

COMENTARIO

OCTAVIO IGARTÚA ARAIZA

Agradezco al Instituto de Investigaciones Jurídicas de la Universidad Nacional Autónoma de México la invitación para participar en este Seminario, y en particular, la oportunidad de comentar el trabajo de Rodolfo León León, profundo conocedor de la materia.

Convengo de inmediato con el expositor que el momento es difícil para el desarrollo del tema relativo a Reformas de la Ley Bursátil Mexicana, en virtud de que las autoridades trabajan en el paquete legislativo que comprende diversas reformas que afectan a la totalidad del sistema financiero nacional, cimbrado con motivo de la estatización del servicio de la banca y crédito.

Aspecto de gran importancia representa en el trabajo de León León el señalamiento de la importancia que tiene la adecuada delimitación entre la actividad bancaria propiamente dicha y la intermediación bursátil. En efecto, uno de los objetivos básicos que inspiraron a la Ley vigente fue el de mantener un mercado de valores completamente libre y abierto sin interferencias de ninguna naturaleza que permitiera asegurar la eficiente operación del mercado y permitir en consecuencia el logro de los objetivos económicos que le son propios.

Particularmente en nuestro país, el tema representa complejidades especiales, en virtud de la tradicional fortaleza y extensión del sistema bancario nacional, hecho reconocido en la exposición de motivos de la ley que señala que el sistema bancario mexicano tiene un prestigio y una red de oficinas que deben ser aprovechados para la colocación de valores no bancarios.

No pueden desconocerse las relaciones que existen entre las instituciones bancarias y los mercados de valores ni las políticas que influyen o definen estas relaciones.

Una serie de relaciones implica los papeles relativos del financiamiento bancario y el financiamiento del mercado de valores en una economía. Los sistemas bancarios y los mercados de valores constituyen dos canales alternativos de financiamiento dentro del mercado financiero global; estos ca-

nales pueden ser competitivos y sustituirse entre sí o pueden ser complementarios. En ese sentido, la política gubernamental influye sobre los papeles relativos de estos dos submercados y en la manera en que se relacionan entre sí de diversas formas.

Otra serie de relaciones entre los sistemas bancarios y los mercados de valores, implica el papel que deben desempeñar los bancos en la realización de las actividades del mercado de valores. En este caso, puede suponerse que el mercado de valores desempeña un papel en relación a otros canales de financiamiento de la economía; sin embargo, a este respecto se plantea la posibilidad que se permitiese que los bancos operen como agentes de valores o fiduciarios en este mercado de valores.

Sin embargo, quedó inscrita dentro de los propósitos de la ley, la intención de que el mercado de valores tenga en su base en un cuerpo de profesionales de la intermediación debidamente calificados y controlados, cuya actuación permitirá que las transacciones se realicen con expedición, economía y seguridad cuidando de manera adecuada los intereses de los inversionistas.

Este propósito de la Ley se ha logrado, en virtud de que sin duda, puede hablarse de una clase profesional calificada, debidamente organizada y sujeta a controles específicos que en lo general cumple los propósitos que inspiraron su desarrollo.

En muchos países se argumenta que las economías de escala permiten que los bancos realicen actividades del mercado de valores con mayor eficacia que instituciones especializadas independientes del propio mercado.

Diversas soluciones se han planteado sobre el tratamiento del problema. Sin embargo, la posibilidad de que la política gubernamental actúe para separar las funciones de los bancos de las del mercado de valores, depende en buena medida de la importancia de los conflictos de intereses, de la pérdida de la capacidad empresarial y de los abusos del poder económico asociados a la participación bancaria en las actividades del mercado de valores, así como de la importancia de las economías de escala obtenidas con esta participación.

Al respecto, me limito a enfatizar la importancia del tema y convengo con León León en que la solución que se adopte para México representará un retroceso en caso de que la reforma permita una mayor injerencia de la banca en el mercado de valores, tanto por las desventajas que ello en sí pueda representar para la eficiencia del mercado, como por la especial configuración de la banca nacional como consecuencia de su estatización.

De la mayor importancia me parecen las referencias de León León a un mercado de maduración o intermedio que facilite la transición de la típica sociedad familiar a la sociedad abierta que recurra al público.

Convento en los conceptos expresados por León León en relación a la reforma o adición del texto del artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores con objeto de abrir la puerta a la negociación de valores de emisoras que por sus características no califiquen para la cotización bursátil pero que su estructura y proyecciones permitan asegurar la circulación eficiente y razonablemente segura de los valores que emitan.

Estas disposiciones deberían ser completadas con un tratamiento fiscal equiparable al que consigna la fracción XVI del artículo 77 de la Ley del Impuesto sobre la Renta, a fin de extender el beneficio de la exención a aquellos valores que periódicamente señalara la autoridad y que fueran materia de cotización en este mercado intermedio.

Esta sugerencia parece contradecir el concepto del mercado central al que tienden países con mercados de valores desarrollados y que de hecho funciona en nuestro país, en virtud de que el centro de la actividad bursátil en la República Mexicana es la Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V., y no se conoce acción alguna orientada al establecimiento de nuevas bolsas de valores ni de mercados organizados.

Sin embargo, como lo señala León León, la exposición de motivos de la ley expresa claramente que las bolsas no deben confundirse con el mercado mismo, ya que éste tiene un significado más amplio al ser el mecanismo que por cualquier medio pone en contacto la oferta y la demanda.

En efecto, en la práctica actual están liquidados al margen de los beneficios del mercado, sociedades emisoras de valores que por sus dimensiones, razones de su organización, desarrollo o circunstancias personales de sus accionistas no desean o no pueden dar el paso de evolución de una sociedad cerrada a una sociedad de capital abierto calificada para cotización bursátil.

Debe tomarse en consideración que el concepto de este mercado de maduración puede requerir también adecuación de las normas relativas a los intermediarios, puesto que el propio sistema que *de facto* existe en nuestro país y al que nos hemos referido, ha propiciado que la intermediación se desarrolle exclusivamente alrededor y en función de la bolsa. Este hecho que en sí mismo podría ser ideal en caso de un mercado amplio y profundo juega como un desincentivo para el desarrollo del propio mercado intermedio.

En esas condiciones, podría ser también oportuno el diseño de normas específicamente aplicables a intermediarios que realicen sus actividades exclusivamente en dicho mercado intermedio, tal como ocurre en otros países que han reconocido la importancia de la autoregulación para las personas o entidades que actúen como operadores del mercado fuera de bolsa y a ese efecto, éstos se agrupan en organizaciones que han probado su eficacia.

No se hace comentario especial en relación a la sugerencia de León León en relación a la concentración de toda la información relacionada con las emisoras de valores, de los títulos del mercado público y del mercado mismo en un solo periódico, en virtud de que dicha sugerencia no puede ser más oportuna y saludable.

Las operaciones realizadas en el mercado con información privilegiada, constituye un tema de gran importancia que ha preocupado profundamente a las autoridades encargadas de asegurar la equidad y la transparencia de los mercados de valores en diversos países.

No se desconoce que, tal como lo señala León León, las normas relativas que contiene el decreto de reformas de 27 de diciembre de 1983, son de difícil aplicación.

Sin embargo, se piensa que la incorporación de estas disposiciones a la ley representa en sí mismo un desincentivo para la práctica habitual de estas operaciones que tanto daño pueden ocasionarle al mercado por el efecto erosionador de la confianza pública, elemento fundamental de cualquier mercado.

En los Estados Unidos, la reglamentación para el control de estas operaciones se inscribe más claramente en la regulación general de antifraude que en las propias leyes de valores. En consecuencia esta práctica viciosa puede ser sancionada en base a normas generales de probada eficacia.

Aun cuando convengo que es cuestionable la remisión a criterios de carácter general de la Comisión Nacional de Valores en relación al concepto mismo de lo que debe entenderse como información privilegiada, pienso que la utilidad de la norma estriba fundamentalmente en sujetar a los agentes de valores y a los funcionarios de las entidades de la administración pública paraestatal que coordina la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), al cumplimiento de las obligaciones de publicidad, que la propia Ley señala, partiendo de la base de que dichas personas pueden operar en el mercado pero deberán abstenerse de hacerlo en aquellos casos en que cuenten con información no disponible al público mientras dicha información no sea divulgada.

Cabe comentar que en otras legislaciones no se consigna la obligación de abstenerse a realizar operaciones con información privilegiada y únicamente se exige que aquellas personas que por su posición tienen acceso a información privilegiada, no pueden disponer de los valores que adquirieron en un plazo de seis meses a partir de realizada la operación.

En lo general no puedo estar más de acuerdo con los planteamientos de León León en relación al ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores.

De los textos actuales puede concluirse que las normas de esta Ley no les son aplicables a las personas que realicen operaciones con títulos o documentos que hayan sido materia de oferta pública.

Sin embargo, la Comisión Nacional de Valores ha sostenido que el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores no se refiere a la intermediación profesional con valores, sino a la intermediación en el mercado de valores. Que por otra parte, el artículo III primer párrafo de la Ley del Mercado de Valores establece que "son valores las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa", sin que corresponda la definición legal la frase "cuando éstos sean o hayan sido materia de oferta pública".

La Comisión ha sostenido que para los efectos de aplicación de la Ley del Mercado de Valores, los conceptos de valor y título de crédito son identificables cuando: I) los títulos de crédito se emitan en serie o en masa y II) los títulos de crédito tengan características que permitan su ofrecimiento al público o hayan sido objeto de oferta pública, pues en este caso, el artículo III, segundo párrafo de la Ley establece que su régimen les es aplicable. Esto quiere decir que siendo el principal objeto de regulación los valores propiamente dichos, dicha regulación es extensiva para tutelar los intereses del público inversionista, ampliar los instrumentos de inversión y enriquecer la gama de operaciones que pueden efectuarse en el mercado.

Por otra parte, la Comisión sostiene que el propósito del legislador reafirmado en el texto legal, es regular la intermediación en el mercado de valores y ésta comprende la realización habitual de las actividades previstas en el artículo IV de la Ley y que por consiguiente la intermediación con títulos de crédito o de documentos respecto de los cuales no se lleve a cabo oferta pública, está incluida en el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores.

Estos conceptos que representan un criterio que la Comisión Nacional de Valores ha sostenido en diversos casos, contradicen las conclusiones de León León, en las que en lo personal estoy absolutamente de acuerdo.

De ahí la importancia del planteamiento del exponente en cuanto a la urgencia de precisar el ámbito de aplicación de la Ley, a fin de no dejar este aspecto fundamental a interpretación siempre inconveniente y en muchos casos peligrosa.

En cuanto al texto del artículo II que propone León León, sugiero que sería más prudente tratar de evitar referencia al número de personas al que vaya dirigida la oferta, y adoptar quizá conforme al modelo argentino el concepto de sectores o grupos determinados, suponiendo que la oferta hecha a persona determinada tiene como característica la de no ser dirigida a alguna persona en particular y por lo tanto el hecho de que el sujeto destinatario sea un sector o grupo determinado, no le hace perder a la oferta su característica de pública, ya que la misma no está dirigida a una persona en particular dentro de ese sector o grupo.