos los Ingresos Forestales que sean depositados en la Cuenta de Cobranza durante el Periodo de Cobranza correspondiente, más (ii) en su caso los pagos que reciba el Fiduciario en su calidad de beneficiario del Seguro, más (iii) los rendimientos generados por las Inversiones Permitidas

[274] “Prospecto de colocación definitivo Santa Genoveva, S.A.P.I. de C.V.”, *op. cit.*

correspondientes a la Cuenta de Cobranza durante dicho Periodo de Cobranza.

Los inversionistas deben tomar en cuenta que el Fiduciario no tiene obligación alguna de hacer pagos de Distribuciones Forestales si no recibe depósitos en la Cuenta de Cobranza. *Por lo tanto, el Fiduciario no puede incurrir en incumplimiento de pago por no efectuar pagos de Distribuciones Forestales, salvo por el caso en que sí hubiese recibido Ingresos Forestales en la Cuenta de Cobranza y, no obstante, haya incumplido con su obligación de distribuirlos conforme al Contrato de Fideicomiso...".*[275]

En forma muy rápida y simple en unos párrafos, podemos ver que la estructura de la emisión no resiste el menor análisis de carácter técnico jurídico respecto de los títulos emitidos, por lo siguiente:

1.- El destino de los recursos captados fue financiar un plan de negocios de una empresa forestal. Al no referir una contraprestación relacionada con el mismo se erige en una simple declaración unilateral de la empresa al fideicomiso. No hay relación jurídica directa entre el inversionista y la empresa ya que el emisor es un fideicomiso.

2.- Los títulos emitidos fueron certificados bursátiles por parte de un fideicomiso y no por parte de la sociedad receptora final de los recursos, que es quien debe ejecutar el plan de negocios y principal obligado para ejecutar ciertas conductas. Vemos difícil que un tenedor de certificados bursátiles ante el incumplimiento de alguno de los participantes pueda obligar a Agropecuaria Santa Genoveva, S.A.P.I., de C.V., y al mismo fideicomiso, al cumplimiento de sus fines y obligar a materializarlos en caso de incumplimiento.

3.- Los títulos dan derecho al principal, accesorios y al producto de la explotación de un patrimonio fideicomitido, entre otros, según el prospecto. En esta parte surge la confusión de si es un instrumento de deuda y/o de capital. La observación no se da en el sentido de que debe ser uno u otro, ya que en efecto

[275] *Idem.*

el título puede prever los derechos mencionados. El problema es qué tipo de información debe proveer el fideicomiso emisor, la de un título de deuda o de capital, debe permitir en primera instancia ante el incumplimiento ejecutarlo y exigir su cumplimiento, pero desafortunadamente, tal como se encuentra plasmado en los documentos que lo formalizan no se ve sencillo lograr su ejecución.

Si todo sale mal, la pregunta es, ¿qué y cómo exigimos los derechos del inversionista? y la siguiente pregunta obligada es ¿cuál debe ser nuestro documento base de la acción?

Una respuesta simple; el certificado bursátil en sí mismo no es suficiente para exigir los derechos dispersos en varios documentos en los que se encuentran insertos. Es decir, su autonomía, literalidad, abstracción e incorporación estarían en entredicho.

El prospecto, el plan de negocios, el fideicomiso y el título suman un número importante de hojas y en unos cuantos párrafos solo del prospecto, podemos detectar que la estructura de esta operación es frágil. Luego, no estamos protegiendo desde el punto de vista jurídico de manera adecuada a nuestros inversionistas.

A los responsables de crear la normativa a que me he referido y a los abogados que diseñan estas estructuras, nada mal les haría recordar el marco teórico-jurídico de los títulos de crédito, sobre todo su génesis y sus aspectos procesales.

El maestro Jorge Barrera Graf opina que la designación de título de crédito no comprende todos los instrumentos que define el artículo 5° de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, ya que como vimos algunos incorporan derechos de crédito, otros derechos reales, algunos más que generan derechos corporativos y otros de disponer de mercaderías e inclusive otros que engloban múltiples.

En cuanto a la abstracción como característica de los títulos de crédito, menciona que no son documentos rígidos, ni dogmáticos, pese a la definición del referido artículo 5 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. Sigue

explicando el maestro Barrera Graf, que existen en el Derecho Mexicano documentos no literales, no necesarios, no autónomos que se rigen por principios de la ley cambiaria y los bursátiles nunca son documentos abstractos. Sigue señalando que la legitimación en los bursátiles no necesariamente deriva del título, ni de los documentos causales, sino que deriva de su depósito en la institución para el depósito de valores que corresponda y las inscripciones en los libros y cuentas que lleve. [276]

El Doctor Carlos Dávalos comenta en relación a los derechos de los títulos de crédito:

- De acuerdo a la característica de incorporación de estos instrumentos se indica de mejor manera el papel que representa y el derecho que genera.
- Cuando se clarifica el derecho protegido se genera mayor confianza y claridad en el cumplimiento de la obligación que se ve respaldada a su vez por lo que dice la ley.
- La característica de la literalidad al ser de trascendencia especial desde el punto de vista conceptual y lingüístico reafirma el contenido del concepto título valor.[277]

Los títulos valor por sus efectos negociables tanto derivados de la ley como de la doctrina permiten localizar de manera clara la esencia y confianza de lo que representa un título, de la conducta que el deudor debe realizar (dar, hacer o no hacer), su origen, la institución o instituciones jurídicas que lo envuelven y sus consecuencias legales secundarias dado el potencial carácter de causalidad que en muchas ocasiones trae aparejada el título valor.

Podemos apreciar lo importante que resultan estas dos opiniones tan calificadas aunque no contestes.

Creemos que la literalidad, la abstracción y la incorporación en materia de títulos valor emitidos en el mercado de valores y en especial los recién

[276] Barrera Graf, Jorge, *Temas de Derecho Mercantil*, *op. cit.,* pp. 124-126.
[277] Dávalos Mejía Carlos Felipe, *Títulos y Operaciones de Crédito*, Oxford, 3ª Ed. México, 2006, pp. 68-69.

desarrollados títulos fiduciarios, requieren de un ejercicio de revisión profunda para evitar lagunas, antinomias, incongruencias y contradicciones, entre la legislación de títulos de crédito y la legislación del mercado de valores.

La propuesta concreta es que si la doctrina y la legislación han despojado de sus características a los títulos de crédito, en específico los títulos valor de los que se emiten en el mercado de valores, hecho que no califico de malo o bueno, pero entonces, es necesario ver que se hace con los artículos 5 y 22 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, sobre todo desde un enfoque procesal al momento de su ejecución.

VI.VI.III Los Títulos Fiduciarios Creados en 2009

Ya dimos cuenta de los acontecimientos cronológicos relativos a la creación de los títulos fiduciarios por parte de la CNBV, a partir de la modificación a las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores, del 22 de julio de 2009, en específico a su artículo 7, fracción II, inciso c). En esa fecha:

1.- Se creó un título valor mediante disposiciones de carácter administrativo, que da derecho a participar en una parte de los frutos o rendimientos, bienes o derechos o de la venta de un patrimonio fideicomitido, hasta el valor residual de los mismos, con el objeto de destinarlos a la inversión que permita el desarrollo de actividades o la realización de proyectos de una o varias sociedades o bien la adquisición de títulos representativos de capital social.

En adelante los numerales del artículo a comentario, dan cuenta de un importante número de obligaciones de hacer de suma importancia, que deben asumir tenedores, fiduciario, comité técnico, administrador del patrimonio (nuevo participante en términos de la regulación) y la empresa apoyada, para canalizar los recursos del público inversionista.

2.- El Comité técnico del fideicomiso en este caso se deberá estructurar con un componente importante de gobierno corporativo, de acuerdo a las prácticas establecidas para las empresas.

3.- La estructura de los fideicomisos emisores, deben establecer diversas relaciones y obligaciones con la o las empresas a quienes se canalizarán los recursos captados.

4.- Se incorporan obligaciones a los accionistas de las empresas apoyadas, para que modifiquen en determinado sentido sus estatutos para otorgar ciertos derechos al fideicomiso de que se trate.

5.- Se incorporan un número importante de obligaciones a las bolsas de valores, relativos a la inscripción y negociación de estos títulos.

Podemos observar nuevamente, que la estructura prevista en las disposiciones a comentario, siendo materializable, el nivel de complejidad que se ha agregado la hace inejecutable, si se considera que la ejecutabilidad es la prueba preconstituída o preexistente de la acción que se ejercita, demuestra la existencia de la acción procesal en torno a la cual se deducirá la totalidad del procedimiento. Lo anterior ha sido materia de diverso precedente judicial, como los que se transcriben y que han sido el criterio seguido por los Tribunales Federales:

"…TÍTULOS EJECUTIVOS, SON PRUEBA PRECONSTITUIDA.- Los documentos a los que la ley concede el carácter de títulos ejecutivos, constituyen una prueba preconstituida de la acción."

Apéndice 1988 del Semanario Judicial de la Federación. Tomo II. Suprema Corte de Justicia de la Nación. Tercera Sala. Tesis jurisprudencial 1962. Pág. 3175.

"VÍA EJECUTIVA. ELEMENTOS PARA SU PROCEDENCIA.- Para la procedencia de la vía ejecutiva no basta que el documento sea público, o que siendo privado haya sido reconocido ante notario o ante una autoridad judicial, sino que es menester que la deuda que en él se consigne sea cierta, exigible y líquida, esto es, cierta en su existencia y en su importe y de plazo cumplido, por lo que no se

puede despachar la ejecución cuando el título no es ejecutivo por no contener en sí la prueba preconstituida de esos tres elementos."
Semanario Judicial de la Federación. Octava Época. Tomo X. Diciembre de 1992. Tribunales Colegiados de Circuito. Pág. 383..."

Creemos que quienes diseñan estas estructuras de manera adicional a las opiniones legales que suscriben en términos de ley en cada emisión, deberían emitir un dictamen de ejecutabilidad de los derechos insertos en los títulos fiduciarios. No solo eso, ante la imposibilidad jurídica de materializar esos derechos, debería haber alguna responsabilidad.

Nuevamente, afirmamos que los derechos de los inversionistas en el caso de los títulos fiduciarios no están debidamente protegidos.

No dejamos de reconocer que algunas empresas medianas se han visto favorecidas con estos recursos, pero creemos que hay que trabajar en la simplificación de las estructuras jurídico-financieras de los títulos fiduciarios, tanto en su regulación como en su montaje para que su exigibilidad en forma coercible sea procesalmente viable.

Como referimos con anterioridad, una serie de reformas, modificaciones y adiciones a la Ley del Mercado de Valores entre otras, fueron aprobadas en Comisiones en el Senado de la República el 27 de noviembre de 2013, y publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 10 de enero de 2014.

Hemos elaborado un cuadro comparativo de los dispositivos legales relativos al certificado bursátil fiduciario regulado en la Ley del Mercado de Valores, así como nuestros comentarios:

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
Artículo 62.- Los certificados bursátiles son títulos de crédito que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de personas morales o de un patrimonio afecto en fideicomiso. Dichos certificados podrán ser preferentes o subordinados o incluso tener distinta prelación.	**Artículo 62.-** Los certificados bursátiles son títulos de crédito que representan: **I. La participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de personas morales, o** **II. Alguno o algunos de los derechos a que se refiere el artículo 63 de esta Ley respecto de un patrimonio afecto en fideicomiso.** **Dichos certificados podrán ser preferentes o subordinados e incluso tener distinta prelación en el derecho al cobro entre sus tenedores, y podrán ser emitidos mediante declaración unilateral de la voluntad.** ***Comentario.-*** *Creemos que el legislador intenta subsanar la imprecisión ya comentada para distinguir derechos de crédito de otros derechos que pueden consignar los certificados bursátiles. Por esa razón divide en dos fracciones el tipo de derechos que pueden representar los títulos de crédito denominados certificados bursátiles.*
Artículo 63.- Los certificados bursátiles podrán emitirse mediante fideicomiso irrevocable cuyo patrimonio afecto podrá quedar constituido, en su caso, con el producto de los recursos que se obtengan con motivo de su colocación. Los certificados que al efecto se emitan al amparo de un fideicomiso deberán denominarse "certificados bursátiles fiduciarios". Asimismo, dichos títulos incorporarán y representarán alguno o algunos de los derechos siguientes: I. El derecho a una parte del derecho de propiedad o de la titularidad sobre bienes o derechos afectos en fideicomiso. II. El derecho a una parte de los frutos, rendimientos y, en su caso, al valor residual de los bienes o derechos afectos con ese propósito en fideicomiso. III. El derecho a una parte del producto que resulte de la venta de los bienes o derechos que formen el patrimonio fideicomitido. IV. El derecho de recibir el pago de capital y, en su caso, intereses o cualquier otra cantidad. Únicamente las instituciones de crédito y las casas de bolsa podrán actuar como fiduciarias en fideicomisos cuya finalidad sea la emisión	**Artículo 63.-** … I. a III. … IV. En su caso, el derecho de recibir el pago de capital, intereses o cualquier otra cantidad. Únicamente las instituciones de crédito, casas de bolsa y **sociedades operadoras de sociedades de inversión** podrán actuar como fiduciarias en fideicomisos cuya finalidad sea la emisión de certificados bursátiles. Lo anterior, con independencia de que dichas entidades financieras emitan certificados bursátiles por cuenta propia.

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
de certificados bursátiles. Lo anterior, con independencia de que dichas entidades financieras emitan certificados bursátiles por cuenta propia.	***Comentario.-*** *La fracción cuatro permite inferir el cuidado del legislador de establecer que los certificados bursátiles fiduciarios, no necesariamente dan derechos de crédito en forma exclusiva y eliminan toda posibilidad de controvertir la idoneidad del título.* *Claramente con esta modificación se abre la posibilidad de que un certificado bursátil emitido hasta hoy pueda ser controvertido en cuanto al derecho que generan, a su naturaleza e idoneidad en perjuicio del público inversionista que los mantiene en su patrimonio respecto de si es un título de crédito o no por los derechos que concede.*
	Artículo 63 Bis.-El administrador del patrimonio del fideicomiso que emita certificados bursátiles fiduciarios indizados, tendrá prohibido: **I. Tener algún vínculo con quienes generen** **II. o determinen los índices, activos financieros o parámetros de referencia, y** **II. Mantener la custodia del patrimonio del fideicomiso.** ***Comentario****.- Se introduce en ley la figura del administrador del patrimonio, que ya existía en la regulación administrativa. Creemos que es necesario seguir profundizando en el perfeccionamiento de esta figura, su responsabilidad es enorme y consideramos que se puede convertir en un participante que puede acumular mucho poder y responsabilidad. Sugerimos dispersar mejor entre otras partes esas responsabilidades.*
	Artículo 63 Bis 1.- Los certificados bursátiles fiduciarios: **I. Cuyos <u>recursos</u> de la emisión <u>se destinen a la inversión en acciones, partes sociales o el financiamiento</u> de sociedades mexicanas, ya sea directa o indirectamente, a través de varios vehículos de inversión, <u>adicionarán a su denominación</u> de certificados bursátiles fiduciarios la expresión <u>"de desarrollo".</u>**

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	II. Cuyos recursos de la emisión se destinen a la inversión en inmuebles para su desarrollo, comercialización o administración, en sociedades que lleven a cabo dichas inversiones, o en títulos o derechos de cualquier tipo sobre dichos bienes inmuebles, o una combinación de cualquiera de las anteriores, adicionarán a su denominación de certificados bursátiles fiduciarios la palabra "inmobiliarios". **III. Que representen derechos respecto de valores, bienes, instrumentos financieros derivados u otros activos que busquen replicar el comportamiento de uno o más índices, activos financieros o parámetros de referencia, agregarán a su denominación de certificados bursátiles fiduciarios la palabra "indizados".** **Los certificados bursátiles fiduciarios a que se refieren las fracciones I a III anteriores, que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores, deberán ser listados y negociados a lo largo de las sesiones bursátiles en las bolsas de valores. La Comisión podrá determinar, mediante disposiciones de carácter general, las características de las emisiones de cada uno de dichos certificados bursátiles para efectos de su inscripción en el Registro.** ***Comentario**.- Se hace una clasificación de acuerdo al destino de los recursos de los certificados bursátiles fiduciarios. Ahora habrá que desaparecer u homologar de las disposiciones administrativas de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, del Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. y de las circulares de la CONSAR toda referencia y denominación realizada en el pasado a todos los títulos fiduciarios y deberá unificarse la actual nomenclatura.*

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
Artículo 64.- Los certificados bursátiles deberán contener: I. La mención de ser certificados bursátiles y títulos al portador. II. El lugar y fecha de emisión. III. La denominación de la emisora y su objeto social. Las entidades federativas y municipios únicamente estarán obligados a señalar su denominación. Tratándose de fideicomisos, adicionalmente deberá indicarse el fin para el cual fueron constituidos. IV. El importe de la emisión, número de certificados y, cuando así se prevea, las series que la conforman, el valor nominal de cada uno de ellos, así como la especificación del destino que haya de darse a los recursos que se obtengan con motivo de la emisión. V. El tipo de interés o rendimiento que, en su caso, devengarán. VI. En su caso, el plazo para el pago de capital y de los intereses o rendimientos. VII. Las condiciones y formas de amortización. VIII. El lugar de pago. IX. Las obligaciones de dar, hacer o no hacer de la emisora y, en su caso, del garante o del avalista. X. Las causas y condiciones de vencimiento anticipado, en su caso. XI. La especificación de las garantías que se constituyan para la emisión, en su caso. XII. El nombre y la firma autógrafa del representante o apoderado de la persona moral, quien deberá contar con facultades generales para actos de administración y para suscribir títulos de crédito en los términos de	Artículo 64.- Los certificados bursátiles deberán contener: I. La mención de ser certificados bursátiles, títulos al portador **y su tipo**. II. El lugar y fecha de emisión. III. La denominación de la emisora y su objeto social. Las entidades federativas y municipios únicamente estarán obligados a señalar su denominación. Tratándose de fideicomisos, adicionalmente deberá indicarse el fin para el cual fueron constituidos, **sin que sea necesario incluir el objeto social de la institución fiduciaria.** IV. El importe de la emisión, número de certificados y, cuando así se prevea, las series que la conforman, el valor nominal de cada uno de ellos, así como la especificación del destino que haya de darse a los recursos que se obtengan con motivo de la emisión **o de cada una de sus series**. V. **Los derechos que otorgarán a sus tenedores. Asimismo**, el tipo de interés o rendimiento que, en su caso, devengarán. VI. En su caso, el plazo para el pago de capital y de los intereses o rendimientos. VII. **En su caso**, las condiciones y formas de amortización. VIII. El lugar de pago. IX. Las obligaciones de dar, hacer o no **hacer frente a los tenedores por parte de la emisora y, en su caso**, del garante, del avalista, **del originador, del fideicomitente y de la sociedad que administre el patrimonio del fideicomiso en caso de que exista** X. Las causas y condiciones de vencimiento anticipado, en su caso. XI. La especificación de las garantías que se constituyan para la emisión, en su caso. XII. El nombre y la firma autógrafa del representante o apoderado de la persona moral, quien deberá contar con facultades generales para actos de administración y para suscribir títulos de crédito en los términos de

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
las leyes aplicables, así como para actos de dominio cuando se graven o afecten activos de la sociedad.	las leyes aplicables, así como para actos de dominio cuando se graven o afecten activos de la sociedad, como garantía o fuente de pago de los valores respectivos.
XIII. La firma autógrafa del representante común de los tenedores, haciendo constar su aceptación y declaración de haber comprobado la constitución y existencia de los bienes objeto de las garantías de la emisión, así como sus obligaciones y facultades. ~~La emisión de los certificados bursátiles podrá constar en diferentes series, las cuales conferirán a sus tenedores los derechos que se prevea para cada una de ellas.~~ ~~Los certificados bursátiles podrán llevar cupones adheridos para el pago de intereses y, en su caso, para las amortizaciones parciales, los cuales podrán negociarse por separado. Los títulos podrán amparar uno o más certificados y se mantendrán depositados en alguna de las instituciones para el depósito de valores reguladas en la presente Ley.~~ El tachado es propio para destacar la importancia de la eliminación.	XIII. **En su caso**, la firma autógrafa del representante común de los tenedores, haciendo constar su aceptación y declaración de haber comprobado la constitución y existencia de los bienes objeto de las garantías de la emisión, así como sus obligaciones y facultades. **Este requisito no será necesario en el caso de certificados bursátiles que no deban inscribirse en el Registro**. **XIV. Las facultades de la asamblea de tenedores y, en su caso, de los demás órganos decisorios que se contemplen.** **Lo dispuesto en las fracciones V y XIV deberá cumplirse de conformidad con lo establecido en el artículo 64 Bis 1 de esta Ley.** **La emisión de los certificados bursátiles podrá constar en diferentes series, las cuales conferirán a sus tenedores los derechos que se prevea para cada una de ellas. En todo caso, los tenedores de la misma serie contarán con los mismos derechos.** **Cuando se trate de emisiones de certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo, y se prevea la posibilidad de efectuar las llamadas de capital a que esta Ley se refiere, deberán especificarse los términos y condiciones en que podrán efectuarse, incluyendo los derechos y obligaciones de los tenedores.**

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	En el caso de que un fiduciario lleve a cabo emisiones de dos o más series de certificados bursátiles fiduciarios bajo un mismo fideicomiso, podrá establecerse que los bienes o derechos afectos a las cuentas o subcuentas que correspondan a cada serie solo podrán ser destinados al cumplimiento de las obligaciones de la serie respectiva, sin que puedan ser utilizados para el cumplimiento de obligaciones bajo series distintas aun en el caso de concurso mercantil o quiebra del fideicomiso emisor. **Los certificados bursátiles podrán llevar cupones adheridos para el pago de intereses y, en su caso, para las amortizaciones parciales, los cuales podrán negociarse por separado. Los títulos podrán amparar uno o más certificados y se mantendrán depositados en alguna de las instituciones para el depósito de valores reguladas en la presente Ley.** ***Comentario.-*** *En las primeras fracciones, se sigue reiterando la necesidad de especificar el tipo de derechos que deben tener los certificados bursátiles fiduciarios, dada la enorme confusión creada a la fecha en ese aspecto. A partir de la fracción IX surgen novedades importantes.* *En primera instancia las obligaciones de hacer y no hacer se hacen extensivas a personas sobre quienes no se puede ejercer acción específica derivadas de los títulos de crédito a emitir, es decir acción ejecutiva, por lo que habrá que trabajar de manera cuidadosa en los documentos que formalicen las emisiones, para crear la relación jurídica y legitimación correcta a efecto de poder exigir con puntualidad las obligaciones o los derechos derivados de los certificados fiduciarios, según sea el caso, ante los órganos jurisdiccionales.* *Se aprecia un papel más protagónico de la asamblea de tenedores. Esto no debe generar burocracia, ni la posibilidad de que haya. Deben ayudar, más no deben entorpecer o complicar la administración de las empresas que comparecen a los mercados a financiarse excesos por parte de los tenedores. Vemos que como lo manifestamos con anterioridad se trata prácticamente de estructuras paralelas*

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	Artículo 64 Bis.- Los contratos de fideicomiso para la emisión de los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo, inmobiliarios o indizados, deberán prever la realización de las inversiones en los bienes y derechos a que alude el artículo 63 Bis de esta Ley, según corresponda, así como los términos y condiciones conforme a los cuales se efectuarán tales inversiones. **Tratándose de certificados bursátiles fiduciarios indizados el contrato de fideicomiso deberá establecer que su fin sea la emisión de los valores, así como la inversión en los activos o la realización de operaciones que le permitan replicar un índice, activo financiero o parámetro de referencia, salvo que mediante disposiciones de carácter general la Comisión autorice inversiones diversas.** **En los casos de certificados bursátiles fiduciarios indizados que busquen obtener explícitamente rendimientos mayores a los del índice, activo financiero o parámetro de referencia, se deberá prever la contratación de una sociedad operadora de sociedades de inversión para la administración y el manejo del patrimonio fideicomitido.** ***Comentario.-****Los denominados "tracs"*[278]*, con los que inició Nacional Financiera, S.N.C., hace más de una década para replicar el IPC, tuvieron mucho éxito y se han venido desarrollando en instrumentos diferentes como son los ETFs* [279] *(Exchange Trade*

[278] Objeto de los "tracs".- Tratan de generar rendimientos similares al IPC. Los NAFTRACs tenían como fideicomitente y fiduciaria a NAFIN, ahora es Barkleys Bank. Iniciaron la emisión de certificados de participación no amortizables, cotizados en la BMV. Ahora son certificados bursátiles. Se materializan en unidades mínimas de conversión (paquete que integra acciones del índice y efectivo), pudiendo gozar de recomposición y conversión para estructurar portafolios que se integren con instrumentos que integran el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores u otros índices. No es un instrumento de financiamiento, sino de inversión.

[279] Instrumentos de inversión conformados por títulos de deuda o acciones y que cotizan en mercados de valores de cualquier parte del mundo.

Los ETFs nacen a partir de la existencia de un índice. Los índices son "termómetros" del desempeño de un mercado, sector, país, región, etc., por ejemplo, el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, el NIKKEI de la bolsa de Japón, CAC 40 en Francia. No son sociedades de inversión en el sentido tradicional, sino instrumentos híbridos que combinan características de las acciones y de las sociedades de inversión para ofrecer las ventajas

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	Funds). Esto es el reconocimiento que la regulación hace a sus bondades.
	Artículo 64 Bis 1.- Los documentos de la emisión relativos a emisiones de certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios, según corresponda, que sean inscritos en el Registro deberán establecer las previsiones y derechos mínimos siguientes: **I. La asamblea general de tenedores de certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios deberá reunirse previa convocatoria que realice el fiduciario con al menos diez días de anticipación, a través de las bolsas de valores en donde coticen los certificados bursátiles fiduciarios de que se trate, en términos de las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión.** **Las facultades de la asamblea general de tenedores que a continuación se describen:** **a) Aprobar cambios en el régimen de inversión del patrimonio fideicomitido.** **b) Determinar la remoción de la sociedad que administre el patrimonio del fideicomiso.** **c) Aprobar las operaciones que pretendan realizarse cuando representen el veinte por ciento o más del patrimonio del fideicomiso, con base en cifras correspondientes al cierre del trimestre inmediato anterior, considerando, en su caso, los compromisos de inversión de las llamadas de capital, con independencia de que dichas operaciones se ejecuten de manera simultánea o sucesiva en un periodo de doce meses contados a partir de que se concrete la primera operación, pero que pudieran considerarse como una sola.** **II. Los derechos de los tenedores de los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios siguientes:** **a) Oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales de tenedores, cuando en lo individual o en su conjunto representen el veinte por ciento o más del número de certificados bursátiles fiduciarios**

de ambas. En la actualidad representan aproximadamente el 30 por ciento de la actividad diaria en la BMV. No es un instrumento de financiamiento, es un instrumento de inversión.

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	en circulación, y siempre que los reclamantes no hayan concurrido a la asamblea o hayan dado su voto en contra de la resolución y se presente la demanda correspondiente dentro de los quince días siguientes a la fecha de la adopción de las resoluciones, señalando en dicha demanda la disposición contractual incumplida o el precepto legal infringido y los conceptos de violación. **La ejecución de las resoluciones impugnadas podrá suspenderse por el juez, siempre que los demandantes otorguen fianza bastante para responder de los daños y perjuicios que pudieren causarse al resto de los tenedores por la inejecución de dichas resoluciones, en caso de que la sentencia declare infundada o improcedente la oposición.** **La sentencia que se dicte con motivo de la oposición surtirá efectos respecto de todos los tenedores.** **Todas las oposiciones en contra de una misma resolución, deberán decidirse en una sola sentencia.** **b) Ejercer acciones de responsabilidad en contra de la sociedad que administre el patrimonio del fideicomiso por el incumplimiento a sus obligaciones, cuando en lo individual o en su conjunto representen el quince por ciento o más del número de certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios en circulación.** **Las acciones que tengan por objeto exigir responsabilidad en términos de este artículo, prescribirán en cinco años contados a partir de que se hubiere realizado el acto o hecho que haya causado el daño patrimonial correspondiente.** **c) Designar a un miembro del comité técnico, por la tenencia, individual o en conjunto, de cada diez por ciento del número total de certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios en circulación.** **Tal designación solo podrá revocarse por los demás tenedores cuando a su vez se revoque el nombramiento de todos los integrantes del**

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	comité técnico u órgano equivalente; en este supuesto, las personas sustituidas no podrán ser nombradas durante los doce meses siguientes a la revocación. **d) Solicitar al representante común que convoque a una asamblea general de tenedores, así como que se aplace por una sola vez, por tres días naturales y sin necesidad de nueva convocatoria, la votación de cualquier asunto respecto del cual no se consideren suficientemente informados, cuando en lo individual o en su conjunto representen el diez por ciento o más del número de certificados bursátiles en circulación.** **e) Tener a su disposición de forma gratuita y con al menos diez días naturales de anticipación a la asamblea general de tenedores, en el domicilio que se indique en la convocatoria, la información y documentos relacionados con los puntos del orden del día.** **f) Celebrar convenios para el ejercicio del voto en las asambleas generales de tenedores. En todo caso, deberán notificarlos al fiduciario, incluyendo sus características, dentro de los cinco días hábiles siguientes al de su concertación, para que sean revelados por el propio fiduciario al público inversionista a través de las bolsas de valores en donde coticen los certificados bursátiles fiduciarios de que se trate, en términos de las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión.** **III. El fideicomiso emisor deberá contar con un comité técnico integrado por lo menos con un veinticinco por ciento de miembros independientes.** **Por miembro independiente se entenderá aquella persona que se ajuste a lo previsto en los artículos 24, segundo párrafo y 26 de esta Ley. La independencia se calificará respecto del fideicomitente así como de la sociedad que administre el patrimonio del fideicomiso o a quien se encomienden dichas funciones.** **Igualmente, el documento constitutivo del**

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	fideicomiso emisor y los documentos de la emisión conducentes, deberán prever las facultades del comité técnico a que se refiere la presente fracción. **Los miembros del comité técnico podrán celebrar convenios para ejercer el derecho de voto en sus sesiones.** **Tales convenios y sus características deberán notificarse al fiduciario, dentro de los cinco días hábiles siguientes al de su concertación, para que sean revelados por este último al público inversionista a través de las bolsas de valores en donde coticen los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios de que se trate.** **La Comisión establecerá disposiciones de carácter general para la prevención de conflictos de interés en la resolución de los asuntos del comité técnico.** ***Comentario.-*** *Siguen dotando de facultades a la asamblea de tenedores. Consideramos que se abren oportunidades para judicializar la administración y desarrollo de estos fideicomisos y otros temas bursátiles. Esto no lleva a nada. Los jueces no son peritos en estos temas. Esto no abona a la protección del inversionista en nada* *Las llamadas de capital aparecen reguladas en un escenario de conflicto. No me parece adecuado. Lo mejor es asegurar las aportaciones con un programa más exacto y obligaciones concretas, solo sujetas a condiciones de cumplimiento de esos programas y con los recursos en control de un tercero.*
	Artículo 64 Bis 2.- Las emisiones de certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo que se realicen bajo el mecanismo de llamadas de capital, que se inscriban en el Registro, se harán mediante declaración unilateral de la voluntad. Conforme este mecanismo, los emisores podrán ejercer la opción de requerir a los tenedores, con posterioridad a la colocación de una parte de la emisión, aportaciones adicionales de recursos al patrimonio del fideicomiso para la ejecución de sus fines.

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	El mecanismo de llamadas de capital, implicará la modificación en el número de los títulos y en el monto de la emisión y deberá ajustarse a lo que se estipule en el fideicomiso y en el acta de emisión, de la cual formará parte el título correspondiente. **El fideicomiso y el acta de emisión de los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo que se emitan previendo el mecanismo de llamadas de capital, deberán estipular al menos lo siguiente:** **I. El monto hasta el cual podrían hacerse las llamadas de capital. En ningún caso se podrá ampliar el monto máximo de la emisión cuando el emisor ya haya efectuado alguna llamada de capital, con cargo al patrimonio del fideicomiso, salvo con el consentimiento del setenta y cinco por ciento de los tenedores correspondientes.** **II. La obligación para los tenedores de los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo de realizar una aportación inicial mínima al patrimonio del fideicomiso al momento de la colocación, mediante la adquisición de los certificados. Dicha aportación inicial mínima no podrá ser inferior al veinte por ciento del total que puede alcanzar la emisión.** **III. La mención expresa de que el emisor tiene la opción de efectuar las llamadas de capital.** **IV. Las penas convencionales que el emisor aplicará en caso de que uno o varios tenedores de certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo no cumplan en tiempo y forma con las llamadas de capital, las consecuencias que se generarán sobre los demás tenedores, así como las acciones que el emisor podría ejercer en relación con la llamada de capital de que se trate. Asimismo, deberá precisarse el procedimiento para la modificación de las penas convencionales citadas.** **V. Las demás que establezca la Comisión mediante disposiciones de carácter general.** **El acta de emisión de certificados bursátiles de desarrollo deberá hacerse constar ante la Comisión.**

TEXTO ANTERIOR	TEXTO VIGENTE
	Comentario.- *De éste artículo surge nuestra curiosidad el hecho de que se incluye un "acta de emisión" que debe constar ante la CNBV. Recuerdo que los certificados bursátiles surgieron para reducir el costo que representaba el acta de emisión en los certificados de participación que regula el artículo 228a y siguientes de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito y la inclusión de obligaciones de hacer en el título de crédito.* *La pregunta es entonces ¿para qué utilizar el certificado bursátil fiduciario si ya tiene todos los elementos que tiene un certificado de participación?* *La forma en que quedaron reguladas las llamadas de capital, las vemos sumamente riesgosas. Creemos que dejar en manos del inversionista su realización es muy arriesgado y podemos conflictuar y judicializar demasiado el mercado de valores.*
	Artículo 64 Bis 3.- El proveedor del índice, activo financiero o parámetro de referencia no podrá tener ninguno de los vínculos a que se refiere el artículo 2 fracción XIX de esta Ley, en relación con el administrador del patrimonio del fideicomiso. ***Sin comentarios***

La simple publicación y entrada en vigor de la reforma a la Ley del Mercado de Valores, conlleva a la desaparición de los llamados "títulos fiduciarios" que creó la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y sin duda representa un ejercicio de reordenamiento de la regulación de estos títulos valor. El ejercicio es recurrente, recordemos que así nacieron los certificados bursátiles hace más de una década.

Creemos que falta un régimen transitorio claro, que de seguridad jurídica a la transición de lo que está emitido conforme a las disposiciones administrativas para dar tranquilidad al público inversionista.

VI.VI.IV Fideicomisos de Bienes Raíces (FIBRAS)

Las FIBRAS, no se originaron en la legislación mercantil, nacieron en los artículos 223 y 224 de la recién abrogada Ley del Impuesto Sobre la Renta, hace más de diez años, en virtud de requerir un tratamiento fiscal especial. La estructura es una copia de los *Real State Investment Trust* (REITs), de los Estados Unidos de América.

Las FIBRAS según el artículo 187 de la Ley del Impuesto sobre la Renta son fideicomisos que se dedican a la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinan al arrendamiento o a la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes, así como a otorgar financiamiento para esos fines. Reúnen un patrimonio en recursos de diferente naturaleza para invertir precisamente en bienes raíces a través de un instrumento líquido que es un certificado de participación –como dice la Ley- o un certificado fiduciario inmobiliario –como también se da en la práctica bursátil- con características de renta fija y renta variable, ofrece pagos periódicos del resultado fiscal proveniente de las rentas por la explotación de los bienes raíces, a la vez, tiene la posibilidad de generar ganancias de capital (plusvalía).

Como requisito para mantener el régimen fiscal favorable, al menos el 70% de los activos de la FIBRA deben de estar invertidos en bienes raíces destinados al arrendamiento. La propiedad construida o adquirida debe tener como fin el arrendamiento y las propiedades no deben de ser vendidas al menos cuatro años después de su adquisición o termino de construcción.

También se deben realizar distribuciones a los tenedores de certificados bursátiles fiduciarios Inmobiliarios por lo menos una vez al año. Estas distribuciones deben ser al menos 95% del resultado fiscal.

Nos dimos a la tarea de analizar el prospecto de emisión de la denominada FIBRA UNO (11 de marzo de 2011) y FIBRA DANHOS (9 de octubre de 2013), la primera y última emisión a la fecha en que escribimos este texto, para ver cuál era el instrumento y estructura de emisión, es similar en ambos casos. A continuación transcribo la explicación de la operación tal y como aparece en el prospecto:

"…FIBRA UNO

Somos un ***fideicomiso mexicano*** *recientemente* ***creado*** *principalmente* ***para adquirir, poseer, desarrollar y operar una diversa gama de inmuebles, incluyendo propiedades industriales, comerciales, turísticas, de oficinas, y de uso mixto.*** *Nuestro objetivo es* ***proporcionar retornos atractivos con riesgo ajustado a largo plazo a los Tenedores****, mediante Distribuciones en Efectivo estables y la apreciación de nuestros Bienes Inmuebles. Tenemos la intención de lograr este objetivo creando, de manera selectiva, una cartera diversificada de propiedades estratégicamente ubicadas y destinadas al arrendamiento en una gama amplia de sectores inmobiliarios como el industrial, comercial, turísticos, de oficinas, y de uso mixto en México.*

Estamos organizados como un fideicomiso bajo la Legislación Aplicable y tenemos ***la intención de que se nos aplique el régimen fiscal de una FIBRA en términos de lo previsto en el Oficio SAT, conforme a los artículos 223 y 224 de la LISR****, comenzando en el año fiscal que termina el 31 de diciembre de 2011. Con el objetivo de que, entre otros requisitos. Para una* ***se nos aplique el régimen fiscal de FIBRA, debemos distribuir anualmente por lo menos el 95% del Resultado Fiscal del Fideicomiso, y por lo menos el 70% de nuestros activos deberán estar invertidos en inmuebles*** *descripción detallada de la FIBRA, ver "Información sobre FIBRAS" del presente Prospecto..."*[280]

(Énfasis añadido)

Vemos que en la descripción de la operación se informa que los tenedores tendrán "retornos" con riesgo ajustado a largo plazo. En el segundo párrafo ya es

[280] "Prospecto Definitivo Fibra Uno Administración, S.A. de C.V." En http://fibra-uno.com/wp-content/uploads/2011/01/Prospecto-Follow-On-DEFINITIVO-CON-FIRMAS-28-03-12.pdf Consultada el 26 de noviembre de 2013, p.15.

más específico y refiere a la obligación legal de distribuir a los tenedores el 95% del resultado fiscal, conforme a la fracción VI del artículo 223 de la –abrogada- Ley del Impuesto Sobre la Renta. Luego, no habrá que ajustar nada.

Más adelante se establecen los derechos de los tenedores.

> ***"…Derechos de los Tenedores de los CBFIs.***
>
> *Los CBFIs confieren a los Tenedores, de conformidad con el artículo **63 de la LMV**, el derecho a una parte de los frutos, rendimientos y en su caso, **al valor residual** de los bienes o derechos afectos con ese propósito al Fideicomiso por lo que confieren el derecho a recibir Distribuciones de Efectivo del Patrimonio del Fideicomiso, en la medida en que éste sea suficiente para realizar dichas Distribuciones de Efectivo. Lo anterior en el entendido que los CBFIs no otorgan derecho alguno sobre nuestros Bienes Inmuebles a sus Tenedores por ser propiedad exclusiva del Fiduciario..."*[281]

Percibimos que algo sucedió en el momento de decidir que fueran certificados bursátiles los emitidos por un fideicomiso y no certificados de participación de los que regula el artículo 228a y siguientes de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. Nuestra principal preocupación es que en estricto sentido los artículos 223 y 224 de la Ley del Impuesto sobre la Renta, claramente establecen que deben ser "certificados de participación" los que deben emitirse. Si a esto agregamos que la materia fiscal es de aplicación estricta, creo que los tenedores de certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios como los denominan en todos los documentos de la emisión, no tienen derecho a los beneficios fiscales tan importantes que ahí se prevén.

También se menciona que hay un derecho adicional al que establece la ley fiscal, que es en su caso el "valor residual" de los bienes afectos en fideicomiso. Es decir, se debe definir ese valor residual ¿de qué o cuál? En su caso este valor

[281] *Ibidem.,* p. 55.

residual no tendría el beneficio fiscal que hemos comentado, atendiendo al principio de aplicación estricta de las disposiciones de carácter fiscal.

En general sobre la estructura, el rol de los asesores también es determinante, como lo hemos visto en los modelos inglés, brasileño y español. No debemos confiarnos y dejar de supervisar a los asesores. Fiduciarios, bancos de inversión, colocadores, contadores, abogados y financieros, deben coadyuvar a que estos esquemas se sigan fortaleciendo con pasos firmes. Es claro que hay asesores que incrementan la complejidad de las operaciones en ánimo de abultar el nivel de honorarios por el tiempo consumido, hay fiduciarios que en su afán de llegar a las metas establecidas elevan el honorario fiduciario o crean dos fideicomisos sin que haya necesidad de un segundo negocio fiduciario, banqueros de inversión que cobran demasiado, además de la carga de sus propios asesores que incluyen en sus honorarios y comisiones. Nada mal vendría un arancel con límites en la porción alta del honorario para asesores, banqueros de inversión, abogados, contadores, entre otros. De manera paralela esto ayudaría a disminuir el costo total de financiamiento y como consecuencia fortalecería la desintermediación en favor de un menor costo general del dinero que es la mercancía que está alrededor de éstas operaciones.

No deseamos más que destacar nuevamente que las estructuras siguen siendo complejas y no protegen los intereses de los inversionistas de manera adecuada.

VI.VII Reflexiones previas para asistir al Mercado de Valores

VI.VII.I Aspectos clave que México debe atender en el corto plazo

Hemos asistido a una serie de eventos que se han dado en 2013. Importante es la cantidad de reformas que ya se encuentran en diferentes ordenamientos legales, incluyendo la recién aprobada Reforma Financiera que modifica treinta y cuatro leyes. La situación económica demanda medidas urgentes y eficaces que nos devuelvan a la senda del crecimiento sostenible. Habría tres grandes líneas de actuación que no pueden parar:

1.- Continuar con las reformas que nos aseguren el crecimiento y la creación de empleo.

2.- Consolidar el acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas.

3.- Alcanzar la consolidación del mercado de valores para estas empresas.

Las tensiones políticas y la falta de recursos al arranque del 2013, impidieron que el gasto se ejerciera con oportunidad, lo que dilató la ejecución de diversos proyectos en los últimos meses provocando que las expectativas de crecimiento desde la primera mitad del año fueran a la baja.

La desconfianza de los inversionistas y consumidores por el nuevo gobierno, hizo que la demanda interna fuera baja, lo que afectó negativamente a la producción y cuyo resultado impacta en mayores niveles de desempleo.

En el futuro, deberemos incentivar actividades productivas capaces de generar crecimiento y empleo que permita aumentar nuestra competitividad en forma sostenible.

Por otro lado, aumenta la desconfianza sobre las economías emergentes, el sector inmobiliario es un factor de riesgo, el sistema financiero no termina de consolidarse pese a que hay liquidez. Por otro lado, los diversos obstáculos hacen que no fluya el crédito en la economía real, gran parte va al consumo y siguen siendo un riesgo los créditos de nómina, lo que perjudica tanto a las empresas como a las familias. Adicionalmente, el paquete presupuestal 2014 nuevamente trae componentes de endeudamiento y déficit de gasto corriente que habrá que observar. El Gobierno Federal, vuelve a la insana práctica de endeudarse para cubrir gasto corriente.

La llamada Reforma Hacendaria, recién aprobada por los legisladores genera serias dudas. Las medidas eminentemente recaudatorias y la aun evidente opacidad sobre el manejo de recursos fiscales no permiten observar avances reales a futuro que se apoyen en el uso adecuado de recursos fiscales. De entrada los mismos legisladores se hacen imputaciones con relación a los favores hechos para gestionar y canalizar recursos fiscales a estados y

municipios. Los recursos no son utilizados para proyectos que revisten un efecto social amplio, se priorizan atendiendo el interés de los gobernantes o de grupos de poder, no en el mejor interés de la comunidad.

El presupuesto sigue petrolizado y en picada los ingresos por ese concepto, por falta de infraestructura para su explotación y transformación y por los precios en los mercados de productos con expectativas en los próximos meses de la materialización de la llamada Reforma Energética, que a la fecha en que fueron escritas estas líneas, había quedado aprobada la reforma constitucional. El gran reto es la modificación a leyes secundarias en cuanto a contenido y oportunidad.

La economía informal sigue sin una política pública clara para atacarla de manera firme, es muy preocupante que el sesenta por ciento de la población económicamente activa siga en la economía informal, según la encuesta nacional de ocupación y empleo realizada por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía.[282]

La verdadera situación de la seguridad en el país no se conoce. Los resultados con las medidas adoptadas por las autoridades a un año de gobierno no se ven. La ausencia de medidas definitivas y compromisos fuertes para erradicar la violencia y el crimen organizado por parte de las autoridades de los tres niveles de gobierno, simplemente están desdibujadas y o no se conocen con exactitud. Esto supone que mientras esos compromisos no se den y los resultados de las acciones no se perciban, se genera un aumento significativo del riesgo país que inhibe la inversión con su consecuencia natural de empeorar la situación económica. Nuevamente, podemos ver que no todo lo resuelven los mercados y que cada vez más el Estado y su entorno adquieren un papel protagónico mayor en los mercados de valores situación que debemos reconocer.

[282] "Baja el desempleo, pero el 60% de la PEA está en labores informales" En http://www.jornada.unam.mx/2013/01/22/economia/028n1eco
Consultado el 28 de noviembre de 2013.

VI.VII.II El interés de la empresa para financiarse en el Mercado de Valores.

Las empresas que tienen necesidades de financiamiento para el desarrollo de sus negocios están siendo víctimas de las consecuencias de las crisis financieras, ahora más focalizadas en determinados sectores de la economía.

A manera de ejemplo en éste momento (finales de 2013) en México algunas de las empresas dedicadas a la construcción de vivienda de encuentran en una situación financiera critica. Sus consecuencias se dejan ver en el sector de la construcción en general, ya que el sistema financiero veta el apoyo a la actividad por una mala situación de algunas de ellas y las más representativas en número de viviendas construidas en lo individual en perjuicio de las demás. Es obvio que eso encarezca el financiamiento por percibir mayor riesgo y su efecto inmediato es el daño generalizado al sector.

Lo mismo sucedió en 2010, al haber sido declarada en concurso mercantil Compañía Mexicana de Aviación, S.A. de C.V., el crédito desapareció para las aerolíneas o se encareció de manera considerable, aun y cuando sus resultados eran buenos y sólidos. En estos casos el financiamiento propio o interno, es muchas veces la única alternativa. Los accionistas hacen uso de sus ahorros para financiar a sus empresas.

Finalmente, los fondos de capital de riesgo están muy activos en la búsqueda de oportunidades, pero la labor no es sencilla, porque sus altas expectativas de rentabilidad los alejan de niveles razonables de precio del dinero. Sin embargo, y pese a este escenario, los mercados de valores siguen siendo una buena noticia para muchas empresas que se encuentran en la necesidad de encontrar recursos para financiar sus planes de negocios para mantener la empresa y su crecimiento. Vemos también que en esta tarea las instituciones de banca de desarrollo aparecen más activas en éste rubro de los mercados financieros.

VI.VII. III Perfil del candidato

Existen numerosas características que definen el perfil adecuado, del potencial candidato que desea obtener financiamiento en el mercado de valores.

Si bien es cierto que es necesario tener un criterio que contenga determinado grado de flexibilidad, la experiencia nos dice que la diversidad es muy amplia. No podemos evitar fijarnos en las empresas que actualmente participan en el mercado.

El mercado de valores de Londres es uno de los mercados más importantes a nivel mundial en cuanto a financiamiento de medianas empresas en el mercado de valores. Su historia está llena de enseñanzas que podemos extraer y trasladar a cualquier mercado latinoamericano como lo han hecho Brasil o Chile, ya que se comparten los principales objetivos.

Las cifras son realmente espectaculares, casi 3,300 compañías han tenido acceso al mercado alternativo inglés de las medianas empresas, desde sus orígenes en 1995, de las que el 17%, son empresas, de nacionalidad distinta a la inglesa.

La media de capital captado en las ofertas iniciales de valores, asciende a algo más de 10.5 millones de libras esterlinas por compañía. Hay una diversidad importante de sectores que se encuentran representados en el mercado alternativo londinense. Son prácticamente todos y además se encuentran bien repartidos los recursos, por sectores de la economía y por valor de capitalización.

En la mayoría de los mercados del mundo, el mercado para la mediana empresa está diseñado para aquellas que se encuentran en expansión y con un potencial importante de desarrollo y crecimiento, con buena trayectoria, aunque sea corta en el tiempo, incluyendo aquellas que involucran la adquisición de otras empresas, por los medios jurídicamente válidos, cualesquiera que sean.

El perfil de la empresa mediana deseable para su incursión en el mercado de valores, tiene que ver con su nacionalidad, figura societaria, estructura del accionariado, estructura del capital, en contrapartida a potenciales mejoras en prácticas corporativas, control interno, administración, rendición de cuentas, reportes con información sólida, entre otros.

Un aspecto importante es el modelo de negocio, el cual debe ser diferencial. Un ejemplo de lo que mencionamos es el caso de las tiendas Elektra en México, de la cual recordamos que vende línea blanca, electrónicos,

electrodomésticos, pero seguro que no es ese su principal objetivo ahora. Se trata de un negocio netamente financiero. El modelo de negocio diferencial consiste en ofrecer un espacio diferente a sus clientes en el que consigue un electrodoméstico, pero también cuentan con un espacio para recibir las transferencias de divisas, un préstamo, pago de servicios, entre otros.

Todos estos aspectos vienen acompañados de una marca atractiva debidamente protegida y reconocida, y elementos como la innovación y la tecnología. En definitiva, en cualquier actividad conocida, con mercados aparentemente maduros, las compañías que saben hacer las cosas de otra forma conseguirán tasas de crecimiento muy superiores a sus competidores.

Otro ejemplo palpable son las aerolíneas de alta eficiencia, que llegaron para quedarse, habiendo generado elasticidad en los mercados de transporte aéreo. Un mercado que se habían repartido dos aerolíneas por décadas, creció en número de pasajeros. La masa crítica que atienden actualmente las aerolíneas es muy superior a la que se atendía hace diez años y no por otra cosa que el estímulo e incentivos que recibió la población para subirse a un avión. ¿Habríamos imaginado hace ocho años volar por un peso, un dólar o mil pesos a cualquier destino? La respuesta es no y ahora es posible gracias a la innovación en los modelos de negocio.

El liderazgo de mercado es otra característica estrechamente ligada al desarrollo de una actividad de nicho, por el menor tamaño de compañías que habitualmente destacan sobre las grandes multinacionales o corporaciones. No es extraño encontrarnos con compañías líderes en su actividad a nivel mundial con facturación relativamente baja en relación con gigantes competidores. Disponer de un producto o servicio con niveles de calidad en un mercado con potencial de crecimiento, resulta ser casi garantía de éxito. El *made in Italy*, es el mejor ejemplo en el mundo.

La calidad del equipo directivo, para crear, desarrollar, definir y ejecutar es básica en el perfil de las empresas medianas para ser candidatas para obtener financiamiento del mercado de valores. Las habilidades de gestión, control,

reporteo, rendición de cuentas y transparencia mencionadas se erigen en las principales herramientas que allanarán el camino hacia el mercado de valores.

VI.VII.IV Ventajas y desventajas del financiamiento en el Mercado de Valores

Parecería que todo en el mercado de valores funciona bien y después de muchos comentarios positivos que hemos vertido en éste trabajo y de los que estamos convencidos, por haberlo demostrado así la experiencia, también resulta prudente hacer señalamientos sobre los que habrá que tener cuidado, ya que los efectos adversos de una mala decisión de financiamiento, pueden tener consecuencias insospechadas.

VI.VII.IV.I El Financiamiento

La sola decisión de ir al mercado de valores requiere de recursos importantes, un ejército de asesores será necesario en las áreas de banca de inversión, financiera, contable y jurídica, por lo tanto un presupuesto previo es indispensable.

Si no hay recursos, habrá que obtenerlos de dos fuentes básicas, los accionistas o un crédito puente de una entidad financiera (banco, sofom, unión de crédito, entre otras).

La fuente de repago podrá venir de la colocación o bien de la misma actividad de la empresa en cuanto alcance niveles de crecimiento y equilibrio.

La ventaja es que sí hay instituciones que financian el proceso con créditos puente u otros llamados *“mezzanine”* que precisamente se colocan entre lo que es un acreedor y un accionista y dependiendo las condiciones contenidas en el contrato podrán tener cualquiera de las dos calidades. La desventaja es que son caros, de corto plazo y en condiciones no muy favorables.

Otra ventaja es que cuando proviene de los accionistas se genera mayor confianza en el proyecto aunque en el momento de la emisión haya ventajas en favor de esos accionistas comprometidos y confiados en el proyecto. La desventaja es que regularmente los accionistas de éste tipo piden mayores

herramientas de control y retornos en grado preferente a los demás accionistas y lastima el mercado de títulos a emitir.

Habiendo colocado en el mercado capital, el efecto de capitalización es multiplicador, el costo de financiamiento es mejor, los financiadores tradicionales, perciben mayor patrimonio neto, mejora el nivel de apalancamiento y la empresa resulta atractiva como cliente del sistema financiero y en otros negocios que surgen de actos de reciprocidad de manera consistente y constante.

Nos hemos percatado que las fusiones ya estando en el mercado, para ganar participación en éste, son más fáciles y en algunos casos hasta naturales, ya que al estar presente en el mercado de valores se abre hasta psicológicamente una mejor posición negociadora frente a otros competidores.

VI.VII.IV.II Liquidez

En la pequeña y mediana empresa es frecuente ver que sean familiares y quienes aportaron capital tardan demasiado en ver sus retornos. Sin que signifique una estrategia especulativa, los accionistas minoritarios tienen la ventaja de encontrar un buen esquema de salida junto con sus retornos.

La desventaja es que regularmente no se prevén esquemas de valuación para el momento de salida y esos accionistas se pueden convertir en un obstáculo ante su creencia de que el simple hecho de convertir una empresa familiar en pública se traduce en sinónimo de ganancias importantes. Es necesario establecer esquemas de salida claros y equitativos de manera previa en los estatutos de las sociedades. La creatividad en la estructura jurídica es muy importante para no afectar el precio derivado de una mala estructura.

En el mercado como ventaja existe el proveedor de liquidez o hacedor de mercado, que se ha convertido en un participante relevante que evita muchas complicaciones en aquellos casos en donde en forma inmediata al cruce en bolsa ciertos accionistas desean salir de la empresa. La desventaja que se debe tener clara es que el mercado de valores en instrumentos de capital no es de corto plazo.

VI.VII.IV.III Valoración

Es indispensable saber cuánto vale una empresa en todo momento, ya que resuelve muchos problemas de antemano a futuro.

La empresa debidamente valuada directamente resuelve el problema de la remuneración a los gestores o administradores, basados en la creación de valor. De manera paralela queda valuada su gestión en forma integral.

En las transacciones de venta de la empresa es un referente fidedigno en los casos de cambios generacionales, de control, fusión o escisión.

También proporciona referencias de valor de otras empresas competidoras de la misma naturaleza o del sector de la economía de que se trate.

Ayuda a que terceros tomen decisiones de relación de negocios con la empresa por su tamaño o su perspectiva.

Normalmente una valuación de empresas públicas está dada por una metodología que se basa en el valor actual de los rendimientos esperados derivados de un plan de negocios, mediante la aplicación de una tasa de descuento a la que se incorpora una prima de riego, que será mayor mientras mayor sea la tasa de crecimiento planeada.

La desventaja se da cuando la tasa de crecimiento del plan de negocios es alta y surge la incredulidad, pero hay una desventaja mayor si lo planeado no se cumple. El castigo del inversionista por la pérdida de confianza puede provocar una estampida de inversionistas que sin duda afectarán a la empresa. La prudencia en la elaboración de los planes de negocios siempre es recomendable, más aun si se es emisor inicial.

VI.VII.IV.IV Gobierno corporativo

En capítulos anteriores, hemos escrito bastante sobre el tema, solo decir que su incorporación en la empresa trae en forma paralela estructuras de transparencia, control y reporteo óptimo que son premisas básicas para acceder a los recursos del mercado de valores.

La desventaja es que sin duda la organización sufre el impacto del cambio y genera el natural conflicto que surge de la adaptación. Si se quiere ver como barrera, la respuesta es afirmativa, pero es insalvable y debe ser superada.

VI.VII.IV.V Las reglas de comportamiento no escritas en el Mercado de Valores

Nadie nace sabiendo y eso se traduce en una desventaja frente a los demás actores del mercado, por lo que es importante contar con asesoría en forma posterior a la oferta inicial.

El planteamiento de cualquier hecho relevante siempre debe ser profesional y transparente. El prestigio como emisor siempre se debe cuidar, en él va el de los accionistas, el de los gestores y el de la empresa misma.

Una ventaja sumamente importante es que los empleados al percibir la notoriedad que da el mercado, el prestigio y profesionalismo de su empresa, generan un sentido de pertenencia y un clima laboral sumamente favorable.

El riesgo principal es el descuido en el cumplimiento de sus obligaciones de todo tipo ya que la notoriedad del descuido, también será evidente y estridente.

Una desventaja muy importante que se debe comentar es la transición de la fase de expansión y crecimiento. Es decir, qué pasa cuando se cumple el ciclo del plan de negocios que se vendió al mercado. Puede surgir una etapa en que se llegue a una zona de confort de los participantes y se descuide todo el proceso continuidad del proyecto. Deben crearse siempre otros que den sostenibilidad a la empresa en el tiempo y permanezca su atractivo dentro del mercado de valores. Se reitera la importancia de la sostenibilidad de la empresa como una de las razones de la empresa que referimos con anterioridad al citar a Don Carlos Llano.

En todo ese andar, surge el salto cualitativo de la empresa en el que se abren toda una gama de relaciones de las que habrá que beneficiarse, dentro de ciertas comunidades que incluyen financiadores, analistas especializados que opinarán a diario de la empresa, a quienes habrá que suministrar información, relaciones de gobierno que habrá que cuidar, más tratándose de actividades

reguladas, comunidades gremiales locales e internacionales, en donde siempre está presente el Derecho.

Finalmente, en éste apartado de reflexiones, solo me resta mencionar que el conocimiento humano que es siempre sabio, y en este caso no es la excepción, nos ha permitido reiterar lo que hace más de dos mil años Aristóteles de Estagira ya veía en el conocimiento teórico que no transforma la realidad, solo la contempla, observó también que el conocimiento técnico productivo se caracteriza por transformar la realidad y también se percató de que el conocimiento político prudencial parte de que lo fundamental es la transformación de la persona que ejerce el conocimiento, es decir, que quien se transforma es el sujeto que conoce. Hemos hecho un recuento del comercio, del mercado en general, del mercado de valores, de la empresa y de las personas que siempre están atrás de todo esto y la constante es que en su evolución están el conocimiento teórico, práctico y el político prudencial. Creemos que las respuestas casi siempre están ahí.

CONCLUSIONES

PRIMERA

Hemos visto cuatro niveles de negociación en los diferentes mercados a través de la historia:

a) Producto por producto,
b) Producto *versus* instrumento monetario representativo de un precio,
c) Intercambio o negociación de bienes a cambio de un documento que dan derecho a esos bienes, participación en un derecho, crédito colectivo o valor monetario o inclusive a un derecho real, y
d) Dinero a cambio de títulos.

Ya en el nivel c), los objetivos y las funciones de los mercados con la creación de las bolsas se van desdibujando y nos percatamos que es fácil confundir a los mercados de las bolsas que son instituciones creadas *ex –profeso* para mercadear cierto tipo de bienes y títulos valor. El objetivo es la meta o metas planteadas o propuestas, para ser alcanzadas; la función es la actividad necesaria para llegar a la meta.

Objetivos del mercado de valores:

- Reducir el costo del capital,
- Proporcionar liquidez a la planta productiva,
- Diversificar riesgos,
- Favorecer la transparencia de su funcionamiento,
- Reducir costos de intermediación, y
- Fomentar la libre concurrencia.

Entre las funciones más importantes de los mercados de valores esta la asignación eficiente del ahorro y la inversión a la economía y entre las más importantes tenemos las siguientes:

a) Crear los mecanismos que permitan garantizar la eficiente asignación de recursos.
b) Fijar precios a los activos que en ellos se comercian (tasas de interés, precios o primas de activos en el mercado, entre otros.),
c) Facilitar el intercambio y negociación de dichos activos,
d) Propiciar el volumen de operaciones,
e) Proveer estructuras necesarias para permitir la liquidación de las operaciones realizadas, y
f) Dotar de seguridad jurídica, lo cual implica entre otras cosas, proteger los derechos de las partes.

Podemos ver que las funciones del mercado están más identificadas con las actividades de las metas particulares y la proveeduría de la infraestructura necesaria para alcanzarlas.

Se equiparaba al mercado de valores y a la bolsa de valores, por cuanto no había mercados adicionales de valores que no fueran las bolsas. Hoy en día la realidad es distinta; el mercado de valores es una especie de los mercados en general y la bolsa de valores es una institución. El mercado de valores está diseñado para poner en contacto al conjunto de participantes que realizan operaciones con bienes y valores en todos los mercados. En contraste, la bolsa de valores, que es un mercado organizado, reconocido institucionalmente y compuesto por miembros seleccionados. Siempre se ha identificado genéricamente con el lugar en el que se reúnen o donde tienen su sede, que en muchas ocasiones es el mismo inmueble.

SEGUNDA

Las sociedades mercantiles organizadas racional y económicamente son útiles para lograr de manera más eficiente objetivos colectivos y actualmente desempeñan una función social importante. Cumplen una misión económica al producir bienes y servicios que satisfacen a una comunidad, producen empleos,

base gravable, contribuyen al desarrollo y algo muy importante, pueden conservar el capital invertido y formar nuevo capital que puede financiar otros proyectos.

De ese modo, a través de la historia llegamos a amalgamar ideas, instituciones, capitales y al mismo Estado en un entramado complejo que provocan los emprendedores, los mercados en general, pero en especial los mercados de valores.

Enfatizamos el importante papel de los mercados de valores en el desarrollo económico y social de la comunidad, el papel del Estado para alinear incentivos, con una participación en la que los más recalcitrantes pregoneros de las ideas liberales, han reconocido como indispensable moderador, generador de equilibrios y corrector de distorsiones, aunque en algunos casos en su importantísima función asistencialista él mismo las provoque, pero que se hacen indispensables para generar equilibrios y tutela hacia la parte más débil en las relaciones mercantiles, para que más tarde logren su emancipación.

TERCERA

En las dos conclusiones precedentes señalamos la principal función de los mercados de valores, bolsas de valores y a las sociedades mercantiles.

Corresponde ahora, abordar algunas ideas sobre la construcción del Derecho del Mercado de Valores y de sus protagonistas.

La opinión más generalizada, considera como fuentes formales del Derecho a la legislación, la costumbre y la jurisprudencia. El Derecho del Mercado de Valores, consideramos y así lo sostuvimos en este trabajo, debe separarse cuidadosamente de la generalidad de esas tres fuentes.

Durante cuatro siglos en el mercado de valores hubo ausencia de regulación, libertad de contratación, propiedad privada, libre empresa y libertad de emisión. Luego, a partir de 1930, derivado del crack de 1929, que dio origen a la regulación hubo un efecto péndulo y de haber operado durante siglos en completa libertad el mercado de valores fue invadido con diversas disposiciones, en materia de control de cambios, movimientos de capital, e inversión extranjera, un Estado

empresario dueño de medios de producción, que deriva de su excesivo intervencionismo.

En los últimos 25 años vuelven a tomar fuerza los principios de libertad de circulación de capitales, libertad de emisión, libre tránsito de personas y libertad de servicios financieros, que se caracteriza por desregulación de mercados, globalización de las operaciones, y bursatilización de activos.

Es decir, en ochenta años nos dimos cuenta que los usos y las prácticas de cuatrocientos años en los mercados de valores, regresaron el péndulo a niveles más o menos razonables y dejaron nuevamente el paso libre a las fuentes tradicionales del Derecho del Mercado de Valores, los usos y las prácticas, para coexistir con la ley, la costumbre y la jurisprudencia en el ordenamiento del mercado de valores.

Los “usos” en el Derecho del Mercado de Valores juegan un papel importante, las realidades, sin duda condicionan al Derecho y cuando el legislador las ignora elabora utopías, pero no Derecho.

Especular sobre lo ideal, no es real. De manera adicional, las circunstancias históricas que pueden dar contenido a las normas jurídicas, tampoco deben hacernos caer en las nociones empíricas del Derecho.

Es necesario ser cuidadosos en el contexto, momento histórico y sobre todo las circunstancias que rodean ciertos hechos cuando pretendemos que se vuelvan generadores de Derecho.

En apoyo de las afirmaciones del Capítulo III.III, señalamos que las circunstancias históricas analizadas en forma aislada producen arbitrariedad, sobre todo si provienen de las fuerzas sociales, de tal suerte que el contenido de las normas jurídicas debe reflejar un balance entre el orden ideal, y las fuerzas sociales. La construcción del Derecho debe darse acercándose a lo ideal, sin llegar a la demagogia con un contenido de acción causal por parte de la autoridad que busque en la medida de lo posible el punto de equilibrio entre los ideales de justicia y la posibilidad de regulación de las circunstancias históricas vistas en forma general y amplia. El legislador en este caso debe funcionar como elemento

de reflexión que permita aprovechar de manera adecuada la experiencia, para imprimir los equilibrios deseados para la norma.

CUARTA

En el caso del proceso legislativo tal y como constitucionalmente está estructurado, cuando las propuestas o iniciativas se generan fuera de los recintos legislativos, regularmente surgen de la voluntad de grupos con intereses diversos y el legislador tendrá en ese caso, la tarea de valorar la conveniencia, inconveniencia, eticidad, riesgo, exposición, afectación y costo de cualquier acto creativo, reforma o adición al orden jurídico. Esta valoración debe considerar elementos jurídicos, sociales y filosóficos de cualquier pretensión legislativa.

En general se puede decir que el producto legislativo en la mayoría de los casos, tiene un problema de método a considerar, ya que la abstracción como operación intelectual cuando generaliza a partir de elementos concretos, dichos elementos en ocasiones pierden vinculación con el producto de la abstracción. De ese modo se observa que existen normas que regulan realidades respecto de las cuales no son compatibles. Sin embargo, cuando la abstracción jurídica es consistente con la realidad o circunstancia histórica, producto de una valoración profunda desde un punto de vista social, jurídico, económico, político y filosófico; entonces, el trabajo legislativo en ese momento adquiere utilidad y relevancia.

QUINTA

Podemos decir entonces, que las fuentes primarias del Derecho del Mercado de Valores son los usos y las prácticas, que son las fuentes reales e históricas, para dar paso a las fuentes formales por ser nuestro Derecho codificado o escrito que son la ley, la costumbre y la jurisprudencia, para luego convertir esas fuentes reales e históricas denominadas usos y prácticas en fuentes formales supletorias generadores de normas de carácter jurídico del Derecho del Mercado de Valores, por así disponerlo el mismo Derecho positivo. Luego, los usos y las prácticas en el Derecho del Mercado de Valores tienen mayor

relevancia que en cualquier otra rama del Derecho. La recién publicada Reforma Financiera en el Diario Oficial de la Federación del 10 de enero de 2014, ratifica el contenido de ésta conclusión ya que reconoce un sinfín de usos y prácticas, sobre todo en el mercado de valores, que han sido elevados a la categoría de norma jurídica a través de actos formalmente legislativos.

SEXTA

Una de las críticas lanzadas desde el foro, fue precisamente que representantes de firmas de abogados que participaron de manera activa en la redacción de la Ley del Mercado de Valores, protegieron intereses propios y/o los de sus representados, situación que debilitó sin duda a los órganos del Estado.

Esta forma de crear regulación en el mercado de valores, hace que el poder jurisdiccional ineludiblemente se desplace de los Tribunales que aplican el Derecho a los organismos profesionales, firmas de abogados, y sistemas de arbitraje nacional e internacional, que aplican los complejos acuerdos y desarrollos técnicos elaborados por la industria financiera, que desde luego refleja carencias y falta de conocimientos técnicos del legislador, del regulador y de quien imparte justicia, surgiendo así el llamado déficit democrático de las normas a que se refieren algunos tratadistas.

También las recientes reformas a la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros, en materia de solución de controversias, se encaminan a su privatización.

Están también a la vista los resultados y efectos de la Ley del Mercado de Valores vigente que no ha logrado ni con mucho los propósitos en ella planteados y menos se han estimulado las empresas para listarse y encontrar una herramienta de financiamiento atractiva, a más de siete años de su entrada en vigor. Estas reformas de 10 de enero de 2014, siguen insistiendo en el hecho de que ahora si se incentivará el apoyo a las medianas empresas, lo que permite inferir que las anteriores reformas no lo lograron.

SÉPTIMA

En materia de gobierno de la empresa, las primeras explicaciones sobre el origen de las ineficiencias empresariales o corporativas que dan lugar a la separación entre propiedad y control, generan algunas hipótesis de trabajo con la teoría de la organización, el comportamiento organizativo y la dirección estratégica.

Una explicación sencilla puede darse como sigue: La actividad productiva necesita de manera recurrente recursos financieros por largo tiempo o largos periodos. A esa aportación comúnmente la llamamos inversión, por lo que a quien hace la aportación lo denominamos inversionista, quien asume el riesgo de la actividad productiva y su retorno es el más incierto ya que se expone a un sinfín de obstáculos y problemas insospechados, pero por asumir ese riesgo, al inversionista se le atribuye la propiedad de la empresa que abarca tangibles e intangibles y es también quien decide en primera instancia sobre la asignación de recursos en la actividad que pacta con los otros propietarios de la empresa, como lo son los trabajadores, proveedores, clientes y sociedad en general, básicamente.

Ya Don Carlos Llano Cifuentes, escribía en 1997, que cuatro son las finalidades de la empresa: generar valor económico agregado, otorgar un beneficio a la comunidad, desarrollar a las personas que integran a la empresa, y dotarla de capacidad de permanencia.

No es fácil articular los mecanismos eficaces para administrar y tomar decisiones cotidianas en la empresa, además de que en muchos casos, quienes las toman, no gozan de las cualificaciones o especialidades necesarias para desempeñar la función de dirección, gestión y supervisión diaria, que con frecuencia delegan en terceros y cada participe se mueve en función de los costos de oportunidad que surgen a diario alrededor de sus interés particulares.

Nacen así los contratos entre los participantes financieros y los participantes que deciden sobre la utilización de los recursos. En esa relación, subyace la duda que naturalmente surge por el uso eficiente de esos recursos, que los economistas han denominado el problema de la agencia o la teoría de la agencia.

OCTAVA

La empresa es una ficción legal que sirve de nexo para reunir un conjunto de relaciones contractuales entre los propietarios del capital y terceros involucrados con los otros factores de la producción.

Los directivos de una empresa regularmente son asalariados, a la vez que fungen como agente de los accionistas para cumplir con su objeto social. Los accionistas son los propietarios de la sociedad. A los directivos se les contrata para que procuren y defiendan los intereses de los accionistas. Esto es, la maximización del valor de la empresa o valor de mercado de sus acciones. Esto al menos, es el deber ser. Pero la actuación de los directivos no siempre tiende a satisfacer los intereses de los accionistas.

Por otra parte, algunas teorías argumentan que los intereses de los directivos se encuentran directamente relacionados con el tamaño y la tasa de crecimiento de la empresa, por razones de poder, prestigio, mayores salarios, prestaciones y beneficios, entre otras.

Entonces, la dirección de la empresa se encuentra presionada por esas dos fuerzas de sentido contrario a la hora de decidir el reparto de los beneficios que genera la empresa. Los economistas ven en estas relaciones contratos incompletos.

Ante la dificultad de los accionistas para reducir esos riesgos, se han identificado algunos costos en los que se puede incurrir, para reducir las desviaciones en el comportamiento del agente con respecto a lo establecido en los contratos incompletos, incorporando en ellos un sistema de incentivos debidamente alineados incurriendo necesariamente en costos para regular la conducta de los gestores, costos en que incurre el gestor para garantizar al accionista que en su actuación no va a desviarse de lo acordado y costo por pérdida residual

En este contexto, el objetivo básico de esta teoría es determinar, dadas ciertas hipótesis relacionadas con las personas, la organización y la información, cuál es el contrato más eficiente para gobernar o regular la relación entre el

accionariado y el agente, tomando como referente el control del comportamiento del agente.

NOVENA

Como vimos con anterioridad, bajo la perspectiva de la economía lo ideal es que todo sea predecible, pero la realidad no es así y también lo reconoce la economía. Dadas esas circunstancias, los problemas de agencia se presentan cuando existen situaciones de información asimétrica dentro de las corporaciones, como lo es la información oculta o selección adversa, cuando surge un problema de información imperfecta que puede presentarse. En estas circunstancias existe el riesgo latente de que la parte que posee información más adecuada tome ventaja de su posición en perjuicio de la otra parte, a este riesgo también se le conoce como riesgo moral. Se trata de elementos no observables en el entorno de la negociación, y que son aprovechados por la otra parte con el fin de maximizar su utilidad en detrimento de la otra parte.

En este entorno también se identifican situaciones relacionadas con la propiedad y el control que pueden crear costos de agencia.

Es pertinente señalar que la teoría de la agencia, en lugar de afirmar que no se pueden formalizar contratos debidamente ejecutables que cubran todas las contingencias, propone formas óptimas para que las partes formalicen dichos contratos, conforme a los argumentos de los teóricos que la han sostenido.

Creemos que lo valioso de esta teoría, fue hacer reflexionar al mundo sobre temas que pasaron por siglos sin ser percibidos y que ayudaron a desarrollar el gobierno de la empresa en aspectos fundamentales de las relaciones entre las partes titulares del capital (inversionistas) y aquellas encargadas de la administración (agentes).

Somos de la idea de que no existe un único modelo de gobierno corporativo que pueda aplicarse de manera universal, ya que éste gobierno se configura teniendo en cuenta la situación política, cultural, social, jurídica y económica del país en el que se ubica cada empresa en un momento histórico determinado.

Además, aunque sus bases y principios se mantengan a lo largo del tiempo,

el gobierno corporativo también evoluciona con la propia empresa y las circunstancias que la rodean.

Como sucede en todo, las hipótesis y teorías de Coase, que le llevaron a ganar el Nobel de Economía en 1991, siendo abogado, han sido criticadas y superadas, ya que no resistieron su aplicación en empresas grandes, pero sin duda generaron al menos una forma distinta de ver a la empresa y sobre todo al empresario, quien paga por organizar y controlar los factores de la producción, distribuyendo recursos haciendo uso del mecanismo de precios, según su idea, mediante el manejo de transacciones internas y externas de la empresa que optimicen o neutralicen costos.

DÉCIMA

La doctrina analiza las distintas interacciones entre el Derecho de sociedades y del mercado de valores, y muy especialmente desde mediados de los años noventa la del gobierno corporativo, empleando una metodología de Derecho Comprado.

Algunos autores citados comentan sobre esta trilogía Derecho de sociedades, mercado de valores y gobierno corporativo. El Doctor Klaus Hopt, expresa lo siguiente:

"…el Derecho Comparado no es la mera yuxtaposición de los regímenes foráneos y del nacional, y no implica de ninguna manera la representación del derecho extranjero. Los juristas que observan más allá de los propios confines nacionales, analizando lo bien o mal que una determinada institución se regula en circunstancias similares, deben poseer un completo dominio de su propio orden jurídico y a partir de él desarrollar su investigación…

Mientras tanto, la cuestión de donde debe trazarse la frontera entre la armonización europea y la competencia legislativa nacional se ha convertido en un tema altamente controvertido, tanto política como doctrinalmente. Los políticos prometen simplificación (que no reflejan los ordenamientos legales), en línea con la petición expresada, especialmente, por las empresas multinacionales. Los

especialistas en Derecho societario, por su parte, emplean como argumento la historia, la cultura legal y la posibilidad de experimentar y, asociada con esta última, la competencia entre legisladores nacionales y reguladores en la búsqueda de las soluciones más optimas en interés de su propia jurisdicción..."

En concordancia con el autor, el gobierno corporativo es un nuevo e importante campo de investigación en el ámbito del Derecho y en otras disciplinas. En la actualidad el ámbito de investigación en esta materia es global, supone un puente entre el Derecho de sociedades y del mercado de valores, además de ser una materia interdisciplinaria. El concepto de gobierno corporativo apunta a la relación que debe establecerse entre el consejo y los accionistas; aunque estos últimos ostentan la propiedad, cada día van perdiendo espacios de poder de decisión en la moderna sociedad pública o cotizada. Para estos accionistas es difícil saber si los administradores actúan en interés de los socios o en el suyo particular. Este problema no está resuelto y se encuentra en permanente perfeccionamiento y evolución.

De esta manera, el gobierno corporativo se extiende a todas las cuestiones que afectan a la gestión y la supervisión de la administración de la sociedad. En ese sentido, consideramos que hay un campo fértil para el desarrollo de ideas más focalizadas a geografías, culturas, sociedades y regímenes económicos específicos relacionadas con el Derecho de Sociedades, Derecho del Mercado de Valores y gobierno corporativo, donde podemos avanzar sin imitaciones exactas que no se adecuan a nuestro sistema jurídico. Los usos las prácticas y la autorregulación han sido formas muy sanas que nos han permitido avanzar con pasos firmes, lejos de buscar o recibir la imposición de instituciones jurídicas ajenas que nos causan más problemas que beneficios.

DÉCIMA PRIMERA

El buen gobierno societario puede resultar diferente en los Estados Unidos que en Europa continental o en América Latina. En estos dos últimos casos, sabemos que imperan las empresas familiares, los accionistas de control y los

grupos de sociedades. Hay que distinguir entre los modelos externos de gobierno corporativo, que recaen más en el control del mercado de valores (Estados Unidos) y los modelos internos (propios del llamado capitalismo renano, fincado en un amplio espectro social, asociado a viejas conquistas obreras de la vieja utopía de Estado de bienestar. Como su nombre lo indica, la vía renana tiene su base en las socialdemocracias y en la vieja Alemania).

No hay que olvidar las propias circunstancias de cada país, que en buena medida han dado lugar a compromisos institucionales y normativos particulares. De ahí que se debe ser muy cuidadoso a la hora de intervenir, dado que las consecuencias son imprevisibles cuando se altera el equilibrio preexistente. Para encontrar una respuesta adecuada a éste desafío no se puede acudir de manera individual al Derecho, a la economía u otra disciplina de las ciencias sociales para encontrar la respuesta, creemos que solo se puede encontrar una respuesta adecuada cuando se combinan todas ellas en un trabajo interdisciplinar y de análisis comparado. Esa es la razón de las hipótesis manifestadas, que el gobierno corporativo se debe abordar en forma multidisciplinaria y particular en cada caso; de ahí la razón de haber abordado el tema desde la perspectiva del análisis económico del Derecho.

DÉCIMA SEGUNDA

En nuestro concepto, reiteramos que lo más destacable de la cita de Klaus Hopt es que no podemos ir en busca de un solo modelo de gobierno corporativo y así lo ha demostrado la experiencia. El Derecho de Sociedades, el Derecho del Mercado de Valores y el gobierno corporativo siguen siendo un terreno prometedor para la investigación jurídica.

Estamos totalmente en contra de las corrientes de codificación internacional, un fenómeno que ha estado largamente presente en el Derecho, básicamente en ramas que tienen que ver con medio ambiente, el mercado de valores, la regulación de las instituciones financieras, la competencia económica o inversiones internacionales, entre otras ramas del Derecho.

Sin pretensiones globalizadoras, quizá éste momento histórico sea el menos propicio para adoptar modelos de gobierno corporativo, sin embargo ya existen ideas de carácter progresista donde subyacen modelos más comprometidos con un desarrollo en el que imperará la defensa de lo social. Algunas ideas señalan que la nueva dictadura de las calificadoras internacionales hizo perder de vista los problemas reales de los mercados, lo que ocasionó que se pospusiera la discusión de una agenda sustentada en el desarrollo de las personas y en la mejora de su situación.

Si atendemos a lo que está ocurriendo en Europa Occidental en la actualidad, observamos que en alguna medida el conflicto radica en la igualdad de tratamiento entre esquemas económicos diametralmente distintos, particularmente aquellos elegidos por los gobiernos de España, Grecia e Italia respecto del esquema alemán. Las disputas del futuro tendrían que ver con estos modelos, que en el fondo son también interpretaciones de lo qué es mejor para la gente. Al final del día las corporaciones son el resultado de lo que hace la gente. Es decir, la empresa no es de sus accionistas solamente.

Aquí la pregunta es si estamos en condiciones de reformar al capitalismo y de propiciar una agenda distinta para la crisis. Creo que no habrá tiempo para pensarlo y será mejor plantearlo. Existe una oportunidad de oro para la izquierda en el mundo, pero se debe tener muy claro que el éxito no podría asegurarse si buscan recobrar los viejos valores del llamado Estado bienestar, para volver a las viejas aspiraciones de corte socialista o en asumir la defensa de principios que se han diluido en los ataques al mundo de los negocios, las ganancias y la especulación cuando no consideran un compromiso social. Creo que hay que ser más creativos y aprovechar la oportunidad.

DÉCIMA TERCERA

El Código de Procedimientos Óptimos contenidos en el Informe Cadbury cristalizó una serie de principios básicos para el mejoramiento del gobierno de las sociedades mercantiles que aplicaran sus normas.

Los principios fueron:

Confianza,
Franqueza,
Integridad,
Responsabilidad,
Actitud Dialógica,
Transparencia, y
Claridad.

Sin duda los aportes del Reino Unido han contribuido a la mejora del gobierno de las corporaciones, la claridad con que empiezan a detectar la complejidad de la relación accionistas, consejeros y auditores.

Por otra parte, el mito del tema de propiedad de los accionistas que la jurisprudencia de ese país nos ha permitido ver que no era como lo concebían en el derecho anglosajón y por supuesto que hay diferencias importantes y más profundas que se dan en los países con corrientes de pensamiento del Derecho con corte latino donde el *ius fruendi, utendi y abutendi*, ni por asomo se mantienen, llegando a cuestionar hasta los motivos que originan el emprendimiento.

Compartimos la necesidad de cuestionar de manera recurrente lo que se nos presente como verdades absolutas, ya que no existen.

Consideramos que la posición anglosajona del gobierno corporativo ha mostrado múltiples fallas y por otra parte el modelo Alemán ha demostrado su fortaleza y ha resistido bien los embates de la crítica y de la crisis europea.

La disciplina, la cultura y como siempre en todo, los equilibrios, le han permitido ganar al modelo alemán una posición muy importante en la economía del mundo y su indiscutible liderazgo en Europa Occidental.

DÉCIMA CUARTA

Klaus Hopt, comenta que en la construcción del gobierno corporativo, surgieron y quedaron algunos puntos como parte de la perspectiva de investigaciones futuras tales como:

1.- Otorgar más derechos a accionistas minoritarios y facilitar su uso con el objeto de generar incentivos hacia los accionistas minoritarios para que tengan un papel más activo en la toma de decisiones y supervisión de las sociedades y equilibrar el poder que ejercen accionistas mayoritarios e institucionales.

2.- La influencia de los inversionistas institucionales que cada vez es mayor y más numerosa, deja dudas serias sobre su rol de supervisores internos, creadores de estrategia y políticas en favor de las empresas. Su actividad en muchos casos se limita a leer estados financieros, hacer análisis técnicos y tomar decisiones de entrada y salida.

3.- Los inversionistas institucionales no asumen compromisos de permanencia y finalmente se da el abandono y posiblemente el fracaso de un emprendimiento. El problema no es sencillo. Se debe reconocer por otra parte que existe la necesidad de que los inversionistas institucionales requieren obtener rendimientos elevados y en el corto plazo. No tienen incentivos para participar activamente, y al parecer no lo desean ya que es más fácil y económico desinvertirse cuando así convine, que involucrarse en la gestión de una empresa.

4- La protección del acreedor no ha evolucionado con el gobierno corporativo y solo mantiene su defensa al amparo de las reglas tradicionales del Derecho societario, cambiario y mercantil.

5.- En cuanto a la codeterminación laboral alemana, no es fácil desprenderse de las especificidades históricas, culturales y económicas. La evaluación de la conveniencia de mantenerla, depende de los datos que arrojen la microeconomía y los impactos de este modelo en la macroeconomía.

Nos adherimos a los señalamientos contenidos en los cinco puntos transcritos y obtenidos a lo largo de este trabajo de las ideas de varios autores. Aun con la llamada Reforma Financiera del 10 de enero de 2014, son vigentes en el caso mexicano, el legislador quedó en deuda con el mercado de valores.

DÉCIMA QUINTA

Hay una desafiante discusión sobre la convergencia o divergencia entre el gobierno corporativo y el Derecho de sociedades. Señala que desde un punto de

vista europeo no hay un “sí” o un “no” rotundo. El mundo real muestra tendencias de convergencia hacia un modelo de empresa de orientación anglosajona en favor del accionista, competencia, libre mercado, activismo del accionariado, mayor presencia de inversionistas institucionales con fuertes prácticas de gobierno corporativo.

Por otra parte, se ha vivido falta de competencia desde un punto de vista técnico de legisladores con conocimientos sólidos de derecho de sociedades que obviamente debilitan más la posición de éste frente a los modelos anglosajones de autorregulación.

No compartimos la opinión de que los sistemas de gobierno corporativo puedan adaptarse sin perder su estabilidad y equilibrios. De hecho desde nuestro punto de vista es exactamente en el sentido contrario.

Reiteramos que no debe haber modelos de gobierno corporativo a seguir, estos se deben adaptar a cada país. Los ingleses lo observaron y por ello en un inicio señalaron la necesidad de cumplir o explicar la razón de por qué no se cumple con los parámetros de gobierno de las corporaciones es el mecanismo denominado *“comply or explain”*. Después, cuando las prácticas de gobierno corporativo se convirtieron en leyes, generaron implícitamente una sanción para quien no las observe, simplemente esas leyes se convirtieron en barreras de acceso a los mercados, para quien no cumpla con las medidas de gobierno corporativo, como lo es el caso de México.

Los sistemas jurídicos se desarrollan y evolucionan según sus raíces históricas y culturales como ya vimos. El caso alemán y de los países bajos, es una muestra de adaptación y equilibrios. Al día de hoy la economía alemana con todas las críticas a su sistema dual de gobierno corporativo, tiene mejores resultados micro y macroeconómicos que los Estados Unidos de América y que el Reino Unido. Esto no quiere decir que estemos en favor o en contra del sistema dual alemán o el monista anglosajón, solo tratamos de señalar que en este tema no debe haber modelos a imitar.

DÉCIMA SEXTA

El modelo italiano siempre ha tenido en cuenta las profundas transformaciones de la organización empresarial y su complejidad. Ante el reconocimiento de esas transformaciones, busca siempre un nuevo equilibrio entre el cuidado que debe haber en no afectar la propensión al riesgo de los administradores, por un lado y la necesidad de prever una red eficaz de controles sobre su actuación, por el otro; busca no presionar con la atribución de responsabilidades el espíritu de iniciativa que necesariamente deben tener los consejos de administración, pero sin consentir, por el contrario, que tengan un amplio campo de actuación incontrolada.

Solo basta ver la forma de hacer negocios por parte de los italianos. Están presentes en el mercado de lujo en todo el mundo, sus marcas permean sin problemas, sus campañas mercadológicas son eficaces, ya casi no confeccionan solo diseñan y cuidan el *made in Italy* a cabalidad.

Podemos señalar que el legislador italiano, se ha movido sobre un amplio horizonte, dirigido a proporcionar a los operadores o administradores de empresas, autonomía privada, una amplia posibilidad de elección entre modelos diferenciados, inspirados en experiencias maduradas y consolidadas en otros ordenamientos. Lo anterior parece ser coherente, al no establecer correlaciones rígidas entre tipologías económicas y esquemas jurídicos, sino de ampliar la oferta y dejar a las empresas la elección de los modelos más convenientes para exigencias concretas. Reiteramos que en el gobierno de las corporaciones no debe haber modelos.

DÉCIMA SEPTIMA

La lección más relevante de la crisis del año 1929 y de la crisis reciente de 2008, en los Estados Unidos de América, en nuestra consideración, señala con severidad haber dañado de manera muy importante la confianza de la población. La confianza es la madre del crédito y fue lo primero que se dañó. El vocablo crédito tiene sus raíces latinas en *creditum y credere*, que significa creer, y la credibilidad que por supuesto se encuentra inmersa en el mercado de valores en donde se desarrollan otras formas de crédito y financiamiento también se dañó.

Otro aspecto a destacar es que la mayoría de las personas consideran que lo que se reestructuró fue el sistema financiero al crear leyes para su mejor regulación.

Esta percepción no es exacta. Lo que vino después del *crack* del 29 fue una reforma social que buscó de manera especial restaurar las heridas infligidas a la confianza derivada de esa crisis y se enfocó en su recuperación, que a la sazón del presidente Hoover sugirió al presidente Roosevelt, ya que él –Hoover– como presidente había intentado muchas cosas y había fracasado. Los beneficios derivados del llamado *New Deal* de Rosevelt sin duda se dieron en el plano social y esa fue la razón de su éxito, no fueron los de las reformas a la regulación financiera.

DÉCIMA OCTAVA

En la historia de los Estados Unidos de América, este acontecimiento –el *crack* del 29- también es sin duda un parteaguas entre la forma en que se organizaba la empresa antes de ese fatídico otoño de 1929 y después. Como se sabe las principales leyes de valores, la *Securities Act* de 1933 y la *Securities and Exchange Act* de 1934, tuvieron por objeto proteger a los inversionistas de fraudes en la actividad bursátil, así como exigir transparencia en la información, además de fortalecer a la autoridad bursátil, al crear una autoridad especializada y técnicamente competente. Es decir, si ese era el objeto de la ley, no es más que el resultado de conductas socialmente reprochadas que tuvieron como efecto el de crear normas jurídicas encaminadas a regularlas y en su caso sancionarlas.

Por otra parte, si quienes tenían la posibilidad de emitir eran los emisores, valga la tautología, y ellos fueron los que cometieron los fraudes contra los inversionistas que la ley protegió y también fueron quienes no dieron información suficiente, es concluyente que los destinatarios de las normas hubieran sido los administradores y los dueños de las empresas emisoras.

DÉCIMA NOVENA

El 19 de marzo del 2003, se publicaron en el Diario Oficial de la Federación las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y otros Participantes del Mercado de Valores, (también denominada “Circular Única de Emisoras”), que recogió las prácticas y principios de buen gobierno corporativo aplicables a las emisoras de valores contenidos en el Código de Mejores Prácticas Corporativas, desarrollado por el Consejo Coordinador Empresarial, dichas Disposiciones contenían una guía general para revelar el grado de adhesión mencionado y un anexo que contenía un instructivo y un formato. Los motivos vertidos en ambos documentos, señalan como argumento principal el fortalecimiento de la integración de los consejos de administración.

Los tratadistas Guillermo Larrea y Salomón Vargas, repararon en ello y mencionan que el Código de Mejores Prácticas Corporativas busca aportar que las sociedades sean institucionales, competitivas y permanentes en el tiempo, una condición difícil considerando que una cantidad significativa de empresas se crean anualmente en México, no superan tres años de vida.

Los términos “institucionalización y “permanencia” los consideramos más que elocuentes como aportación de Guillermo Larrea y Salomón Vargas, pero sobre todo original y diferente, tomando en cuenta que el gobierno de las corporaciones no solo sirve para organizar mejores consejos de administración como lo afirmó el CCE. La gobernanza en la empresa tiene encomendado asignar adecuadamente responsabilidades, crear equilibrios en las relaciones internas y externas en donde sin duda se dan luchas de poder (el poder económico, el poder de la información y el del control). Manteniendo su equilibrio se crea estabilidad y por consecuencia sostenibilidad de la empresa en el tiempo, asegurando su desarrollo actual, sin comprometer los recursos de futuras generaciones.

Por lo que se refiere a la institucionalización es un término recién acuñado y se refiere a la posibilidad de hacer trascender el horizonte de inversión de sus accionistas y el profesional de sus fundadores y administradores, para operar y decidir con independencia de quien se encuentre detrás de la empresa o negocio, particularmente si se tiene como propósito una venta estratégica de la empresa, que busca dar garantías mediante la estandarización de la gestión en sus

procesos, en su constante evaluación, en la generación de información de manera transparente a sus órganos colegiados y en el análisis de su información de manera recurrente. La institucionalización promueve el crecimiento, mejora continua y permite la creación de condiciones para la toma de decisiones con mejor información.

Con el ánimo de enriquecer esta importante aportación, añadiríamos el término "sostenibilidad" de la empresa, sin más que referir lo que la Real Academia Española ha dicho sobre su definición: *''Dicho de un proceso: Que puede mantenerse por sí mismo, como lo hace, p. ej., un desarrollo económico sin ayuda exterior* (esto último sería relativo) *ni merma de los recursos existentes."*

VIGÉSIMA

Se ha mostrado que las finanzas corporativas y el gobierno corporativo están profundamente entrelazados, porque la deuda y el capital determinan las estructuras y alternativas que ofrece el gobierno de las corporaciones, la primera favoreciendo estructuras basadas en reglas disciplinantes, el último ofreciendo marcos de decisión más flexibles y adecuados a las necesidades especiales de la corporación y el financiador, con orden y transparencia.

VIGÉSIMA PRIMERA

La nueva Ley del Mercado de Valores, no ha generado el estímulo pretendido a las medianas empresas para acudir a los mercados voluntarios de capitales o deuda ni ha consolidado régimen alguno de las sociedades anónimas bursátiles. De hecho no tenemos registrada ninguna acción del Gobierno Federal ni de sus entidades, destacables o encaminadas a la promoción para el acceso al mercado de valores de las empresas medianas.

Un ejemplo de nuestra afirmación es que Nacional Financiera tiene en su Ley Orgánica el mandato de fomentar el desarrollo integral del sector productivo de este país y promover su eficiencia y competitividad. En el ejercicio de su objeto deberá canalizar apoyos y recursos y estará facultada para promover y encauzar la inversión de capitales, asistencia técnica y desarrollo integral del mercado de

valores. Siendo el brazo ejecutor del Gobierno Federal para apoyar iniciativas como las previstas en la Ley del Mercado de Valores, simplemente en lo que va del presente siglo esa institución dejó de tener el protagonismo que la caracterizó por décadas dentro del mercado de valores.

En el Senado de la República la iniciativa fue aprobada el 27 de abril de 2005, tal y como fue presentada por el Ejecutivo Federal y se envió a la Cámara de Diputados, en donde su revisión fue más profunda. El dictamen reitera la necesidad de promover el acceso de las medianas empresas al mercado de valores, promover el mercado de capital de riesgo y consolidar el régimen aplicable a las sociedades anónimas bursátiles. El dictamen también se enfoca en temas de confianza para corregir los desequilibrios del mercado, mayor certeza y seguridad jurídica. La realidad es que ni la Ley del Mercado de Valores ni las instituciones lograron alinear y generar incentivos correctos en apoyo de las empresas y del mercado de valores.

Las sociedades anónimas promotoras de inversión y las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil, son modelos societarios más flexibles que pretenden lograr ese objetivo, pero simplemente no han tenido la aceptación deseada. El mercado optó por utilizar los denominados *private equity funds*, contrario a la idea de permanencia que se ha mencionado en este trabajo.

VIGÉSIMA SEGUNDA

Aludiendo al escritor Ruchir Sharma en su obra *Breakout Nations*, señala que existe en México y en otros países denominados emergentes una perversa desconexión entre el mercado accionario y la economía, que refleja a profundidad el poder de los monopolios. Esto nos permite afirmar que la falta de incentivos no necesariamente surge de una deficiente regulación.

Entonces, si hay monopolios ¿quienes crean las barreras de acceso?

La respuesta creemos que es simple. Los mismos monopolios, en muchas ocasiones creados en el ámbito público o privado por el mismo Estado.

El problema es que en nuestro país esas barreras las crean entonces los oligopolios, que son entre diez y veinticuatro familias que detentan las empresas más importantes de nuestro país.

Los ejemplos más claros, señala Ruchir Sharma, son los países dominados por oligopolios, como México y Sudáfrica. En estas economías, si aumenta la competencia y afecta los márgenes de beneficio anormalmente altos de las grandes empresas, permitiría inferir que eso podría bajar los precios al consumidor, aumentando la productividad en general e incrementar el potencial de crecimiento del país.

Esto no sucede en nuestro país. Señala el autor:

"En México se ha producido una gran desigualdad con poco de crecimiento: de hecho, el poder establecido y la riqueza de su élite son los principales obstáculos al crecimiento…

Normalmente, en el desarrollo acelerado de una economía surge un aumento de la desigualdad que es un inconveniente necesario, pero temporal. En la cultura del oligopolio mexicana –diez familias son dueñas de México-, se está creando una forma de auto-perpetuación de la desigualdad. México es un caso atípico preocupante en la curva de Kuznets, que muestra que en las primeras etapas de desarrollo de un país, una marea creciente levanta todos los barcos normalmente, pero se elevan mucho más rápido los ingresos de la clase alta que los de la clase obrera. Hay unos pocos países como Taiwán y Corea del Sur que lograron superar la curva y se produjo un crecimiento rápido de la clase alta, pero también se produjo un crecimiento de la igualdad en el que mejoró la clase obrera durante muchas décadas."

Las raíces de la cultura del oligopolio en México han permanecido por más de ochenta años. Con una diferencia, que los oligopolios no solo están en las grandes empresas, sino que también están en los sindicatos públicos y privados, los grupos que representan a los grandes agricultores, campesinos, ganaderos, con una estructura muy similar a la de los oligopolios.

La lista de millonarios mexicanos de los últimos años, refleja el estancamiento del país. Prácticamente permanece sin moverse. Las mismas

familias se han vuelto más ricas y han ampliado su poder económico. Su lucha eterna es contra la competencia para mantener el poder de fijación de precios y pelean denodadamente ante los intentos de abrir la economía a la competencia ya sea que venga del exterior o dentro del país.

El consenso internacional es que la economía mexicana continuará con un desempeño bajo en los próximos años. Un giro hacia una competencia real, es un largo camino que está por delante y ya ha iniciado.

VIGÉSIMA TERCERA

La actividad empresarial, es relativamente joven en nuestro país y aunque los esfuerzos ofrecidos por el gobierno para generar incentivos adecuados han sido incontables, no han sido suficientes, para estimular el espíritu emprendedor en aquellas personas que reúnen condiciones ideales para el desarrollo empresarial.

Reiteramos, que el gran potencial que representan las medianas empresas son la piedra angular para la economía nacional, en quienes se encuentra la semilla que hará crecer de manera sostenible la economía, pues junto con la micro y pequeña empresa, constituyen prácticamente para todo el mundo la columna vertebral de las economías, por su alto impacto en diferentes rubros de la macro y microeconomía, ya que son fuente de empleos, beneficiando a su entorno mediante la oferta de productos, pago de impuestos y aportación a la producción nacional.

VIGÉSIMA CUARTA

Estamos convencidos y por tanto debemos reconocer que el marco regulatorio contribuye al desarrollo de los mercados de valores, pero no es el único factor contribuyente. Consideramos que la regulación siendo uno de los factores más importantes, por sí mismas no lleva más o menos empresas a cotizar o a financiarse a través de deuda en los mercados de valores, ni detonan proyectos o desarrollan operaciones, ni estimulan a mas inversionistas a llevar recursos al mercado de valores.

Un marco jurídico sólido, genera incentivos para propiciar un ambiente de negocios sano y seguro, cuando además sanciona conductas indeseables o perniciosas que puedan afectar el mercado de valores.

Don Jorge Familiar, sostiene que los pilares fundamentales para crear un ambiente adecuado en los mercados son: la transparencia, la equidad y la eficiencia, ya que de ellos depende la confianza en el mercado por parte de todos los participantes y la consecución de su potencial desarrollo.

En ese orden de ideas, la regulación que tienda a mejorar los pilares de la transparencia, equidad y la eficiencia, no garantizan el desarrollo del mercado, pero si impacta de manera positiva en el mediano y largo plazo, en la economía de un país, lo cual será un indicador determinante de desarrollo real de su sistema financiero, generando ineludiblemente más emisoras, mayor profundidad y liquidez en el mercado.

VIGÉSIMA QUINTA

Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer, escribieron un artículo denominado *"What Works in Securities Laws?"* examinan los efectos de la regulación en materia de valores en 49 países y tocan el tema relativo a los efectos de la regulación sobre el desarrollo del mercado de valores.

Los autores, arriban a la conclusión de que las leyes de valores influyen en el desarrollo del mercado de valores. También señalan que los mercados financieros no prosperan cuando se les deja a las fuerzas del mercado por sí solas. Es decir siempre el elemento "Estado" es importante a través de las autoridades supervisoras y reguladoras del sistema financiero.

En su análisis señalan que las leyes de valores son importantes porque facilitan contratación privada en lugar de prever la aplicación de la reglamentación pública. Hacen énfasis en la vigilancia privada que se correlaciona positivamente con la importancia de regular el conflicto de agencia entre control de los accionistas e inversores externos para promover el desarrollo de los mercados. Ponen en duda la suficiencia de soluciones puramente privadas en la reducción de la brecha entre los países con los inversores fuertes y débiles.

Una conclusión importante en los resultados del estudio de los autores en cita, es que aclaran que el origen legal o la familia jurídica predicen el desarrollo del mercado. Los resultados se apoyan la idea de que el *common law* en esta área proviene de su cuidado en la disciplina del mercado y la solución de controversias se da en litigios privados. También refieren que los beneficios parecen estar en el énfasis que ponen los actores del mercado en las formas de contratación privada y la estandarización en la solución de controversias donde consideran de manera importante el enfoque que se da a la responsabilidad, como parte de las normas que más favorecen al mercado.

Tenemos una opinión diferente, más aun que el artículo a comentario se escribió con anterioridad a la promulgación de la Ley del Mercado de Valores vigente en México y pese a que muchas de las supuestas diferencias entre el sistema jurídico anglosajón y el latino o romano germánico y francés, disminuyeron a partir de 2006. Al menos en siete años no han dado muestra de mejora de acuerdo con lo que se afirmaba por parte de los autores de la cita.

Entre los puntos en los que hacen énfasis los autores como virtudes del *common law* están los siguientes:

a) Hay superioridad en la protección de los derechos de propiedad del inversionista,

b) La flexibilidad del poder judicial es mayor en la resolución de controversias para casos imprevistos en los ordenamientos jurídicos, sobre todo en temas que involucran transacciones del mercado de valores que son tan dinámicas y complejas,

c) Existe mayor libertad para las personas en la negociación de asuntos económicos y comerciales que generan un ambiente propicio para el florecimiento de los mercados financieros,

d) Las raíces históricas de los sistemas jurídicos codificados contribuyen en los niveles de corrupción, y

e) Hay menos participación del Estado en temas económicos.

Nuevamente, reitero el argumento ya mencionado. Pese a haber integrado gran parte de esas propuestas o postulados del *common law* en la Ley del Mercado de Valores de 2005, al menos en nuestro país no se han dado efectos estimulantes sobre el mercado después de ocho años de vigencia.

Creemos que las aportaciones de Florencio López de Silanes, Rafael La Porta, Andrei Shleifer son ingeniosas y tienen su valor, pero son débiles en argumentación, no podemos reducir el Derecho a estadísticas ni a tendencias o modas. Es inobjetable el nivel de desarrollo de los países anglosajones, pero también es inobjetable el desarrollo de los mercados alemán, español (pese a su terrible crisis) o brasileño, todos con Derecho codificado.

Por otra parte, el año 2008 y siguientes se dio muestra de que el liberalismo, el neoliberalismo y el *common law*, no lo resuelven todo, que los mercados y el sistema financiero tuvieron que recurrir al halo protector del Estado, para sortear una de las crisis más importantes que se haya registrado en la historia económica del mundo.

La crisis de 2008, fue el resultado del saqueo a inversionistas por parte de entidades financieras, pagando bonos a sus gestores sin los menores elementos de evaluación y racionalidad, diseñando productos financieros que después calificaron de "tóxicos", para deshacerse de portafolios mal estructurados endosando al inversionista el costo de sus errores, que concluyó con políticas de austeridad y reparto de miseria entre la sociedad de los Estados Unidos de América y del mundo en general, cargando a los contribuyentes en lo particular el costo de sus errores, como ha sucedido un sin número de veces en éste país. Para nuestra sorpresa las agencias calificadoras que solaparon todo, salieron ilesas. El sistema jurídico de los Estados Unidos de América, probó ser falible. La receta o las llamadas "buenas prácticas" no funcionaron.

VIGÉSIMA SEXTA

Hemos mencionado a lo largo de éste trabajo las críticas a nuestro sistema de justicia, nuestro Poder Judicial necesita renovarse, no han sido en vano las reformas recientes de 2010, al artículo 17 de la Constitución Política de los

Estados Unidos Mexicanos, que fortalecen los mecanismos alternativos de solución de controversias.

Una de las razones por la que vemos muy pocos litigios derivados de operaciones contratadas en el mercado de valores es que los actores del mercado no tienen confianza en el Poder Judicial para someterlos a su conocimiento y solución, es por ello que constantemente se ventilan en la mesa de negociaciones o ante árbitros y mediadores. Creo que hay mucho que hacer con los tribunales especializados en materia mercantil en el Poder Judicial, es una asignatura pendiente desde hace muchos años.

VIGÉSIMO SEPTIMA

Estamos altamente convencidos de que la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, no cuenta con el personal suficiente, para revisar en qué y cómo invierten los ahorros de los mexicanos para su retiro, con el detalle, profundidad e integridad que requieren.

El sistema financiero mexicano, festejó aquella modificación a la Circular Consar 15-20, ahora nos gustaría que se trabajara de la misma forma en la protección de los derechos de los inversionistas que somos la inmensa mayoría de mexicanos económicamente activos en la economía formal y de la misma forma se festejara.

VIGÉSIMA OCTAVA

En cuanto a la estructura de los títulos emitidos en el mercado de valores dimos cuenta de los acontecimientos cronológicos relativos a la creación por ejemplo de los títulos fiduciarios por parte de la CNBV, a partir de la modificación a las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores, del 22 de julio de 2009, en específico a su artículo 7, fracción II, inciso c).

Solo destacar que cada día la ley y la doctrina de los títulos de crédito de los últimos cincuenta años se va enriqueciendo, va evolucionando, va cambiando, o bien se va deteriorando o extinguiendo.

Aquellos que no somos jóvenes, conocimos los títulos de crédito hace muchos años, ahora nos los presentan como títulos valor, títulos cambiarios, títulos corporativos, títulos representativos de otros, títulos en masa o en serie, títulos fiduciarios, títulos únicos o múltiples, valores mobiliarios, entre otras muchas ideas de cambio de nombre y en otros de cambio de estructura.

Creemos que tanto la autoridad administrativa como los legisladores y los usos y prácticas en negocios internacionales, han confundido y han logrado permear cierta semántica que ataca la precisión que caracteriza a los títulos de crédito, pero en especial a sus características más connotadas la "literalidad, incorporación y sustantividad".

No tenemos la menor duda de que la intención en todos los casos al crear algo nuevo en la normativa, está dirigida a solidificar la estructura legal de ciertos actos o documentos, para tutelar y garantizar mejor los derechos ellos insertos.

Creemos que hemos llegado a un nivel que destruye la precisión en la descripción de derechos contenidos en los títulos de crédito, pero sobre todo, creemos que se ha destruido la posibilidad de ejecución. Se abandonó la realidad procesal, la del foro.

Consideramos que habrá serios problemas para ejecutar los títulos valor creados bajo las actuales estructuras y los emisores tendrán mil posibilidades de eludir su responsabilidad. Lo peor es que quienes terminarán sin recursos son los fondos de pensiones, o se esfumarán capitales constituidos *ex-profeso* por aseguradoras, afianzadoras, entre otros inversionistas institucionales. Tenemos que apelar a la seguridad jurídica, a la simplicidad y transparencia de los instrumentos y operaciones del mercado de valores.

B I B L I O G R A F I A

Allende Acosta, Verónica, "Economía Mexicana Durante el Porfiriato*", Tesis* No. 1741, Universidad de Puebla, México, 2003.

Álvarez Macotela, Oscar, *Enigma de la legislación Bursátil en México*, Derecho Bursátil Contemporáneo, Temas Selectos, Porrúa, México, 2008.

Aníbal Sánchez, Andrés, "En Torno al Concepto, Evolución y Fuentes del Derecho Bursátil en el Sistema Jurídico Español", en la *Revista de Derecho Mercantil*, no. 155, Madrid, 1980.

Aristóteles*, Ética Nicomaquea*, Porrúa, col. Sepan Cuantos, no. 70, lb. V., México, 2000, Libro V, Capítulo V.

Aristóteles, *La Política,* Porrúa, col. Sepan Cuantos, no. 70, México, 2000.

Ascarelli, Tulio, *Iniciación al Derecho Mercantil,* Publicaciones Real Colegio de España en Bolonia, Bosch Casa Editorial, Barcelona, España, 1964.

Bainbridge, Stephen*, To Complete Guide to Sarbanes Oxley, Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business,* Published by Adams Media, an F+W Publications Company, Massachusetts, United States, 2007.

Barrachina, Eduardo, *Derecho del Mercado de Valores,* Difusión Jurídica y Temas de Actualidad, S.A., Madrid, España, 2011.

Barrera Graf, Jorge, *Instituciones de Derecho Mercantil*, Porrúa, México, 1989.

Barrera Graf, Jorge, *Historia del Derecho de Sociedades en México,* Estudios Jurídicos en Memoria de Roberto L. Mantilla Molina*,* Porrúa, México, 1984.

Barrera Graf, Jorge, *Temas de Derecho Mercantil,* Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1983.

Barrera Graf, Jorge, *Temas de Derecho Mercantil*, Universidad Nacional Autónoma de México, 1983.

Barrera Graf, Jorge, *Temas de Derecho Mercantil,* Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1983.

Baums, Theodor, *Derecho de Sociedades Anónimas. t. I El Código Alemán de Gobierno Corporativo del año 2002: relaciones entre regulación legal y autorregulación,* Thomson Aranzadi-Bolsa de Madrid, España, 2006.

Beato, Guillermo, *Historia Económica de México: de la Independencia a la Revolución*, coord. Enrique Semo, Universidad Nacional Autónoma de México, Océano, México, 2004.

Bercovitz Rodríguez-Cano, Alberto, "El Derecho del Mercado de Capitales", Principios Fundamentales, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año 8, no. 29, enero-marzo, 1988, Madrid, España.

Berle, Adolf & Means, Gardiner, *The Modern Corporation & Private Property*, Transaction Publishers, New Brunswick (USA) ad London (U.K.), tenth printing, 2009**.**

Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *La Bolsa de Comercio de Buenos Aires en su Centenario*, Buenos Aires, Argentina, 1954.

Braudel, Fernand, *La Dinámica del Capitalismo,* Fondo de Cultura Económica, Serie Breviarios, no. 427, 5ª. reimpr., trad. Rafael Tusón Calatayud, México, 2012

Brom, Juan, *Esbozo de Historia Universal,* Grijalbo, S.A., México, 1973.

Broseta Ponts, Manuel, *Estudios de Derecho Bursátil*, Técnos, Madrid, España, 1971.

Cabrera Morales, Sergio, *Economía Financiera Contemporánea,* t. IV*, Construcción Institucional del Sistema Financiero Mexicano*, 1854-1955, Eugenia Correa y Alicia Girón, coord., UNAM, UAM, Senado de la República, Miguel Ángel Porrúa Grupo Editorial, México, 2004.

Cachón Blanco, José Enrique, *Derecho del Mercado de Valores*, ed. Dykinson, Madrid, España, 1992.

Camerini, Marcelo, *Mercado de Valores*, Ad-Hoc, S.R.L., Buenos Aires, Argentina, 2002.

Carvallo Yañez, Erik, *Tratado de Derecho Bursátil,* Porrúa, México, 1997.

Casasus, Joaquín, *Las Instituciones de Crédito,* ed. Facsimilar 1890, Miguel Ángel Porrúa, Librero Editor, México, 1991.

Castillo Peraza, Carlos, *Manuel Gómez Morín, Constructor de Instituciones*, Fondo de Cultura Económica, México, 1994.

Consejo Coordinador Empresarial, *Código de Mejores Prácticas Corporativas*, 2ª ed., 2010.

Cosio Díaz, José Ramón, *Derecho y Análisis Económico,* Fondo de Cultura Económica y el

Instituto Tecnológico Autónomo de México, 3ª reimpr., México, 2010.
Couret, Alain, *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas,* t. I., *El Tercer Sistema en el Derecho Francés Después de la Reforma de 2001,* Thompson Aranzadi, Navarra, España, 2006.
Couret, Alain, Le Basque Hervé, *et al*., *Droit Financier,* Dalloz, Paris, France, 2008.
Dávalos Mejía, Carlos Felipe, *Títulos y Operaciones de Crédito*, Oxford, 3ª. ed., México, 2006.
De Castro y Bravo, Federico, *Derecho Civil de España* Parte General, t. I., Instituto de Estudios Políticos, 2ª. ed., Madrid 1949.
De la Fuente Rodríguez, Jesús, *Tratado de Derecho Bancario y Bursátil*, t I., Porrúa, México, 2010.
De la Fuente, Jesús, *Ley del Mercado de Valores*, Porrúa, México, 2009.
Díaz Dufoo, Carlos, *Limantour*, Eusebio Gómez de la Puente, 2ª ed. Nuevo México, 1910.
Duque, Justino, *et al.*, *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas, Del texto refundido de la LSA 1989 a la Ley de Transparencia de 2003: Hitos y situación actual del Ordenamiento Español en Materia de Gobierno Corporativo,* Thompson Aranzadi, t. I., Navarra España, 2006.
Easterbrook, Frank, Fischel Daniel, *The Economic Structure of Corporate Law,* Harvard University Press, United States of America, 1996.
Familiar, Jorge, *Derecho Bursátil Contemporáneo*, Temas Selectos, Porrúa, México, 2008.
García Máynez, Eduardo, *Introducción al Estudio del Derecho*, Porrúa, México, 1969.
Garrigues Díaz-Cañabate, Joaquín, *Curso de Derecho Mercantil,* t.1, Porrúa, México 1981.
Garrigues Diaz-Cañabate, Joaquín, "El Concepto Orgánico de Bolsa", en la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil,* no. 5, Octubre-Diciembre 1981, Centro de Estudios y Comunicación Económica, Madrid, España.
Hernández González, David, *Elementos de Derecho Monetario Mexicano*, Porrúa - Escuela Libre de Derecho, México.
Heyman, Timoty, *Inversión en la Globalización,* Bolsa Mexicana de Valores, Milenio - Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas e Instituto Tecnológico Autónomo de México, México, 1998.
Hopt, Klaus, *Estudios de Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores,* Marcial Pons, Madrid, España, 2010.
Igartúa Araiza, Octavio, *Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano,* Porrúa, 2ª. ed., México, 1998.
"Informe de Gobierno" del Presidente de la República Abelardo L. Rodríguez del 1° de septiembre de 1934.
J. Pani, Alberto, *La Política Hacendaria del Nuevo Régimen,* en Alberto J. Pani, *Tres monografías*, Atlante, México, 1941.
Janet Dine y Charlotte Villiers, et. al. *Derecho de las Sociedades Anónimas Cotizadas, Estructura de Gobierno de las Sociedades Anónimas Cotizadas en el Reino Unido,* t. I*.,* Thompson Aranzadi, Navarra, España, 2005.
Kenneth Galbraith, John, *El Crack del 29*, Ariel, S.A, Barcelona, España, 1985.
Knownlton, Robert J., *Los Bienes del Clero y la Reforma Mexicana (1856-1910)*, Colegio de México, México, 1971.
Krebs, Ricardo, *Historia Universal*, Zig Zag, Santiago de Chile, 1963.
La Porta, Rafael, López de Silanes, Florencio and Shleifer Andrei, *What Works in Securities Laws? The Journal of Finance*, vol. LXI, no. 1, February 2006.
Labastida, Luis G., *Estudio Histórico y Filosófico sobre la Legislación de los Bancos,* Estudio Introductorio de Oscar Castañeda Batres, Miguel Ángel Porrúa, Librero Editor - Banco Nacional del Pequeño Comercio, México, 1989.
Lagunilla Iñarritu, Alfredo, *La Bolsa en el Mercado de Valores de México y su Ambiente Empresarial,* t. I., ed. ilustrada de la Bolsa Mexicana de Valores, México, 1973.
Lanois, Paul, *L'Effet Extraterritorial de la Loi Sarbanes-Oxley,* Revue Banque Edition, Paris, France, 2008.
Larrea Martínez, Guillermo y Vargas García, Salomón, *Apuntes de Gobierno Corporativo,* Porrúa, Universidad Panamericana y Escuela Libre de Derecho, México, 2009.
Le Goff, Jacques, *La Bolsa o la Vida*, Gedisa, 3ª reimpr., trad. Albert L. Bixio, Barcelona, España, 2003.
Le Goff, Jacques, *Mercaderes y Banqueros de la Edad Media,* Editorial Universitaria de Buenos Aires, trad. Natividad Massanes, Buenos Aires, 1975.

León León, Rodolfo, *Avances y Deficiencias de la Nueva Ley del Mercado de Valores,* En memoria de Julián Bernal Molina, Academia Mexicana de Derecho Financiero, A.C., México, 2006.
Linton, Ralph, *Estudio del Hombre*, Fondo de Cultura Económica, México, 1985.
Llano Cifuentes, Carlos, *Dilemas Éticos de la Empresa Contemporánea*, Fondo de Cultura Económica, México, 2000.
López Reyes, Amalia y Lozano Fuentes, José Manuel, *Historia Universal,* Compañía Editorial Continental, S.A., México, 1972.
Manero, Antonio, *La Revolución Bancaria en México*, ed. Facsimilar 1957, Miguel Ángel Porrúa Librero Editor - Banco Mexicano Somex, S.N.C., México, 1991.
Marsili, María Celia, *Mercado de Capitales, Régimen de las Emisoras*, Rubinzal Culzoni, Buenos Aires, Argentina, 2003.
Montalenti, Paolo, *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas,* t. I., *Administración y Control en la Sociedad Anónima en el Sistema Italiano*, Thompson Aranzadi, Navarra, España, 2006.
Monteagudo Valdez, Manuel, *Aspectos Jurídicos sobre la Moneda y la Banca Central en la Economía Contemporánea,* Panorama Internacional del Derecho Mercantil, Culturas y Sistemas Jurídicos Comparados, t. I., coord., Elvia Arcelia Quintana Adriano, México, 2006.
Morles Hernández, Alfredo, *Régimen Legal del Mercado de Capitales,* Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, Venezuela, 1979.
Olcese Santonja, Aldo, *Teoría y Práctica del Buen Gobierno Corporativo,* Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., Barcelona España, 2005.
Poal Marcet, José, *La Bolsa y la Vida,* Granica, S.A., Barcelona, España, 2003.
Radresa, Emilio, *Bolsas y Contratos Bursátiles,* Depalma, Buenos Aires, Argentina, 1995.
Ripert, Georges, *Tratado Elemental de Derecho Comercia* trad. Felipe de Solá Cañizares, Tipográfica Editora Argentina, t. II, Sociedades, Buenos Aires, 1954.
Riveroll González, Ernesto, *Cien Años de la Bolsa de Valores en México, 1984-1994*, *Notas y Testimonios*, coord. Bolsa Mexicana de Valores, S.A., México, 1994.
Rodríguez y Rodríguez, Joaquín, *Derecho Bancario*, Porrúa, México, 1945.
Romero Casillas, Mariana, *La SAPIB como un Mecanismo para Facilitar el Acceso al Mercado Público de Capitales del Mercado Mexicano*, Derecho Bursátil Mexicano, Temas Selectos, Porrúa, México, 2008.
Ruchir, Sharma, *Breakout Nations*, Ed. W. W. Norton Company, Inc., New York, Unites States of America, 2013.
Ruiz Torres, Humberto Enrique, *Derecho Bancario*, Oxford University Press, México, 2003.
Salado Álvarez, Victoriano, *Memorias de Victoriano Álvarez Salado*, Iberoamericana de Publicaciones, México, 1946.
Saldaña Espinosa, Judith, *Grupos de Empresas,* Porrúa, Prólogo de Guillermo Ortiz Mayagoitia, México.
Samuelson, Paul y Nordhaus, William, *Economía,* McGraw-Hill, Madrid, España, 1996.
Sánchez Calero, Fernando "Instituciones de Derecho Mercantil*"*, en la *Revista de Derecho Privado*, 9ª. ed., Madrid, España, 1982.
Sánchez Calero, Fernando "Instituciones de Derecho Mercantil*"*, en la *Revista de Derecho Privado*, 9ª. ed., Madrid, España, 1982.
Stanowsky, Marcos, *Tratado de Derecho Comercial,* t. I, Tipográfica Editorial Argentina, S.A. Buenos Aires, 1957.
Stohlmeier, Thomas, *German Public Takeover Law*, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands, 2002.
Suárez Dávila, Francisco*, Política Hacendaria y Economía Política en el México Posrevolucionario.*
Tena Ramírez, Felipe, *Leyes Fundamentales de México 1808-1983*, Porrúa, 12ª ed., México 1983.
Tenenbaum, Bárbara A*., México en la Época de los Agiotistas, 1821-1857*, trad. de Mercedes Pizarro, Fondo de Cultura Económica, México, 1985.
The Financier Company, History of The New York Stock Exchange, Kessinger Publishing, Legacy Reprints, Nueva York.
Van der Yeught, Michel, *"Une Historie de Wall Street"*), Editions ESKA, Bonchamp lès- Laval,

Francia, 2009.
Vargas García, Salomón, *Algunos Comentarios sobre el Comercio Electrónico y la Correduría Publica en México,* 2a ed., Porrúa, México, 2007.
Vázquez Arminio, Fernando, *Derecho Mercantil,* Porrúa, México, 1977.
Vera Estañol, Jorge, *Historia de la Revolución Mexicana,* Porrúa, México, 1976.
Vigo, Rodolfo Luis, *Principios Jurídicos,* Depalma, Buenos Aires, Argentina, 2000.
Vilches Alcázar, Recaredo *Libro del Consulado del Mar,* Aseguradora Mexicana, S.A., México, 1983.
Villegas, Carlos Marcelo y Villegas, Carlos Gilberto, *Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas,* Prólogo de José E. Cachón Blanco, Dykinson, Madrid, España, 2001.
Villoro Toranzo, Miguel, *Introducción al Estudio del Derecho*, 17a. ed., Porrúa, México, 2002.
Vivante, César, *Tratado de Derecho Mercantil*, vol. I, trad. César Silio Belena, Reus, S.A., Madrid, 1932.
Wilford J. Eiteman *et al., The Stock Market*, McGraw Hill Book Co., New York, 1966.
Zavala Rodríguez, Carlos Juan, *Derecho de la Empresa,* Depalma, Buenos Aires, Argentina, 1971.
Zunzunegui, Fernando, *Derecho del Mercado Financiero*, Segunda ed., Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A. Madrid, España, 2000.
Zunzunegui, Fernando, *et al.*, *Derecho Bancario y Bursátil*, Constitución y Leyes, S.A. (COLEX), Madrid, España, 2012.

TESIS

Álvarez Garibay, Jaime M., "Letrados de Finales del Siglo XIX y Principios del XX. Los Científicos", *Tesis Doctoral* en Historia, Universidad Iberoamericana, 2011.
Álvarez Garibay, Jaime Manuel, "Aspectos Jurídicos sobre Financiamiento a la Banca de Desarrollo", Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Derecho, División de Estudios de Postgrado, *Tesis Doctoral*, México, 1996.
Vargas García, Salomón, "Algunos Comentarios sobre Comercio Electrónico, la Correduría Pública y el Mercado de Valores en México*", Tesis Doctoral*, Universidad Panamericana, México 2003.

DOCUMENTOS EN INTERNET

A Guide to AIM, London Stock Exchange, http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf, Consultada el 25 de noviembre de 2013.
Acuerdo por el que se establece la estratificación de las micro, pequeñas y medianas empresas", Secretaría de Economía, *Diario Oficial de la Federación* del 30 de junio de 2009, En http://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5096849&fecha=30/06/2009 Consultada el 21 de noviembre del 2013.
Beyer, Harald, "Ronald H Coase y su Contribución a la Teoría de la Economía y del Derecho", *Ensayo del Centro Estudios Públicos*, Escuela de Economía y Administración, Universidad de Chile no. 45, 1992, En http://www.lcuc.cl/documentos_down/estudios_publicos/(18)EstudiosPublicosN45,C,1992.pdf, Consultada el 8 de julio de 2013.
Bolsa Mexicana de Valores, "Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores", versión actualizada al 28 de agosto de 2013. Sección 4.005.00 y 4.008.01, México.
En http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_reglamento_vigente Consultada el 2 de septiembre de 2013.
Cámara de Diputados, "Dictamen de la Ley del Mercado de Valores" presentada por la Comisión de Hacienda y Crédito Público de la Cámara de Diputados, en base a la iniciativa de la Ley del Mercado de Valores, presentada por el Ejecutivo Federal. México 2005.
En http://gaceta.diputados.gob.mx/Gaceta/59/2005/dic/20051206-I.html Consultada el 2 de septiembre de 2013.

Castrogiovanni, Marcelo, “La Reforma del Derecho Societario en Italia”, *El Proyecto Mirone, En http://derecho-comercial.com/Doctrina/refital1.pdf C*onsultada el 24 de julio de 2013.
Coase, Ronald, “Naturaleza de la Empresa” tomado de *Lecturas de Microeconomía y Economía Industrial,* Editado por Manuel Ahijado Quintillán y José Andrés Fernández Cornejo, Pirámide, Madrid, 1998, pp. 558 y ss. En: http://es.scribd.com/doc/66575887/Coase-1937-La-Naturaleza-de-La-Empresa, Consultada el 8 de julio de 2013.
Consejo Coordinador Empresarial, En http://www.cce.org.mx Consultada el 10 de agosto de 2013.
Diccionario de la Lengua Española, Real Academia Española, 22ª ed., En http://lema.rae.es/drae/?val=bolsa. Consultada el 31 de mayo 2013.
Estefanía, Joaquín, “Informe Aldama: y parió un ratón…”, *El País,* Columna del 13 de enero de 2013, En http://elpais.com/diario/2003/01/13/economia/1042412405_850215.html, Consultada el 13 de agosto de 2013.
Exposición de Motivos de la Reforma Financiera, en http://www.hacienda.gob.mx/ApartadosHaciendaParaTodos/reformafinanciera/doctos/10_mercado_valores_08052013.pdf Consultada el 11 de diciembre de 2013.
Exposición de motivos contenida en la Iniciativa de la Ley del Mercado de Valores presentada en febrero de 2005, al Senado de la República.
En www.Diego_Fern%c3%a1ndez_de_Cevallos_15-feb-2008[1] Consultada el 23 de noviembre de 2013.
Exposición de motivos de la Iniciativa de Reformas y Adiciones a la Ley del Mercado de Valores de 1975, en www.senado.gob.mx Consultada el 3 septiembre de 2012.
Financiamiento a las Microempresas y las Pymes en México 2000-2009”, *Naciones Unidas, Cepal*, Santiago de Chile, 2010, En http://www.cepal.org/publicaciones/xml/3/40603/lcl3238e.pdf, Consultada el 18 de diciembre de .
Fornero, Ricardo, “Cronología Fotográfica de las Finanzas, los Instrumentos, los Conceptos, las Herramientas”, Universidad Nacional de Cuyo, Perú, p. 62. En http://www.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/cronologia_finanzas/cronologia_finanzas_adicional_6_1156_a_1785.pdf consultada el 19 de marzo de 2013.
Fox Quezada, Vicente “Exposición de motivos de la Iniciativa de la Ley del Mercado de Valores”, *Senado de la República*, México 2005, pp.1-2. En http://www.senado.gob.mx/index.php?ver=sp&mn=3&sm=3&lg=59&ano=2&id=15163 consultada el 2 de septiembre de 2013.
García Soto, María Gracia “El Gobierno Corporativo y las Decisiones de Crecimiento Empresarial” *Tesis Doctoral*, pp. 3-4. En http://www.eumed.net/tesis-doctorales/mggs/Cap1-1.pdf, Consultada el 9 de julio de 2013.
González Esteban, Elsa, “Análisis Ético del Informe Cadbury”, *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, no. 5, 2000. En http://derechobursatildued.blogspot.mx/2010/04/el-informe-cadbury.html, Consultada el 5 de agosto de 2013.
Gradilone, Claudio, *Istoé Dinheiro*, no. 737, 18 de noviembre de 2011, sección Tiempo e Dinheiro, consultada y traducida en esa misma página del portugués al español, En http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/73381_MAGLIANO+O+ATIVISTA consultada el 16 de diciembre de 2013.
Indicadores de Ocupación y empleo En http://www.inegi.org.mx/inegi/contenidos/espanol/prensa/ Consultada el 28 de noviembre de 2013.
Informe de la Comisión Cadbury”, 1992, apartado 2.5. *Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo, Reporte del Comité*, trad. Jandy Vásquez. En: http://es.scribd.com/doc/145578600/Informe-Cadbury-Traducido. Consultada el 31 de julio de 2013.
Instituto Mexicano para la Competitividad, A.C., En http://imco.org.mx/indices# Consultada el 26 de noviembre de 2013,
La empresa familiar, un negocio de por vida?” Grandes Pymes, En http://jcvalda.wordpress.com/2009/12/17/la-empresa-familiar-un-negocio-de-por-vida-2/ Consultada el 19 de diciembre de 2013.
Mayoral Jiménez, Isabel, “Peña Nieto quiere a las Pymes en Bolsa” artículo publicado por CNN revista *Expansión*, el 3 de mayo de 2013 en

http://www.cnnexpansion.com/economia/2013/05/02/gobierno-quiere-a-las-pymes-en-la-bolsa Consultada el 30 de mayo de 2013.
OECD, En http://www.oecd.org/about/history/ Consultada el 19 de agosto de 2013.
Ojer, Teresa, "El Papel del Gobierno Corporativo en la Buena Gestión de las Empresas Públicas de Televisión: el caso de RTVE" artículo de la *Revista Análisis de la Universidad de San Jorge,* Facultad de Comunicación, no. 43, 2011, Zaragoza, España, 2011.
En http://ddd.uab.cat/pub/analisi/02112175n43/02112175n43p59.pdf, Consultada el 14 de Agosto de 2013.
Perspectivas del Desarrollo Global 2012" En
http://editor.pbsiar.com/upload/PDF/ocde_persepctivas_2012.pdf Consultada el 18 de diciembre de 2013.
Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE" pp.3-4. En http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf Consultada el 20 de agosto de 2013.
Programa Nacional para el Financiamiento del Desarrollo, p. 8, 11, 59, 60 y ss. En http://fox.presidencia.gob.mx/docs/020611_pronafide.pdf Consultada el 28 de Agosto de 2013.
Prospecto de Emisión Agropecuaria Santa Genoveva, S.A.P.I. de C.V. En
http://www.bancomer.com/siabinternet/Repositorio/import/doctos/analisis/00007148.pdf
Consultada el 26 de noviembre de 2013,
Prospecto de Emisión, En
http://fibra-uno.com/wp-content/uploads/2011/01/Prospecto-Follow-On-DEFINITIVO-CON-FIRMAS-28-03-12.pdf Consultada el 26 de noviembre de 2013.
Ramírez Castro, Esteban, "De la Teoría a la Bolsa" Entrevista (al Presidente de la Bolsa de Valores de Sao Paulo). En
http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2007/noviembre/04/entrevista1288619.html Consultada el 10 de octubre de 2013.
Tavera, Jackeline, y Murillo, Carmen "Medianas empresas le temen a la Bolsa" CNN Revista *Expansión*, En http://www.cnnexpansion.com/expansion/2013/09/16/miedo-a-la-bolsa Consultada el 24 de septiembre de 2013.
Ugarte, Jesús, "Debuts y despedidas de la Bolsa en 2012" CNN *Revista Expansión,* Súper Empresas 2013, Edición 1116 del 24 de mayo de 2013.
En http://www.cnnexpansion.com/negocios/2012/12/13/entran-4-pero-salen-5-de-bolsa-en-2012 Consultada el 31 de mayo de 2013.

DICCIONARIOS

González, María del Refugio, *Diccionario Jurídico Mexicano*, t. II, Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1983.
Lombardo Aburto Horacio, *Diccionario Jurídico Mexicano*, t. IV., Universidad Nacional Autónoma de México, México 1983.

LEYES, ORDENAMIENTOS Y DISPOSICIONES

Ley General de Sociedades Mercantiles.
Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.
Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
Ley del Banco de México.
Ley del Mercado de Valores.
Ley Orgánica de la Administración Pública Federal.
Reglamento Interior de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
Reglamento de la Bolsa Mexicana de Valores.
Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores publicadas en el *Diario Oficial de la Federación* el 19 de marzo de 2003
Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Casas de Bolsa, emitidas por la Comisión

Nacional Bancaria y de Valores, publicadas en el *Diario Oficial de la Federación* el 6 de septiembre de 2004.

PRENSA Y REVISTAS

Bosque, Montserrat, “Enfría modelo el ambiente laboral” En periódico *Reforma*, del 7 de septiembre de 2013, sección negocios, México.
Censos Económicos 2009, ”Micro, pequeña, mediana y gran empresa”, Estratificación de los establecimientos, Instituto Nacional de Estadística y Geografía, México, 2011.
“El Mercado Intermedio de Valores en México”, Revista *El Mercado de Valores* Año LIII no. 18, Diciembre de 1993, publicación mensual de Nacional Financiera, S.N.C., México, 1993.
“Mercado Intermedio de Valores en México”, Revista *El Mercado de Valores* año LIII, no. 14, Agosto 1993, publicación mensual de Nacional Financiera, S.N.C. México, 1993.
“La Modernización del Mercado Mexicano de Valores”, Revista *El Mercado de Valores*, año LIII, no. 11, Junio 1993, publicación mensual de Nacional Financiera, S.N.C., México, 1993.
León León, Rodolfo, “Deficiencias del Proyecto de Ley del Mercado de Valores”, Artículos periodísticos publicados en Dos partes, periódico *El Economista*, el 15 de junio y 23 de julio de 2004, México.
López, Patxi, “La Alternativa es no Perseverar en el Error”, periódico *El País*, 19 de mayo de 2013, sección Opinión.
Rupérez, Ángel, “El Retorno de Marx” periódico *El País*, 30 de noviembre de 2008.