

La Legislación del Sexenio Sobre el Mercado de Valores

José Juan González Márquez

Introducción

El presente trabajo busca realizar un estudio de carácter multidisciplinario que permita explicar la forma como el mercado bursátil va adquiriendo importancia como sede de la intermediación financiera nacional a medida que la banca tradicional ve contraídas sus captaciones. Al mismo tiempo pretende exponer el papel que la legislación emitida durante la actual administración ha jugado en dicha evolución, y analizar las distorsiones que en su funcionamiento presenta el mercado de valores, particularmente en lo relativo a la circulación accionaria y a la determinación del índice de cotizaciones.

Con esa finalidad, la exposición se divide en cuatro apartados. En el primero de ellos se analiza la gestación de la legislación sobre el mercado de valores en México; en el segundo se apuntan los principales cambios introducidos a la legislación durante el período 1982-1988 y las repercusiones de éstos en el comportamiento del mercado; en el tercero se describe la estructura y funcionamiento del mercado a la luz de la Ley; y en el cuarto se analizan los principales problemas que presenta la circulación accionaria. Finalmente, se destina un apartado al apuntamiento de conclusiones.

I. Antecedentes

A) Génesis de la legislación sobre el mercado de valores

Luis Felipe Mercado señala en su obra "El Mercado de Valores" que fue en el año de 1880 cuando, en las oficinas de la Compañía Mexicana de Gas, se comenzaron a efectuar las primeras operaciones con valores. En dicha

sede, agrega el autor citado, se reunían mexicanos y extranjeros para comerciar con títulos mineros, haciéndose cada vez más numerosas las reuniones que dieron fama a la trastienda de la viuda de Genin⁽¹⁾.

Sin embargo es hasta 1894 cuando se funda la Bolsa de Valores de México, al amparo del Reglamento de Corredores del año de 1891.

Empero la poca cantidad de títulos que se comer ciaba llevó al cierre dicha sede bursátil⁽²⁾.

Para 1907 renace la sociedad bajo la razón social de Bolsa Privada de México transformándose en sociedad cooperativa limitada y en 1910 cambia de nombre por el de Bolsa de Valores de México» S.C.L. En ese entonces el mercado de valores había alcanzado un auge tal que se creó otra bolsa: el "Centro de Corredores e Inversionistas", aunque no tuvo mucho éxito y tras un corto período de vida se disolvió.

La Ley Bancaria de 1932 -al igual que las que le sucedieron dio a las casas de bolsa el carácter de Instituciones Auxiliares de Crédito, Para adecuarse a sus disposiciones, en 1933 la Bolsa de Valores de México, S.C.L., asumió la forma de Sociedad Anónima de Capital Variable.

Posteriormente, en 1940⁽³⁾, es promulgada la Ley que establece los requisitos para la venta al público de acciones de sociedades anónimas, que según se puede apreciar en su contenido, tiende a regular un mercado accionario paralelo y diferente al mercado bursátil.

1 Del autor véase: El Mercado de Valores, obra elaborada conjuntamente con Reynaldo Hernández Bazalova.

2 Indica el autor citado que para 1897 sólo se cotizaban tres emisiones públicas y ocho privadas, entre las que destacaban las acciones del Banco Nacional de México, del de Londres y México, del Internacional Hipotecario, las de la Cervecería Moctezuma, las de la Compañía Industrial de Orizaba.

3 Véase: *Diario Oficial* de la Federación del día lo. de febrero de 1940.

En efecto, dicha Ley señaló (Art. 10.) que era necesario obtener autorización previa del Ejecutivo Federal para ofrecer al público en venta acciones de sociedades anónimas, estableciendo sólo dos excepciones, a saber: Cuando se tratase de acciones cotizadas en bolsa de valores, que funcionase de acuerdo a la Ley General de Sociedades Mercantiles, y para negociar acciones emitidas por empresas constituidas por concesión del Gobierno Federal o en las que éste tuviese participación como socio o mantuviese bajo su control⁽⁴⁾.

Es importante señalar que, según el Artículo 60., los interesados en obtener la autorización a que se refería el Artículo 10. debían presentar solicitud acompañada de los inventarios y avalúos y un estado de activo y pasivo de la Empresa, formulado a la fecha de la solicitud. Del estudio de dicha información por parte de una Comisión integrada por tres personas nombradas por el Presidente de la República, a propuesta de los Secretarios de Economía Nacional, Hacienda y Crédito Público y de la Bolsa de Valores de la Ciudad de México, otorgaba o negaba la autorización dependiendo si se cumplían o no los requisitos siguientes:

I Que la empresa ofrezca garantías normales a los adquirientes de las acciones, atendiendo a la naturaleza del negocio;

II que la sociedad que se trate, admita considerar las aportaciones distintas de numerario al valor que resulte del avalúo que la Comisión mandase a practicar, modificando con ello, cuando fuese necesario, su escritura social;

III . Que la compañía acepte que la Comisión vigile las inversiones y la marcha de los negocios, con facultad para convocar a asamblea de accionistas."

Por otra parte, la propia Ley dispuso que (Art. 11) la oferta al Público de acciones sin los requisitos establecidos sería castigada con pena de tres a seis años de prisión⁽⁵⁾.

.Aparentemente las prevenciones de esta Ley estaban dirigidas a las empresas emisoras, sin embargo el Artículo 10. Transitorio hacía alusión directa a la figura del corredor, señalando:

"Las personas que actualmente se dediquen a ofrecer en público la venta de acciones de Sociedades

Anónimas, deberán presentar la solicitud a que se refiere el Artículo 60. de esta Ley, dentro de los treinta días siguientes a la vigencia de la misma."

De lo que se desprende que dicha Ley era aplicada a los corredores que operaban fuera de la bolsa de valores.

Es hasta el 2 de Enero de 1975 cuando se publica, en el *Diario Oficial* de la Federación, la vigente Ley del Mercado de Valores que en su versión original estuvo formada por 46 artículos estructurados en cinco capítulos, a saber: I. Disposiciones preliminares; II. Del Registro Nacional de Valores e Intermediarios; III. De los Agentes de Valores; IV De las Bolsas de Valores; y V. De la Comisión Nacional de Valores.

Dicha estructura, ha sido modificada por las seis enmiendas que durante el tiempo de su vigencia se le han realizado, cuatro de las cuales se ubican dentro del período gubernamental correspondiente a 1982-1988.

B) Las primeras enmiendas a la Ley el auge de 1979

1.- El ordenamiento jurídico en comentario fue re formado por vez primera el 12 de Mayo de 1978⁽⁶⁾, para adicionarle un Capítulo Sexto denominado "Del Instituto para el Depósito de Valores", creando a dicho Instituto como un organismo con personalidad jurídica y patrimonio propios, encargado de prestar "un servicio público para satisfacer necesidades de interés general relaciona das con la guarda, administración, compensación, liquidez y transferencia de valores, en los términos de esta Ley"⁽⁷⁾

El surgimiento de dicho instituto, por las razones que más adelante se expondrán, agnado a la particular situación económica de esa época propiciaron un desarrollo del mercado bursátil que desembocó en el boom de 1979, en los términos que Timothy Heyman describe de la forma siguiente:

"En 1978 el mercado tuvo un ascenso importante por varios motivos. Para empezar, un tratamiento contable de la deuda extranjera de las empresas, con el cual efectivamente las empresas pudieron capitalizar la pérdida cambiaría, llevándola directamente al balance y neteándola con una revaluación de activos, se había generalizado en 1979. Fue también en 1978 cuando las empresas empezaron a mostrar ganancias importantes, respecto al año anterior. Comenzaron a aparecer noticias acerca de las reservas petroleras del país que subieron de 10,000 a 16,000 millones de barriles en ese año. Final mente, hubo una restauración de confianza política en general, después de los últimos meses del sexenio anterior. Todos estos factores hicieron que el índice económico llegara al nivel récord histórico de 889."⁽⁸⁾

4 De conformidad con el Art. 3º. del Ordenamiento Jurídico en cuestión, se entendía por oferta pública

- Que se hagan publicaciones por periódico invitando a la suscripción de título, o se efectúen transmisiones radiotelefónicas, o exhibiciones cinematográficas, o se fijen avisos en lugares públicos, con el mismo objeto.
- Se hagan circular ejemplares impresos de programas o se dirijan comunicaciones a personas con las que el remitente no tenga relaciones de negocios.
- Se establezcan oficinas o se nombren agentes al efecto.

5 Esta Ley fue abrogada por Decreto publicado en el *Diario Oficial* de la Federación el 14 de Enero de 1988.

6 Véase: *Diario Oficial* de la Federación de la fecha señalada.

7 Artículo 54.

8 *Inversión contra Inflación*, p. 121

Así, para mayo del año citado el índice llegó a 1789 puntos, lo que el autor referido atribuye a las siguientes causas: "1. Las empresas habían tenido aumentos espectaculares en sus utilidades, en 1978 comparado con 1987, que comenzaron a anunciarse a los inversionistas a principios de 1979; 2. Hubo importantes ventajas fiscales para los inversionistas en recibir dividendos en acciones, los cuales estaban por declararse en esos meses; 3. La bolsa sacó una importante campaña de publicidad durante enero de 1979; 4. Aun sin la campaña de publicidad, se empezaron a difundir noticias sobre las cuantiosas ganancias que se habían podido obtener de las acciones durante 1978"⁽⁹⁾.

A estos razonamientos de carácter puramente económico habría que agregar que la reforma legal comentada permitió una circulación más fluida de los valores en el mercado.

2. En el *Diario Oficial* de la Federación del 30 de diciembre de 1980 se publican nuevas enmiendas a la Ley del Mercado de Valores, de ellas destaca particularmente la adición de un Artículo 24 Bis que introduce lo que podríamos denominar la democratización del capital social al señalar:

"La adquisición del control del 10% o más acciones representativas del capital social de un agente de valores que tenga el carácter de sociedad anónima, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultánea o sucesivas, deberá someterse a la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores, quien la otorgará o negará discrecionalmente."

Lo anterior, significaba simplemente recoger un principio ya vigente respecto del resto de la legislación financiera.

No obstante, es necesario comentar que esta reforma coincide con una paulatina alza de intereses que determinó una correlativa baja en el índice de la bolsa, que pasa de 1,193 en 1979 a 1,000 en 1980 y llega a su nivel más bajo en agosto de 1981, ubicándose en 480⁽¹⁰⁾.

C) 1982. Un año crítico

1. La crisis

A finales de 1982, se iniciaba un nuevo gobierno constitucional que se encontró con un país sumergido en una crisis política y económica sin precedente cercano.

En efecto, las bondades que el "boom" petrolero había dispensado al régimen gubernamental de José López Portillo se revirtieron hacia 1982. Así, si bien es cierto, durante el período 1978-1981 el promedio de crecimiento anual del PIB fue superior al 8%, hacia finales de 1979 se comenzaban a acusar desequilibrios estructurales en la

economía mexicana que se reflejaron en una tasa de inflación que para 1980 rebasaba el 26%⁽¹¹⁾.

En ese orden de ideas, desde 1977, el gasto corriente del Estado y el aumento de la inversión pública determinaron que el déficit financiero del sector público creciera año con año como porcentaje del PIB pasando entre dicho año y 1981 de 6.9 a 14.8%. Asimismo, aun que todavía para el año en cuestión la inflación era baja, a largo plazo se estaba acumulando un desajuste en el nivel de precios.

Por otra parte, los recursos financieros obtenidos por las exportaciones petroleras generaron un desequilibrio en el sector externo, debido a que la abundancia relativa de divisas permitía mantener un deslizamiento prácticamente insignificante del tipo de cambio⁽¹²⁾.

Entre febrero de 1977 y mayo de 1980, el tipo de cambio se mantuvo prácticamente constante, entre 22.70 y 22.90 pesos por dólar, pese a que la inflación en México era mayor que en los países con los que se tenía intercambio comercial, lo que encareció las exportaciones mexicanas no petroleras y abarató competitivamente los productos importados generando un déficit creciente en las transacciones no petroleras.

Las anteriores circunstancias se agravan por el hecho de que a mediados de 1981 empezó a caer la cotización del petróleo a nivel internacional, situación ante la cual el gobierno mexicano decidió reducir sus propios precios a fin de mantenerse en el mercado, al tiempo que reducía los gastos del sector público para evitar un déficit en las finanzas públicas.

Todo lo anterior generó desconfianza en la moneda nacional que desembocó en una creciente dolarización de la intermediación financiera y las consecuentes presiones sobre el tipo de cambio que ya resultaba irreal para ese entonces.

2. Las últimas medidas del sexenio

Como una respuesta a lo anteriormente expuesto, el 17 de febrero de 1982 el Banco de México anunció que se retiraba del mercado cambiario lo que llevó la paridad de 26.62 a 44.64 pesos por dólar⁽¹³⁾.

Para entonces se estimaba que, ante la ausencia de un control de cambios, entre 1981 y febrero de 1982 habían salido del país casi 20,000 millones de dólares adquiridos en el mercado nacional a un precio menor que su valor real.

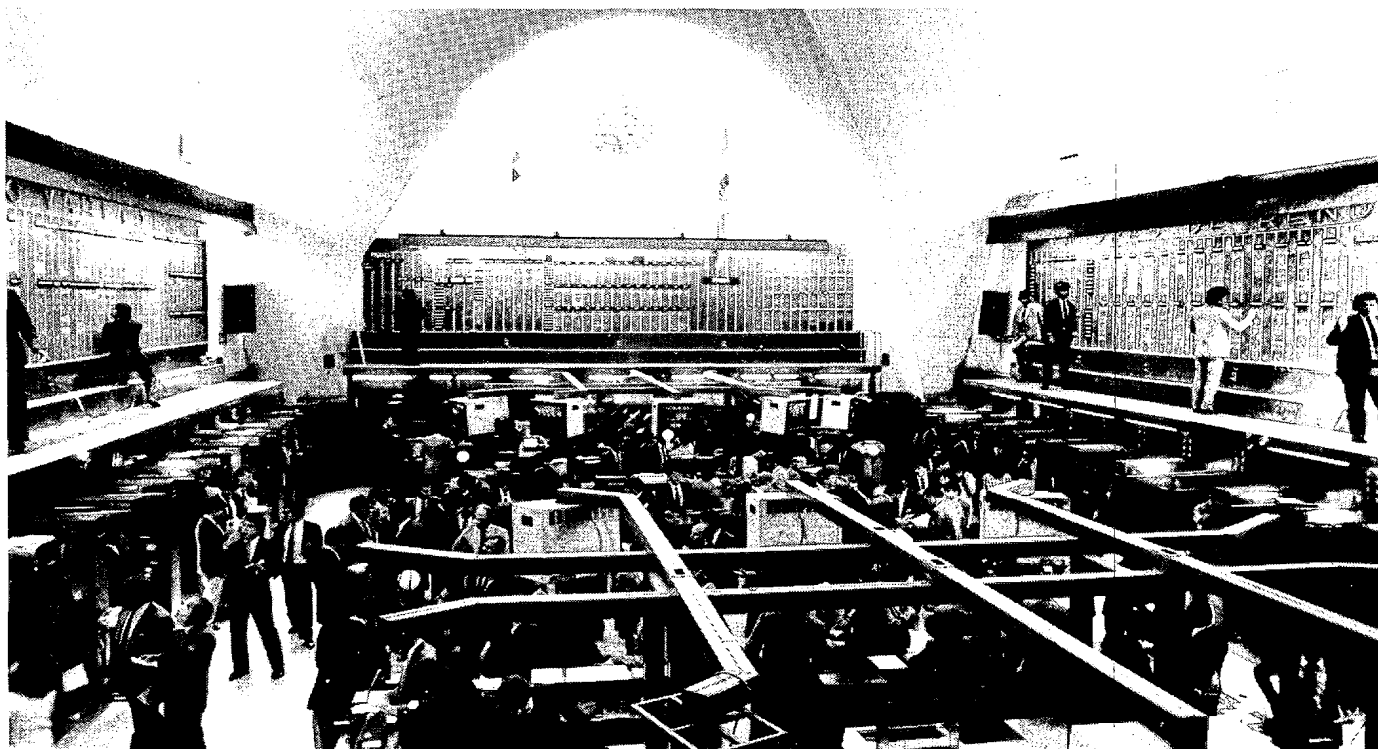
11 Las cifras aquí vertidas son tomadas de la obra: *Las razones y las obras. Crónicas del Sexenio 1982-1988*, correspondiente al quinto año de gobierno, editada por el FCE y la Presidencia de la República.

12 De cuatro centavos diarios. Véase: Zaid, Gabriel, *La Economía Presidencial* "Los cuatro centavos", México, Edit. Vuelta, 1986.

13 La medida resulta curiosa si se toma en cuenta que desde 1976 se suponía que el Banco de México no intervendría en el mercado cambiario ya que el peso se encontraba en flotación. Más tarde, el 31 de marzo, la Banca Central anunció que intervendría nuevamente.

9 Loc. cit. p. 122

10 Timothy Heyman. ob. cit.



Bolsa Mexicana de Valores Foto Arturo Guerra Cortesía de El Cotidiano

Si bien es cierto el gasto público se contrajo, la demanda del gobierno aumentó en términos reales presionando sobre la tasa de inflación y provocaron una mayor desconfianza en la moneda nacional que agilizó la fuga de capitales ante la expectativa permanente de la devaluación.

Por ello, en el mes de agosto, el gobierno anunció el congelamiento de las cuentas bancarias constituidas en moneda extranjera dentro del territorio nacional, lo que vino acompañado de una nueva devaluación que llevó al tipo de cambio a 70 pesos por dólar como equivalencia en dichos depósitos bancarios y a una paridad de 150 pesos en el mercado libre⁽¹⁴⁾.

Contrariamente a lo que se esperaba, esta medida incentivó más aún la fuga de divisas, por lo que el lo. de septiembre al rendir su último informe de Gobierno el entonces Presidente de la República, decretó dos medidas más: la expropiación de activos de los bancos privados y el establecimiento del control generalizado de cambios⁽¹⁵⁾.

Todavía, durante la gestión gubernativa López portillista el Poder Constituyente Permanente autorizó, a iniciativa del titular del Ejecutivo Federal, enmiendas a los Artículos 5,28,73 Fracciones X y XVIII, y 123 de la Carta Magna.

El Artículo 28 fue adicionado con un párrafo quinto que consagró la nacionalización del servicio público de banca y crédito; mientras que en la Fracción X del Artículo 73 se explicitó la facultad del Congreso de la Unión para legislar en toda la República sobre el servicio público de banca y crédito, y en la XVIII se matizó la facultad de aquél para fijar el valor de la moneda extranjera, señalando que ésta se refiere al valor relativo.

Para ese momento, las devaluaciones habían creado serios problemas financieros a las empresas, en virtud de que aumentaron los costos de las importaciones y multiplicaron el monto de su deuda externa. Por otra parte, la instrumentación de la nacionalización de la banca y de su acto preparatorio de exportación de activos bancarios, agudizaron la crisis de confianza en la sociedad civil, complicando así más la problemática económica.

"El saldo de esta crisis económica tuvo una magnitud sin precedente cercano: el PIB cayó en 1982 en 0.5% en términos reales, el número de empleos se redujo en 0.8%; el desempleo ascendió a casi 10% al finalizar el año; el crecimiento de los precios al consumidor en diciembre fue de 98.9%, medida con respecto a diciembre del año anterior, y mostraba signos de estarse acelerando; la devaluación acumulada del

14 Es importante recordar que las cuentas bancarias en moneda extranjera fueron autorizadas en nuestro país desde 1976 como una medida tendente a evitar la fuga de capitales pero que al instrumentarse trajo como consecuencia la dolarización de la intermediación financiera local y la especulación.

15 No abundaremos sobre el particular, de lo cual hablamos ampliamente en nuestro trabajo: "Notas en tomo a la historia de la legislación sobre bancos en México."

peso fue de 466% de diciembre a diciembre; la deuda externa del sector público aumentó en 5,913 millones de dólares durante ese año, y la deuda total del país al finalizar 1982 era de 84,000 millones de dólares..."⁽¹⁶⁾.

II. Las reformas a la ley y el auge sexenal

Así, en el período legislativo ordinario correspondiente a 1983, el Ejecutivo Federal remitió al Congreso de la Unión una iniciativa de modificaciones a la Ley del Mercado de Valores que fue aprobada y publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el 18 de diciembre de 1983.

Esta primera adecuación, puede ser considerada como una medida tendente a controlar y encausar un mercado que había comenzado a convertirse en el foro de quienes habían sido afectados por el decreto expropiatorio de septiembre de 1982.

En efecto, en el citado documento introduce los siguientes cambios:

- 1) Se regula el uso de la llamada información privilegiada.
- 2) Se faculta a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para establecer mediante disposiciones de carácter general las características a que se deberá sujetar la operación con los valores y documentos respecto de los cuales se realice oferta pública, inscritos en el Registro.
- 3) Se establece que cuando los titulares de acciones registradas realicen en forma simultánea o sucesiva operaciones fuera de bolsa que impliquen la transmisión de 10% ó más de las acciones representativas de una sociedad, estarán obligados a informar previamente de dichas operaciones a la Comisión Nacional de Valores.
- 4) Se faculta a la Comisión Nacional de Valores para que no autorice la cancelación de la inscripción de valores registrados si no quedan debidamente salvaguardados los intereses del público inversionista y del mercado en general.
- 5) Se dispone que las Sociedades que presten servicios o cuyo objeto principal sea auxiliar o complementario a las de los agentes de valores organizados como sociedades anónimas, deberán ajustarse a las disposiciones de carácter general que emita la Comisión Nacional de Valores, y a su inspección y vigilancia.
- 6) Regula la actividad de los valuadores de activos fijos, estableciendo ciertos requisitos que deberán satisfacer ante la Comisión Nacional de Valores.

La propia exposición de motivos que acompañó a la respectiva iniciativa reconoce que el principal objeto de la misma fue el de regular el uso de información privilegiada, señalando:

"Se estima necesario evitar que las personas vinculadas con dichas sociedades -se refiere a las emisoras o los intermediarios en el Mercado de Valores y en general cualquier persona, que directa o indirectamente tenga acceso a información privilegiada, proveniente de las mismas, la utilice en perjuicio del público inversionista, por lo que se propone prohibir a dichas personas que efectúen operaciones con valores de las sociedades emisoras, ya sea en beneficio propio o de terceros, mientras tal información no se hubiere divulgado entre el público inversionista."

Asimismo, define a la información privilegiada como:

"La que están obligadas a proporcionar a la Comisión Nacional de Valores o a la Bolsa de Valores correspondiente, las empresas emisoras que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, mientras la información no haya sido hecha del conocimiento público, que por su naturaleza podría influir en el ánimo y decisión de los inversionistas y, por lo tanto, en los precios de cotización de los valores."

Así, el Artículo 16 Bis adicionado al ordenamiento jurídico en cuestión señaló:

"Las personas que por su posición respecto de sociedades emisoras de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, o del Mercado de Valores en general, tengan acceso a información privilegiada relativa a una de dichas sociedades en particular, deberán abstenerse de efectuar operaciones con cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad, en beneficio propio o de terceros, mientras la citada información no sea divulgada entre el público inversionista."

Estas medidas objeto de la reforma, y particularmente, la relativa a la información privilegiada, buscaron establecer un clima de confianza respecto a las inversiones bursátiles. La enmienda además se produce dentro de una situación económica propicia, que se caracterizó por que¹⁷.

A) Entró en vigor un mecanismo llamado FICOR CA para aligerar la carga de la deuda externa de las empresas.

¹⁷ Véase: Timothy Heyman. *op. cit.*

- B) En ese año se renegoció la deuda pública de México.
- C) La entrada del nuevo Presidente restauró en cierta medida la confianza del público inversionista que había sido severamente golpeada por el Presidente anterior.
- D) Se hizo un cálculo del posible costo de reposición de los activos de muchas empresas después de una devaluación de la moneda de \$27 en febrero de 82 a \$ 156 por dólar a principios de 1983.

La conjunción de estos factores hizo posible que el índice llegara de 696 a 2,452 en 1983 y abrió el panorama para que hacia 1984 existieran las condiciones propicias para otro "boom" bursátil, esas condiciones fueron:

1. El antecedente de las ganancias importantes obtenidas por los inversionistas en acciones en 1983. (12 acciones tuvieron aumentos de más de 800% en el año).
2. Empezaron a llegar informes de las empresas reflejando aumentos importantes de utilidades respecto al año devaluatorio de 1982.
3. Las tasas de interés bajaron en forma precipitada a principios de 1984.
4. También desempeñaron un papel importante dos factores extraordinarios. Por una parte, se empezaron a difundir rumores respecto al precio de venta de los activos no crediticios de los bancos. Una parte de estos activos estuvo representada por acciones cotizadas en la bolsa. Se rumoró que el precio de estas acciones se iba a fijar según su valor contable, el cual por lo regular se encontraba muy abajo de su valor de mercado. Por otra parte, hubo mucha especulación respecto al posible efecto en las utilidades de las empresas de la adopción de un nuevo sistema de contabilidad, por el cual se iban a reconocer los efectos de la inflación en sus estados contables. (El Boletín B-10).
5. La reforma a la Ley de 1983 buscó propiciar un clima de confianza en torno a las inversiones en el mercado bursátil.

El 8 de febrero de 1985 se publicó en el *Diario Oficial* de la Federación una nueva reforma a la Ley del Mercado de Valores.

El punto medular de la misma lo constituyó la sustitución de los agentes de valores personas físicas por las llamadas casas de bolsa.

Esto es, de conformidad con el texto original de la Ley, la intermediación en el Mercado de Valores podía desarrollarse por conducto de agentes de valores que podían ser personas físicas o personas morales (véanse Artículos 21 y 23). A raíz de la modificación comentada, se cierra la posibilidad de que las personas físicas puedan seguir operando con dicho carácter.

Así, el Capítulo Tercero anteriormente denominado "De los Agentes de Valores", pasa ahora a intitularse "De las Casas de Bolsa" y a ocuparse de los requisitos de constitución, y forma de operación de las mismas.

Cabe señalar que esta modificación se enmarca ya en el contexto del Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1984-1988. Este documento, en su parte relativa al "Programa estratégico para fortalecer el ahorro interno" establece que:

"El desarrollo de la intermediación financiera no bancaria también constituye un aspecto esencial del programa estratégico para el fortalecimiento y consolidación del sistema financiero. En el contexto de la nueva concepción que postula la política de financiamiento, es necesario promover el fortalecimiento de las empresas e instituciones que conforman este sector para que desempeñen adecuadamente las funciones que les corresponden, a fin de que contribuyan de manera destacada a la generación de ahorro y al financiamiento del desarrollo.

"Con ese propósito se revisará el marco legal que norma las funciones y operaciones de los diversos intermediarios, buscando adaptarlos a los requerimientos de la estrategia económica y a los objetivos propuestos. En particular, se requerirá precisar un marco de regulación respecto a las relaciones entre la Banca y los otros intermediarios, que propicie una sana competencia entre ambos sectores, permita aprovechar su complementariedad y contribuya a un crecimiento equilibrado del sistema financiero en su conjunto."

Acorde con lo anterior, la propia exposición de motivos que acompañó a la iniciativa de enmienda en comentario destaca:

"La presente iniciativa se inscribe en la reestructuración integral del sistema financiero mexicano, así como en la participación que a éste corresponde en nuestra vida económica. Responde a los objetivos que fija la estrategia económica y social para la política de financiamiento de la capacidad de ahorro interno, buscando su permanencia y la canalización eficiente de los recursos financieros de acuerdo con las prioridades del desarrollo, para lo cual se ha de terminado fomentar el mercado de capitales, en especial el mercado de valores."

Puede válidamente considerarse a esta modificación como la más importante dentro del período que abarca este estudio porque de ella se puede derivar como consecuencia lógica el incremento de los intermediarios financieros que operan como sociedades anónimas, sin embargo, esto no es así, en 1982 existían ya 31 de dichas sociedades y para 1986 operan en la Bolsa Mexicana de Valores 32. En contraste, para 1985 estaban inscritos en

el Registro Nacional de Valores e Intermediarios seis agentes de bolsa y sólo operaban tres de ellos. De donde se sigue que la enmienda en cuestión simplemente reconoce una tenencia que de manera natural se había venido gestando en la composición propia del mercado, pero no es la causa de esa recomposición.

No obstante, no puede negarse que la intención del Gobierno en funciones fue la de promover una competencia entre la recientemente nacionalizada banca y la banca paralela que se conservaba en el ámbito de la iniciativa privada.

Es decir, el Gobierno contribuyó con su granito de arena a la consolidación del mercado de capitales, esa contribución consistió en estimular la confianza del público inversionista en aquél, incluso incorporando medidas de supervisión y control sobre el mismo.,

Ello queda muy claramente expresado en la exposición de motivos que acompañó a la reforma a la Ley del Mercado de Valores publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el día 27 de diciembre de 1985, cuando señala:

"Con el objeto de apoyar la expansión y desarrollo del Mercado de Valores del país, las medidas legislativas aprobadas en los últimos años, se han orientado a crear una estructura institucional y de servicios que permita otorgar eficiencia y seguridad a la actividad de intermediación en el mercado de valores y transparencia a las operaciones y que estimule la confianza del público inversionista."

El respectivo Decreto Congressional tenía como objetivos los siguientes:

- 1- Incorporar a la legislación, disposiciones tendentes a mejorar la organización administrativa y los ser vicios que prestan al público las Casas de Bolsa.
- 2- Reforzar los controles de las autoridades competentes para prever y corregir fenómenos indeseables que pueden presentarse en el Mercado de Valores, con el propósito de consolidarlo como alternativa de financiamiento e inversión.
- 3- Establecer la Institución del Fondo de Contingencia del Mercado de Valores.

Nuevamente destaca la intención de consolidar al Mercado de Valores como alternativa de inversión, empero, esa consolidación comprende el establecimiento de medidas tendentes a la protección de los intereses del inversionista.

En efecto, mediante reforma a la Fracción V del Artículo 41 se facultó a la Comisión Nacional de Valores para establecer mediante disposiciones de carácter general, índices que relacionen la estructura administrativa y patrimonial de las Casas de Bolsa con su capacidad máxima para realizar las operaciones que les autoriza la

Ley, tomando en cuenta el volumen y riesgo de dichas operaciones, los intereses del público inversionista y las condiciones prevalecientes en el mercado.

De la misma manera, modificaciones a los Artículos 51 y siguientes de la Ley penalizan diversas conductas que resultasen lesivas a los intereses económicos tanto de la clientela como de las Casas de Bolsa.

Asimismo, al modificarse la Fracción III del Artículo 17 se institucionalizó el Fondo de Contingencia que había venido funcionando por un acuerdo entre la Bolsa de Valores y las Casas de Bolsa. Dicho Fondo se estatuyó como un instrumento de garantía común de los inversionistas afectados por el incumplimiento de obligaciones que las Casas de Bolsa hayan contraído con ellos.

Al respecto, la exposición de motivos señaló:

"Se trata de suprimir riesgos distintos al de la aleatoriedad que significa operar en este mercado, protegiendo a los inversionistas de posibles actos ilícitos de alguna casa de bolsa."

De esta manera, se adicionó el Artículo 89 agregándosele el párrafo siguiente:

"Las bolsas de valores y las casas de bolsa, deberán establecer un fondo de apoyo preventivo para preservar su estabilidad financiera y garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por las casas de bolsa con su clientela, provenientes de las operaciones y servicios propios de su actividad profesional."

Con este marco legislativo, para el 18 de febrero de 1984 el índice de la bolsa había ascendido a 2,452, pero en abril de 1985 descendió a 2,500 lo que se explica entre otras causas por el estancamiento seguido del alza de las tasas de interés y la decepción respecto a la valuación de las acciones bancarias; y la decepción respecto a los efectos positivos del B-10.

Empero para septiembre el índice se recupera llegando a 4,460, para volver a bajar en los meses siguientes a 4,023 fundamentalmente debido al alza del precio del petróleo. A pesar de que 1985 fue un año incierto, debido al entorno económico determinado por los precios del petróleo y el alza en las tasas de interés y la devaluación de la moneda, el índice se cotizó en 4,957 debido básicamente a los resultados positivos en las empresas.

Para septiembre de ese año la bolsa entra nueva mente en auge debido a las expectativas de inversión que generaron los programas de reconstrucción que siguieron a los sismos de ese año y que llevaron a la bolsa a un alza de 321% en 1986.

La labor legislativa del sexenio, en materia de mercado de valores, se cierra con las reformas publicadas en el *Diario Oficial* de la Federación el 31 de diciembre de 1986.

Estas giran entorno a tres ejes, según reza la respectiva exposición de motivos, a saber:

- 1) Se hace conveniente prever la posibilidad de que sea más de una entidad, con domicilios en el DF según lo demanden las diversas regiones del país, las que presten los servicios hasta ahora confiadas en forma exclusiva al Instituto para el Depósito de Valores.
- 2) Se establece que en la administración de las instituciones depositarias de valores así como en su capital social, participen las casas de bolsa, compañías de seguros y de fianzas.
- 3) Desconcentrar las actividades financieras bursátiles.

Todo este marco legal y la presión psicológica de la publicidad generada en programas como Monitor Financiero y Mercado de Dinero de Televisa, hicieron que el año de 1987 fuera el de mayor auge para el mercado bursátil.

Así, en la etapa más representativa de lo que en ese año sucedió, el índice evolucionó de la siguiente manera:

30 de septiembre.....	345.....	544.85 puntos
1o. de octubre.....	347.....	581.42"
2 de octubre.....	360.....	336.00"
5 de octubre.....	372.....	636.00"
6 de octubre.....	372.....	216.24"
7 de octubre.....	359.....	702.52"
8 de octubre.....	354.....	595.17"
9 de octubre.....	363.....	154.86"

Posteriormente, a partir del 13 de octubre comienza a descender paulatinamente para ubicarse en 183,662.14 al 23 de octubre, siendo el día 19 el más negro de la historia bursátil cuando el mercado perdió 52.671 puntos reflejando con ello la irrealidad del auge bursátil de los últimos meses.

III Estructura jurídica actual del mercado de valores

Según reza su propio Artículo 1o. la Ley del Mercado de Valores tiene por objeto regular:

- A) La oferta pública de valores.
- B) La intermediación en el mercado de valores.
- C) Las actividades de las personas que intervienen en el mercado de valores.
- D) El Registro Nacional de Valores e Intermediarios
- E) Las autoridades y servicios en materia de mercado de valores.

Este objeto múltiple gira en torno a los siguientes conceptos interrelacionados, a saber:

a) Son valores las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa, empero, agrega el propio precepto en comentario, que el régimen aplicable a los valores lo será también a los títulos de crédito y otros documentos que no siendo emitidos en serie o en masa sean Objeto de oferta pública o de intermediación en el mercado de valores, siempre y cuando éstos otorguen a sus titulares derechos de crédito de propiedad o de participación en el capital social de personas morales.

b) A la luz del Artículo 2o. es oferta pública la que se haga por algún medio de comunicación masiva o persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir títulos o documentos de los que se consideran valores en términos del Artículo 3o.

c) A decir el Artículo 4o. se considera intermediación en el mercado de valores la realización habitual de:

- Operaciones de correduría, de comisión u otras tendentes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores. |

- Operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros, respecto de las cuales se haga oferta pública.

- Administración y manejo de carteras de valores propiedad de terceros.

d) El Registro Nacional de Valores e Intermediarios, es un organismo público que se forma con dos secciones, la de Valores y la de Intermediarios y que está a cargo de la Comisión Nacional de Valores. (Art. 10).

En este orden de ideas, los Artículos 11 y 13 disponen que sólo podrán ser objeto de oferta pública y/o de intermediación en el mercado de valores los documentos inscritos en el citado Registro. Con relación a este mismo punto, el Artículo 33 dispone: para que los valores puedan ser operados se requerirá: I. Que estén inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; II. Que los emisores soliciten su inscripción en la bolsa de que se trate; III. Que satisfagan los requisitos que determine el Reglamento Interior de la bolsa.

e) Por lo que hace a los intermediarios bursátiles, el Artículo 21 señala que la inscripción de una sociedad en la Sección de Intermediarios da a ésta la calidad de casa de bolsa.

Por otra parte, las bolsas de valores, a decir del Artículo 29 tienen por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado respectivo, a través de las actividades siguientes:

I. Establecer locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y la demanda de valores;

II. Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores inscritos en bolsa, sus emisiones y las operaciones que en ella se realicen;

III. Hacer publicaciones sobre las materias señaladas en el inciso inmediato anterior;

IV. Velar por el estricto apego de las actividades de sus socios a las disposiciones que les sean aplicables.

V. Certificar las cotizaciones en la bolsa.

VI. Realizar aquellas otras actividades análogas o complementarias de las anteriores, que autorice la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, oyendo a la Comisión Nacional de Valores.

Sin duda la facultad de mayor envergadura es la referida en la Fracción V, de la cual habremos de hablar con mayor abundancia en otro apartado⁽¹⁸⁾.

f) Aunque no se señala dentro del objeto de la Ley del Mercado de Valores, antes referido, la institución cuyo estudio permite entender el teje y maneje de la bolsa son los institutos para el depósito de valores. Originalmente, como ya lo comentamos sólo existía un Instituto, creado por reformas a la Ley en abril de 1978.

Posteriormente otra reforma hizo posible la existencia de varios Institutos. Dichos Institutos tienen como objetivo prestar un servicio público para satisfacer necesidades de interés general relacionadas con la guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores (Art. 54).

Las instituciones para el depósito de valores deberán constituirse con sociedades anónimas con arreglo a lo que dispone la Ley General de Sociedades Mercantiles y lo que sobre el particular establece el Artículo 56 de la Ley, además deberán obtener concesión que toca otorgar a la SHCP oyendo la opinión de la CNV⁽¹⁹⁾.

18 Es relevante mencionar que, a la luz del Artículo 35 las bolsas de valores estarán facultadas para suspender la cotización de „ valores, cuando se produzcan condiciones desordenadas u operaciones no conformes a los sanos usos o prácticas de mercado, dando aviso de esta situación el mismo día a la Comisión Nacional de Valores y al emisor. Para que dicha suspensión continúe vigente por más de cinco días hábiles será necesaria la conformidad de la mencionada Comisión, la cual resolverá oyendo al emisor y a la bolsa. Agrega el citado precepto que: "Las bolsas de valores también podrán, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores, suspender o cancelar la inscripción de los valores, cuando éstos o sus emisores dejen de satisfacer los requisitos a que se refieren las Fracciones I y II del Artículo 33.

19 En cuanto a las funciones de los institutos para el depósito de valores, el Artículo 57 señala que éstas tendrán por objeto:

- I. El servicio de depósito de valores, títulos y documentos a ellos asimilables, que reciban de casas de bolsa, bolsas de valores, instituciones de crédito, de seguros, de fianzas, y de sociedades de inversión y de títulos o documentos de personas o entidades distintas a las antes citadas, cuando lo señale la Secretaría de Hacienda y Crédito Público mediante reglas de carácter general;
- II. La administración de los valores que se les entreguen en depósito, sin que puedan ejercitar otros derechos que no sean los señalados en el Artículo 75 de esta Ley;
- III. El servicio de transferencia, compensación y liquidación sobre operaciones que se realicen respecto de los valores materia de depósito en ellas constituido;
- IV. Podrán además, las instituciones para el depósito de valores:
 - a) Intervenir en las operaciones mediante las cuales se constituya garantía prendaria sobre los valores que les sean depositados.
 - b) Llevar a solicitud de las sociedades emisoras, el registro de sus acciones y realizar las inscripciones correspondientes en los términos

g) Finalmente, la Comisión Nacional de Valores funge como regulador y promotor del mercado de valores, teniendo como funciones las siguientes:

- La inspección y vigilancia del funcionamiento de los agentes y bolsas de valores.
- Inspeccionar y vigilar a los emisores de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, sólo respecto a las obligaciones que impone la Ley del Mercado de Valores.
- Dictar medidas de carácter general a los agentes y bolsas de valores para que ajusten sus operaciones a la presente Ley y a sus disposiciones reglamentarias, así como a sanos usos o prácticas del mercado.
- Dictar disposiciones generales para la canalización obligatoria por bolsa, de las operaciones con títulos inscritos en éstas que efectúen agentes de valores, cuando los términos de las operaciones realizadas en bolsa no sean suficientemente representativos de la situación del mercado. Estas disposiciones podrán referirse a determinados valores o tipos de valores, o bien a proporciones de las operaciones de los agentes de valores.
- Ordenar la suspensión de las cotizaciones de valores cuando en su mercado existan condiciones desordenadas o se efectúen operaciones no conformes con los sanos usos y prácticas bursátiles.
- Intervenir administrativamente a los agentes y bolsas de valores con objeto de suspender, normalizar o resolver operaciones que pongan en peligro su solvencia, estabilidad o liquidez, o aquellas violatorias de la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones reglamentarias.
- Ordenar la suspensión de operaciones e intervenir administrativamente a las personas o empresas que sin la autorización correspondiente realicen operaciones de intermediación en el mercado de valores o efectúen operaciones de oferta pública respecto de valores no inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento del Instituto para el Depósito de Valores, así como autorizar y vigilar sistemas de compensación, de información centralizada y otros mecanismos tendentes a facilitar el trámite de operaciones o a perfeccionar el mercado,
- Dictar las disposiciones generales a las que deberán ajustarse los agentes, personas morales y las bolsas de valores en la aplicación de su capital pagado y reservas de capital.

y para los efectos a que se refieren los Artículos 128 y 129 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

c) Expedir certificaciones de los actos que realicen en el ejercicio de las funciones a su cargo; y

d) Llevar a cabo las demás operaciones análogas y conexas que les autorice la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y que se relacionen con su objeto.

- Formar la estadística nacional de valores; hacer publicaciones sobre el mercado de valores; ser órgano de consulta del Gobierno Federal y de los organismos des centralizados en materia de valores; certificar inscripciones que obren en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; dictar las normas de registro de operaciones a las que deberán ajustarse los agentes y bolsas de valores; determinar los días en que agentes y bolsas de valores pueden suspender sus operaciones, actuar a petición de las partes, como conciliador o árbitro en conflictos originados por operaciones con valores; proponer a la Secretaría de Hacienda la imposición de sanciones por infracciones a la presente Ley o a sus disposiciones reglamentarias.

Así que, el mercado de valores se desarrolla en la Bolsa de Valores; funciona sólo respecto de los valores inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios y exclusivamente mediante intermediarios denominados casas de bolsa, inscritos en la respectiva Sección; todo ello bajo la supervisión de la autoridad financiera. (Arts. 11, 12, 13 29 y 40 de la Ley del Mercado de Valores).

IV La intermediación accionaria en el mercado bursátil

Sin duda alguna, de los títulos que se negocian en el mercado de valores, el más representativo de lo que allí sucede y cuyo estudio presenta una serie de aspectos de particular interés, es "la acción". A ella dedicamos este último apartado.

1. ¿Qué es la acción ?

Para el maestro Roberto Mantilla Molina, la acción es considerada un título valor, es decir, "un documento necesario para ejecutar el derecho literal que en él se consigna", tal y como lo señala el Artículo 5o. de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, siéndoles, en consecuencia, aplicables las disposiciones relativas a tales títulos en lo que no contradigan a la Ley de Sociedades Mercantiles, según dispone el Artículo 111 de ésta última⁽²⁰⁾.

Desde el punto de vista jurídico confieren a su titular dos derechos: Por una parte, son representativos de la aportación que hace el socio el capital social y por tanto le permiten participar en el reparto de utilidades o, en su caso, en la cuota de liquidación; por la otra, confieren a su titular el carácter de socio, lo que lleva aparejado el derecho a la gestión de la empresa, es decir el derecho de voto en las asambleas.

Por otra parte, desde el punto de vista económico, la inversión en acciones es considerada como una inversión de renta variable, porque éstas, no tienen un rendimiento-

determinado. El rendimiento de las acciones varía por dos motivos: en primer lugar por la variación de las utilidades de la sociedad emisora y en segundo lugar los dividendos que se decreten a base de las utilidades netas generadas también pueden variar porque dependen de la decisión de la asamblea de accionistas.

Es también conveniente comentar que el plazo del rendimiento en las acciones tampoco está determinado porque la duración de tenencia de una acción no está limitada por el vencimiento o el instrumento, sino por la decisión del mismo propietario de retenerla, o venderla⁽²¹⁾.

Para Garrigues el concepto de acción es, el concepto patrimonial de una sociedad anónima y el poseer por lo menos una acción es el presupuesto indispensable para poder ser socio de una sociedad anónima. Así, Renava citado por el autor en cuestión, divide el estudio de la acción en tres partes, a saber⁽²²⁾

1. Como parte del capital social, es ante todo una de las partes en que éste se divide, en ese sentido la acción expresa al mismo tiempo un número de dinero y una cuota parte del capital social. Según se destaque uno u otro aspecto, se habla de acciones de remesa y de cuota. Asimismo su valor nominal, que debe estar expresado en el título indica simplemente la cuantía de la aportación del accionista pero no el precio de adquisición del título en el mercado. Este último depende de la situación próspera o adversa de la sociedad.

2. La acción representa también un derecho, en la medida que el "accionista" tiene acción, es decir tiene el derecho contra la sociedad, fundamentalmente el derecho a participar en los beneficios que la misma repunte.

3. Finalmente la acción es un título que incorpora en un documento tanto un título que representa una parte del capital social como un conjunto de derechos, y que es apto para circular y transmitir esos derechos.

Por otra parte la acción se: distingue de otro tipo de títulos que no formen parte del capital social sino del patrimonio social⁽²³⁾, como pueden serlo los bonos u obligaciones.

21 Véase: Heyman. Timothy. *Inversión contra Inflación*. México, Editorial Milenio., pp. 119 a 164.

22 Véase: Garrigues, Joaquín. *Derecho Mercantil*. México, Porrúa, 1981.

23 Patrimonio. Conjunto efectivo de bienes de la sociedad en un momento determinado. Su cuantía está sometida a las mismas oscilaciones que el patrimonio de una Persona individual: aumenta si la industria es próspera, disminuye en el caso contrario. En el primer caso, el patrimonio activo (dinero, cosas, derechos, valores económicos de toda clase) será superior al pasivo (deudas). En el segundo caso ocurrirá lo contrario. Capital social. Es una cifra permanente de contabilidad, que no necesita corresponder a un equivalente patrimonial efectivo. Indica esa cifra el patrimonio que debe existir, no el que efectivamente existe. Esta cifra es una de las menciones esenciales de la escritura de constitución, representa un requisito esencial para el nacimiento de la sociedad anónima.

20 Véase: Mantilla Molina, Roberto. *El Derecho Mercantil Mexicano*. Porrúa. 1946, pp. 349 a 381.

2 ¿Cómo circulan las acciones en la bolsa?

Aunque la Ley se refiere a las bolsas de valores, actualmente sólo funciona en el país una bolsa de valores. Dicha bolsa es una institución privada, organizada como sociedad anónima de capital variable y autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para operar como tal.

Por otra parte, aunque el objetivo natural de la bolsa es el de propiciar la inversión en capital de riesgo, típicamente representado por las acciones que reputan o no ganancias dependiendo de la suerte económica de la sociedad emisora; en la actualidad funciona más como la sede en la que se ponen en contacto oferentes y demandantes de recursos monetarios, esto es como una banca paralela.

Así, en la bolsa se desarrollan dos mercados, el mercado de dinero y el mercado de capitales. En el mercado de dinero se comercian obligaciones a corto plazo que pueden ser de dos tipos: papel comercial (como pagarés y letras de cambio) o valores gubernamentales como CETES, PAGAFES, PAGARES BANCARIOS, etc.

En el mercado de capitales, en cambio se ponen en contacto la oferta y la demanda de recursos a mediano y largo plazo, a decir de Luis F. Mercado, préstamos bancarios a largo plazo, emisión de bonos financieros e hipotecarios, emisión de obligaciones (hipotecarias, quirografarias o convertibles), emisión de acciones en general, emisión de petrobonos y de bonos de indemnización bancaria⁽²⁴⁾.

No obstante, aún puede sostenerse que el mercado accionario es sinónimo de mercado de valores, por la mayor importancia que aquél reviste al interior de éste.

Por otra parte, es necesario comentar que el mercado de valores funciona en dos fases, en una primera sirve de intermediario del flujo de recursos entre la empresa y el público inversionista, en una segunda permite dar liquidez a los inversionistas propiciando la compraventa constante de los valores que emiten las empresas y es aquí donde propicia la especulación. Las instituciones para el depósito de valores juegan un papel importante en este proceso; revisando el Artículo 57 de la Ley encontramos como sus funciones las siguientes:

"I. El servicio de depósito de valores, títulos y documentos a ellos asimilables, que reciban de casas de bolsa, bolsas de valores, instituciones de crédito, de

seguros, de fianzas, y de sociedades de inversión y de títulos o documentos de personas o entidades distintas a las antes citadas, cuando lo señale la Secretaría de Hacienda y Crédito Público mediante reglas de carácter general;

II. -La administración de los valores que se les entreguen en depósito, sin que puedan ejercitar otros derechos que no sean los señalados en el Artículo 75 de esta Ley;

III. -El servicio de transferencia, compensación y liquidación sobre operaciones que se realicen respecto de los valores materia de depósito en ellas constituido;

IV Podrán además, las instituciones para el depósito de valores:

a) Intervenir en las operaciones mediante las cuales se constituye garantía prendaria sobre los valores que les sean depositados;

b) Llevar a solicitud de las sociedades emisoras, el registro de sus acciones y realizar las inscripciones correspondientes en los términos y para los efectos a que se refieren los Artículos 128 y 129 de la Ley General de Sociedades Mercantiles;

c) Expedir certificados de los actos que realicen en el ejercicio de las funciones a su cargo; y

d) Llevar a cabo las demás operaciones análogas y conexas que les autorice la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y que se relacionen con su objeto."

Las funciones conferidas por las Fracciones II y III, antes referidas, modifican la esencia de los derechos incorporados a la acción como tal, esto es el derecho a percibir dividendos y el derecho a participar en la Asamblea, asimismo el principio de la nominatividad de las acciones previsto en la Ley General de Sociedades Mercantiles resulta seriamente afectado.

Veamos más a fondo estas cuestiones:

a) Circulación de las acciones según la Ley General de Sociedades Mercantiles.

Las acciones como títulos son cosas mercantiles y por tanto pueden ser objeto de cualquier negocio jurídico. Empero, la compraventa de acciones tiene una doble regulación en el Derecho Mexicano. Lo que podíamos llamar una circulación normal se encuentra normado en la Ley General de Sociedades Mercantiles, mientras que una circulación "sui generis" se detalla en la Ley para el Mercado de Valores.

Al respecto, el Artículo 111 de la Ley General de Sociedades Mercantiles dispone: "Las acciones en que se divide el capital social de una sociedad anónima estarán representadas por títulos nominativos, que servirán para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de socio...", es decir que en el derecho mexicano no existe la posibilidad de acciones al portador.

La determinación del capital social en la escritura significa la declaración de que los socios han aportado o han ofrecido aportar a la sociedad a lo menos un conjunto de bienes (patrimonio) equivalente a esa cifra y que la sociedad asume la obligación de conservar en interés de los acreedores un patrimonio igual, por lo menos, a la cuantía del capital.

24 Luis Felipe Mercado. *Op. cit*

A su vez, el Artículo 128 señala: "Las sociedades anónimas tendrán su registro de acciones que contendrá: I. El nombre, la nacionalidad y el domicilio del accionista, y la indicación de las acciones que le pertenezcan, expresándose los números, series, clases, y demás particularidades; II. La indicación de las exhibiciones que se efectúen; y III. Las transmisiones que se realicen."

Finalmente, el Artículo 129 dispone que la sociedad se considerará como dueña de las acciones a quien aparezca inscrito, como tal en el registro a que se refiere el Artículo 128. A ese efecto, la sociedad deberá inscribir en dicho registro, a petición de cualquier titular, las transmisiones que se efectúen.

De forma tal que la circulación de las acciones a la luz de la Ley General de Sociedades Mercantiles está sujeta a que, por una parte se cumplan las formalidades para la transmisión de títulos de crédito nominativos que establece la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito, es decir que se realice por endoso o cesión de derechos acompañada en su caso por la entrega física del documento; y por otra parte, para ejercer los derechos inherentes a dicho documento que la misma se consigne en el registro de la sociedad.

Sin embargo, una circulación mucho más flexible es establecida en la Ley del Mercado de Valores, veamos por qué:

b) La circulación de acciones en la Ley del Mercado de Valores.

En torno a esta cuestión, el Artículo 67 de la Ley señala:

"El depósito a que se refiere la Fracción I del Artículo 57 de esta Ley, se constituirá mediante la entrega de los valores a la institución para el depósito de valores, la que abrirá cuentas a favor de los depositantes.

Constituido el depósito, *la transferencia de los valores depositados se hará por el procedimiento de giro o transferencia de cuenta a cuenta, mediante asientos en los registros de la institución depositario, sin que sea necesaria la entrega material de los documentos, ni su anotación en los títulos, o en su caso, en el registro de sus emisores.* *

En el caso de acciones depositadas, la inscripción de las transmisiones de dichos valores en el registro correspondiente sólo se hará conforme a lo dispuesto en este Capítulo.

Tratándose de valores nominativos, los títulos que los representen deberán ser endosados en administración a la institución. Este tipo de endoso tendrá como única finalidad justificar la tenencia de los valores y el ejercicio de las funciones que este Capítulo confiere a las instituciones para el depósito

de valores sin constituir en su favor ningún derecho distinto a los expresamente consignados en el mismo. No se podrá oponer al adquirente de títulos nominativos por el procedimiento establecido en este Artículo, las excepciones personales del obligado anteriores a la transmisión contra el autor de la misma. Cuando los valores nominativos dejen de estar depositados en las instituciones para el depósito de valores, cesarán los efectos del endoso en administración, debiendo la institución depositaria endosarlos, sin su responsabilidad, al depositante que solicite su devolución, quedando dichos valores sujetos al régimen general establecido en las leyes mercantiles y demás que les sean aplicables."

Este precepto flexibiliza a [tal grado la formalidad -que también significa control] que establece la Ley General de Sociedades Mercantiles para la transmisión de acciones, que convierte a lo que podríamos llamar acciones bursátiles en una especie "sui generis" o bien en meras obligaciones.

Es decir que las acciones que se cotizan en la bolsa ingresan a un régimen de excepción en cuanto a su circulación, y el ejercicio de los derechos fundamentales que éstos confieren a su titular en lo relativo a la percepción de dividendos y a la participación en las asambleas de accionistas.

Respecto al primero de estos asuntos, el Artículo 75 dispone:

"A solicitud del depositante y en los términos de la Fracción II del Artículo 57, las instituciones para el depósito de valores podrán administrar los valores que se les entreguen para su depósito, en cuyo caso sólo estarán facultadas para hacer efectivos los derechos patrimoniales que deriven de esos valores, pudiendo en consecuencia llevar a cabo el cobro de amortizaciones, dividendos en efectivo o en acciones, intereses y otros conceptos patrimoniales."

Sobre la segunda de las cuestiones planteadas el Artículo 98 dispone:

"Las instituciones para el depósito de valores expedirán a los depositantes constancias no negociables sobre los valores depositados, las cuales complementadas en su caso, con el listado de titulares de dichos valores que los propios depositados, formulen al efecto, servirán, respectivamente, para:

I. Demostrar la titularidad de los valores, relativos, acreditar el derecho de asistencia a asambleas y, tratándose de acciones, la inscripción en el registro de acciones de la sociedad emisora....".

Además agrega el citado precepto:

* El subrayado es nuestro.

"Los emisores y, cuando proceda, los representantes comunes de los tenedores de valores, deberán proporcionar a las instituciones para el depósito de valores un ejemplar de las convocatorias a asambleas, a más tardar el día hábil anterior al de su publicación. En todo caso, deberán informarles de dichas convocatorias con anticipación no menor de cinco días hábiles a la fecha de cierre de sus registros de asistencia. Previamente a la celebración de cualquier asamblea de accionistas y a fin de actualizar las inscripciones que obren en los libros de acciones, los depositantes estarán obligados a proporcionar a las sociedades emisoras los Estados de titulares de los valores correspondientes."

Por otra parte, la SHCP ha emitido las Reglas Generales para el ejercicio de los Derechos que derivan de valores depositados en el Instituto para el Depósito de Valores²⁵, en las cuales se establece el mecanismo mediante el cual, a través del INDEVAL los titulares de las acciones pueden ejercer los derechos patrimoniales y corporativos que éstos generan.

25 Reglas Generales para el ejercicio de los derechos que deriven de los valores depositados en el INDEVAL. *Diario Oficial* de la Federación. 6 de marzo de 1980.

Primera. El Instituto para el Depósito de Valores comunicará por escrito a las emisoras de los valores que reciban en depósito y tal circunstancia para facilitar la observancia de esta regla y demás disposiciones aplicables.

Segunda. Las emisoras de acciones depositadas en el Instituto deberán proporcionarle, a más tardar el día hábil anterior al de su publicación, un ejemplar de la convocatoria de sus asambleas de accionistas. En todo caso, deberán informar al propio Instituto de dichas convocatorias con una anticipación no menor de cinco días hábiles a la fecha de cierre de sus registros de asistencia.

Tercera. En los supuestos a que se refiere el Artículo 78 de la Ley del Mercado de Valores, y en su caso, para acreditar el derecho de asistencia a las asambleas de accionistas y la consecuente inscripción en el registro de acciones nominativas, de los titulares de acciones depositadas en el Instituto, éste expedirá oportunamente, pero cuando menos dos días hábiles anteriores a la celebración de la asamblea, constancias de los títulos que cada uno de sus depositantes mantengan en él, indicando si el depósito se ha hecho por cuenta propia o ajena. Las constancias que expida el Instituto se complementarán con el listado de nombres que los depositantes formulen y envíen a las sociedades emisoras, para tales efectos.

Cuarta. Al día siguiente hábil de celebrada toda asamblea de accionistas, la sociedad emisora deberá informar al Instituto de las resoluciones tomadas en la misma, en cuanto a derechos que podrán ejercer sus accionistas, indicando los títulos o cupones contra los cuales se harán efectivos tales derechos, así como los términos para su ejecución. En todo caso, las emisoras deberán informar al Instituto, cuando menos con cinco días hábiles de anticipación a la fecha en que inicie el plazo fijado para el ejercicio de tales derechos.

Quinta. Para ejercer frente a la sociedad emisora los derechos patrimoniales que correspondan a los titulares de los valores deposita dos en el Instituto éste podrá expedir una certificación de los títulos o cupones dentro de los treinta días naturales posteriores a la fecha del cumplimiento por parte de la emisora, salvo lo dispuesto por el Artículo 74, párrafo segundo de la Ley del Mercado de Valores, en cuyo caso, las constancias deberán contener los datos necesarios para identificar los derechos que deban ejercerse.



Frida Kahlo

La columna rota

De conformidad con estas reglas, el Instituto deberá comunicar a la emisora que ha recibido en depósito acciones representativas de su capital social, contra la cual la emisora deberá notificar con antelación a aquél

Sexta. La emisora deberá cumplir frente al Instituto con las obligaciones a su cargo derivadas del ejercicio de derechos patrimoniales correspondientes, que éste haga conforme a lo dispuesto en la regla anterior, el día que tales obligaciones sean exigibles. El Instituto procederá el día siguiente hábil a su abono respectivo a sus titulares.

Séptima. Los Títulos nominativos que, como consecuencia del ejercicio de derechos patrimoniales entreguen las emisoras al Instituto se emitirán de forma que se posibilite su asignación a sus titulares.

Octava. Cuando para el ejercicio de derechos patrimoniales se requiera que los titulares de acciones depositadas en el Instituto aporten recursos en efectivo, éstos deberán ser entregados al Instituto con una anticipación no menor de dos días hábiles al vencimiento del plazo señalado por la emisora para el ejercicio de tales derechos. En caso de que no se hagan las ministraciones respectivas al Instituto dentro del plazo antes mencionado, éste no quedará obligado a ejercer tales derechos.

de la celebración de asambleas. Asimismo, para el ejercicio de los derechos incorporados al título que mantengan en depósito, enviando al mismo tiempo un listado de los nombres de los depositantes a las emisoras.

En cambio, el ejercicio de los derechos patrimoniales puede llevarse a cabo por el Instituto, a la luz de lo dispuesto en el Artículo 75 de la Ley del Mercado de Valores o bien directamente por el depositante para lo cual el Instituto expedirá a su favor certificaciones de los títulos o de los cupones.

A raíz de lo anterior es necesario comentar como la Ley reconoce la existencia de dos situaciones distintas en el mercado de valores. Una es la relación que se establece entre la sociedad emisora y el adquirente de las acciones que se convierte en accionista cuyo principal objetivo es constituirse como socio de aquella y consecuentemente disfrutar de los derechos patrimoniales y corporativos de que como titulares de las acciones son acreedores. Otra es la relación que se establece entre los diferentes compradores y vendedores de acciones y títulos depositados en el INDEVAL, entre quienes no existe la intención de participar en la empresa emisora sino simplemente ganar a través del juego bursátil, y que difícilmente ejecutarán los derechos patrimoniales y corporativos que quedan en consecuencia, en manos del INDEVAL.

Igualmente es de diferente naturaleza la utilidad que puede percibir un socio, misma que está determinada por la productividad de la emisora, y en caso de liquidación por la revaluación de activos, y la ganancia que los distintos inversionistas de la bolsa obtienen simplemente con base en el juego de la oferta y la demanda. Sobre esto último hablaremos enseguida.

3. ¿Cómo se cotizan las acciones?

Existe un modelo denominado modelo de valuación clásico, según el cual, los valores en el mercado reflejan las perspectivas que tienen los inversionistas sobre el comportamiento de la economía en el futuro y concretamente de la emisora que están valuando, es decir se presentan expectativas traídas al presente. Dichas expectativas son medibles en términos de los flujos o riqueza que serán capaces de generar las emisoras descontadas a una tasa de rendimiento que refleje el riesgo esperado de cada una de ellas, lo que se explica de la siguiente manera⁽²⁶⁾.

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{Ft}{(1+r)^t}$$

donde P = precio
Ft = flujo esperado en el período t.
r = tasa de rendimiento esperada.

Ahora bien, cuando los flujos son constantes y se espera que la empresa permanezca indefinidamente en el mercado, la fórmula anterior se simplifica como un modelo perpetuo sin crecimiento:

$$P = \frac{Fi}{r}$$

Empero lo normal es que los flujos esperados de una emisora crezcan al paso del tiempo, esto se describe utilizando una tasa de crecimiento denominado "g":

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F(1+g)^t}{(1+r)^t}$$

Lo que finalmente llevaría al modelo perpetuo de crecimiento:

$$P = \frac{Fi}{r - g}$$

Utilizando este método de Valuación los valores de los instrumentos financieros negociados en el mercado de valores, representan la capacidad de generación de riqueza del sector real (las empresas). Es decir que el sector financiero debe apoyar al sector real y sus valores ser un reflejo de las perspectivas de la actividad real de la economía.

Se puede afirmar entonces que un mercado está subvaluado cuando sus valores no reflejan el valor de la actividad real, como sucedió en 1982, y sobrevaluado cuando crecen fuera de toda proporción de lo que se espera crezca la actividad real.

Sin embargo, la Bolsa de Valores de México ha decretado una fórmula para calcular el índice de cotizaciones que determina la pérdida o la ganancia de quienes en ella invierten, dicha fórmula es:

$$I_t = I_{t-1} \left[\frac{\sum^i P_t^i Q_t^i F_t^i}{\sum^i P_{t-1}^i Q_{t-1}^i} \right]$$

donde:

- I_t es el valor del índice para el día t
- P_t^i es el precio de cierre de la i-ésima emisión, en el día t.
- Q_t^i es el número de acciones inscritas de la i-ésima emisión en el día t.
- F_t^i es el Factor de ajuste de las acciones que se determina mediante diversos cálculos matemáticos.

Así por ejemplo el factor de ajuste para suscripciones es:

$$F_t^i = 1 + \frac{\text{acciones suscritas}}{\text{acciones antiguas}}$$

Las mismas definiciones se aplican a las demás variables, con la diferencia de que se refieren al día anterior, esto es, el día t-1.

26 Véase: Gavito. Sonia. "El múltiplo y la valuación en el mercado de valores" en: "El Inversionista". Abril de 1988.

Como puede observarse, la pérdida o la ganancia del inversionista en bolsa no guarda relación con la capacidad de generación de riqueza de las empresas emisoras sino que depende de un índice matemático que está determinado por la interacción de diversos valores que expresan el comportamiento de la oferta y la demanda de acciones en un día determinado de actividades en la bolsa respecto de una muestra de acciones seleccionada por la propia bolsa de entre el total de las emisoras inscritas.

En el mismo sentido, en la determinación de dicho índice, que no es sino la "tasa de interés que paga la banca paralela", no existe participación alguna de la autoridad financiera, no se han establecido, en un ordenamiento legal las formas de calcularlo, y donde únicamente existe reconocida en la Ley del Mercado de Valores la ambigua facultad de la Comisión Nacional de Valores de: "Ordenar la suspensión de las cotizaciones de valores cuando en su mercado existan condiciones desordenadas o se efectúen operaciones no conformes con los sanos usos y prácticas bursátiles."

Conclusiones

Hacia 1982 se inicia una nueva etapa en la historia de la legislación bancaria. En efecto, la nacionalización del servicio público de banca y crédito provocó una doble desconfianza; por una parte en el sector empresarial financiero y por otra en el público inversionista. En aras del rescate de esa confianza, el nuevo gobierno se dio a la tarea de propiciar la formación de una banca paralela, en la que tanto exbanqueros como inversionistas desarrollasen toda su creatividad frustrada por las últimas medidas financieras del sexenio lopezportillista.

En ese sentido fueron realizadas una serie de enmiendas a la Ley del Mercado de Valores, saber:

1. Se buscó propiciar un clima de seguridad respecto al mercado de valores, para tal efecto introdujo en la legislación un precepto destinado a regular la llamada información privilegiada; y se ampliaron y fortalecieron las facultades de las autoridades financieras introduciendo el principio de democratización del capital social de las casas de bolsa.

2. Se propició una circulación más fluida de los valores, al establecer la posibilidad de que sean varias y no sólo una institución la que presten el servicio de guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de aquéllos.

3. Se propició el fortalecimiento de los intermediarios bursátiles al eliminar la posibilidad de que personas físicas pudiesen actuar como agentes de valores generando con ello una verdadera competencia por la

intermediación financiera entre las casas de bolsa y las sociedades nacionales de crédito.

4. Se estableció un fondo de contingencia del Mercado de Valores para tranquilizar a los inversionistas temerosos de un crack similar al de 1982.

5. Se dio mayor eficacia a la intermediación bursátil al establecer mediante la ley una mejor estructura administrativa de las casas de bolsa.

Sin embargo, la presencia de la mano pública en el mercado de valores dista mucho de ser significativa. Las facultades de control por parte de las autoridades financieras son verdaderamente ambiguas; el concepto de información privilegiada tampoco es preciso; y la institución del fondo de contingencia no pudo evitar que en 1987 una inmensa mayoría de inversionistas perdieran su patrimonio en el mercado de valores.

Amén de lo anterior, gran parte del proceso de intermediación bursátil se desarrolla sin regulación legal alguna. Así, mientras que las sociedades nacionales de crédito están fuertemente controladas por las autoridades financieras (SHCP, B. de M. y C N.B. y S.) y se encuentran sujetas a los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo y del Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo; el negocio de la intermediación bursátil se desarrolla en un ámbito de absoluta libertad de empresa.

Mientras el Estado cuenta con facultades para determinar los montos, plazos, condiciones y tasas de interés conforme a los cuales las sociedades nacionales de crédito desarrollan sus actividades activas y pasivas; en el mercado bursátil la tasa de rendimiento para un inversionista está determinada por el libre pago de la oferta y la demanda que se mide a través de un cálculo matemático.

Esta ausencia de legislación al respecto permite que la cotización de las acciones en el mercado sea totalmente ajena a su valor determinado por la revaluación del capital social de la empresa y por sus expectativas económicas.

Consecuentemente permite que los inversionistas puedan obtener mediante la venta y compra de acciones rendimientos totalmente diferentes a las utilidades que en su favor decreta la sociedad emisora como titulares de las mismas, por lo que al inversionista en bolsa no le interesa el ejercicio de los derechos incorporados a la acción sino comprar y vender en los momentos en que pueda obtener mayores ventajas.

Asimismo el marco jurídico y la estructura actual del Mercado de Valores permiten una desvinculación entre el accionista -cada vez más difuso y la empresa, apareciendo como intermediarios entre éstos las instituciones para el depósito de valores, que se convierten en verdaderos "socios de hecho" de las sociedades emisoras, reduciendo a los titulares de las acciones al carácter de meros obligacionistas.