

REFORMAS A LA LEY BURSÁTIL MEXICANA

Rodolfo LEÓN LEÓN

Momento especialmente difícil resulta éste para desarrollar el tema de las reformas que es aconsejable llevar a cabo a la legislación bursátil mexicana, puesto que, como es sabido, está por concluirse por la autoridad financiera del país, el proyecto de paquete legislativo que habrá de dar a la expropiación bancaria decretada por el anterior gobierno federal su verdadera dimensión, al precisarse en una nueva ley el alcance de la adición al artículo 28 constitucional, sobre la prestación del servicio público de banca y de crédito exclusivamente por el Estado.

No cabe duda que para connotar estos conceptos y garantizar la exclusividad de la prestación de este servicio por parte del Estado, habrá de diseñarse un nuevo esquema de la banca nacionalizada, y delimitarse el alcance de las demás actividades de intermediación financiera no bancaria.

En el centro de esta discusión, está la decisión de mantener el concepto de una banca universal en la que la sociedad nacional de crédito participe no sólo en las actividades estrictamente bancarias, sino que desempeñe además otras funciones con ellas vinculadas, especialmente por lo que hace al tema de este estudio, con la intermediación en el mercado de valores.

La decisión que se adopte sobre este tema, habrá de dar a la evolución iniciada en la Ley del Mercado de Valores de 1975 su verdadero alcance, o de representar un retroceso en dicha evolución.

Ya en otra oportunidad,¹ hemos precisado nuestro punto de vista sobre la delimitación que debe existir entre la actividad bancaria propiamente dicha y la intermediación bursátil, sosteniendo que la acción de los intermediarios de ambos mercados debe restringirse a la realización de las operaciones propias de cada uno de ellos, lo que sin duda propiciaría la indispensable complementariedad de ambos mercados.

¹ "Naturaleza de la Intermediación en el Mercado de Dinero", *Estudios jurídicos en memoria de Roberto L. Mantilla Molina*, México, Editorial Porrúa, S. A., 1984. pp. 497 a 508.

En la exposición de motivos de la Ley del Mercado de Valores publicada en el *Diario Oficial de la Federación* el 2 de enero de 1975, se señala con claridad que, con objeto de evitar la incompatibilidad de funciones que pueden presentarse con la participación de las Instituciones de crédito en el mercado de valores, promover el equilibrio y la competencia entre los intermediarios al igual que entre los compradores y vendedores, impedir la interferencia entre las jurisdicciones de distintas autoridades y aprovechar las facilidades de infraestructura física o institucional ya existentes, se mantienen las facultades con que actualmente cuentan las instituciones de crédito para realizar operaciones con valores, sujetando estas últimas al requisito de que, como regla general, se lleven a cabo a través de agentes de valores, con lo que se propiciará la unificación del mercado y se dará mayor liquidez y precios relativamente más estables a los títulos en beneficio de emisores, inversionistas y de las propias instituciones de crédito.

Sin embargo, dada la penetración que a la fecha de expedición de la ley había alcanzado la banca y de la relevante participación que las instituciones de crédito mantenían en el mercado de valores, se aceptó la intervención de tales Instituciones en la actividad de la intermediación bursátil, en su carácter de accionistas de sociedades de agentes de valores, y en la realización de transacciones en el mercado, siempre a través de agentes de valores, actuando en el desempeño de fideicomisos, mandatos y comisiones o de la realización de otras operaciones por cuenta ajena, según lo dispone el artículo 24 de la citada ley bursátil.

Pretendió con esto el legislador, según su exposición de motivos, "delimitar claramente los campos de competencia de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros y de la Comisión Nacional de Valores". (Autoridades reguladoras de las instituciones de crédito y de los agentes de valores respectivamente.) "La primera seguirá vigilando las actividades de las instituciones de crédito en tanto que la Comisión Nacional de Valores vigilará a los agentes incluso los que tengan relación patrimonial con las Instituciones de Crédito".

Con todo lo anterior queda a nuestro juicio claro el propósito del legislador de 1975, de separar la actividad de intermediación en el crédito propiamente dicho respecto de la intermediación en el mercado de valores y delimitar los campos de ambos tipos de intermediación, posibilitando la adecuada regulación y vigilancia de estos mercados, con el propósito de procurar su sano y ordenado desarrollo.²

² "La política de financiamiento requiere una mayor generación de ahorro de la sociedad y su canalización eficiente de acuerdo con las prioridades del desarrollo. Por

Si el legislador decidiera ahora, como se anuncia en el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo,³ continuar con la delimitación de estos mercados, suprimiendo la participación de las sociedades nacionales de crédito en el capital de agentes de valores, y evitando la excepcional intervención que concedió la ley de 1975 a las instituciones de crédito para llevar a cabo actividades de intermediación en el mercado bursátil por cuenta de terceros, estará completándose la evolución iniciada por la citada ley de 1975.

Si por el contrario, con apoyo en las ideas de la banca universal, se permite la creación y desarrollo de departamentos de valores de las instituciones nacionales de crédito, posibilitando la directa intervención de tales Instituciones en el mercado de valores, después de que han sido puestas a la venta las acciones de casas de bolsa que poseían dichas Instituciones, se habrá dado marcha atrás a esta evolución, contradiciéndose la idea original de la delimitación de los campos de competencia de los organismos encargados de la vigilancia de ambos tipos de intermediación.

Como consecuencia de todo lo anterior, la presente ponencia se reducirá a tratar aquellos asuntos que considero deberán ser materia de reforma a la ley bursátil mexicana, que resultando de trascendencia, no dependan de la decisión que el legislador adopte respecto de la planteada cuestión fundamental.

La extensión que se ha fijado para estos trabajos impiden abordar temas que, aun dentro del contexto anteriormente citado, deberían ser ma-

ello se están instrumentando acciones para fomentar el ahorro bancario y para fortalecer los intermediarios financieros no bancarios. De esta forma se procura recuperar gradualmente el ahorro financiero, mermado considerablemente en 1982 debido a las fuertes presiones reales negativas". *Plan Nacional de Desarrollo*. Informe de Ejecución 1983, Poder Ejecutivo Federal. p. 81.

³ "Se revisará el marco legal que norma las funciones y operaciones de los diversos intermediarios, buscando adaptarlo 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 conjunto". *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo*. 1984-1988. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. p. 5-81.

"Las principales acciones consideradas para fortalecer el mercado de valores son: ... Se desvinculará patrimonial y operativamente a las casas de bolsa y a las sociedades de inversión del sistema bancario". *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo*". 1984-1988. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. p. 5-85.

tería de reformas a la Ley del Mercado de Valores, tales como la creación de un mercado intermedio ya contemplado por el legislador de 1975 en la exposición de motivos de la ley, al señalar

se ha previsto la existencia, desarrollo y control de un mercado de valores integral, en el que se efectúen tanto operaciones en bolsa como fuera de ella. Las bolsas constituyen un instrumento excelente para propiciar la aproximación a un mercado perfecto, en el cual todos los participantes tengan acceso a información completa sobre las ofertas, demandas y operaciones. Sin embargo, esas Instituciones 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. Las bolsas habrán de atraer las operaciones por su eficiencia superior como instrumento de comunicación ante compradores y vendedores y no por exclusividad que la ley les otorgue.

Sin embargo, en el texto de la ley y concretamente en su artículo 14 precepto que fija los requisitos para obtener la inscripción de los valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, no se hace distinción alguna entre los títulos que van a ser motivo de inscripción en bolsa, respecto de aquellos que se habrán de operar en el mercado fuera de bolsa, orientándose este precepto, exclusivamente a los primeros de los títulos mencionados.

En igual forma, la legislación fiscal parece ignorar la posibilidad de un mercado fuera de bolsa, reservando muchas veces los beneficios que ofrece para las transacciones con valores, exclusivamente a los operados dentro de las bolsas de valores.⁵

Todo lo anterior, puede producir desaliento e inseguridad en aquellas sociedades emisoras de valores para la colocación de sus títulos entre el público inversionista que por sus dimensiones o por razones de su organización, desarrollo o aun por circunstancias personales de sus accionistas mayoritarios, no desean o no pueden dar el paso de evolución de una sociedad cerrada, a una sociedad de capital abierto cotizado en la bolsa de valores.

Estimamos que un mercado de "maduración" o mercado intermedio, facilitaría la dura transición de nuestra típica sociedad familiar a una empresa que recurra al financiamiento de las grandes mayorías mediante su cotización en la bolsa de valores, promoviendo así la canalización del ahorro del público hacia la capitalización de las empresas, y rompiéndose el estancamiento en que ha caído el mercado de valores en el financiamiento del capital para la industria y comercio nacionales.

⁵ Fracción XVI. Artículo 77 de la Ley del Impuesto sobre la Renta.

Para lograr lo anterior, sería necesario reformar el actual texto del artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores, para establecer requisitos diferentes para la inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, en los casos en que los títulos correspondientes, pretenden o no ser inscritos en la bolsa de valores, precisándose además, lo que ahora no se hace en el precepto de referencia, los requisitos que deberán de cumplir las emisoras para la inscripción de sus valores en la sección especial, cuando vayan a ser motivo de oferta pública en el extranjero.

También resultaría de interés, adicionar la Ley Bursátil y reformar la legislación mercantil general por cuanto hace a sociedades que colocan sus valores entre el público y a tales valores, para prever la creación de un periódico financiero oficial que haga posible que la información al público inversionista que hoy se prevé en diversos ordenamientos legales resulte eficaz y oportuna, como es el propósito de tales disposiciones.

En las actuales condiciones de esta reglamentación, se permite que la información relacionada con los estados financieros de las sociedades (artículo 177 de la Ley General de Sociedades Mercantiles), se publique en el periódico oficial de cada una de las entidades en que tenga su domicilio la sociedad,⁶ y sólo para aquéllos que tengan oficinas y dependencias en varias entidades federativas, se exige que la publicación de referencia se haga en el *Diario Oficial* de la Federación.

Por cuanto hace a los títulos de crédito, la publicación del decreto de cancelación de los mismos (artículo 45 fracción III de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito), debe hacerse en todo caso en el *Diario Oficial* de la Federación.

Para las sociedades agentes de valores y casas de bolsa, con fundamento en el artículo 41 de la Ley del Mercado de Valores, la circular 10-25 de la Comisión Nacional de Valores establece que deberán, además de cumplir con la obligación señalada en el artículo 177 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, publicar su balance anual dentro de los quince días posteriores a la fecha en que la Asamblea General de Accionistas apruebe dicho balance, cuando menos en uno de los periódicos de circulación mayor de su domicilio social y para las sociedades de inversión, conforme a lo dispuesto por el artículo 15-bis de la ley respectiva, deberán publicar el estado

⁶ Como se sabe, en el Distrito Federal el periódico oficial es la *Gaceta Oficial* del Departamento del Distrito Federal, creada por decreto presidencial publicado en el *Diario Oficial de la Federación* del 25 de enero de 1946, en cuyo artículo 1º señala "se crea como órgano oficial de publicidad del Gobierno del Distrito Federal, un periódico que se denominará *Gaceta Oficial del Gobierno del Distrito Federal*". Este periódico se publica regularmente en forma quincenal.

mensual de sus operaciones y su balance general anual formulados de acuerdo con las reglas de agrupación de cuenta establecidas por la Comisión Nacional de Valores, con la previa aprobación de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, precisamente dentro del mes y los sesenta días siguientes a su fecha, respectivamente.

Como consecuencia de lo anterior, resulta prácticamente imposible para los inversionistas consultar diariamente esta amplia gama de publicaciones para estar oportuna y certeramente informados, lo que trae como consecuencia que sólo un reducido número de inversionistas y los profesionales en la intermediación bursátil, sean quienes cuenten a tiempo con la debida información relacionada con el mercado de valores.

Lo anterior adquiere mayor importancia, ante el intento del Estado de reglamentar el escabroso tema de la información privilegiada que se aborda principalmente en el artículo 16-bis adicionado a la Ley del Mercado de Valores mediante decreto publicado en el *Diario Oficial* de la Federación de 28 de diciembre de 1983.

La concentración de toda información relacionada con las emisoras de valores, de los títulos del mercado público y del mercado mismo en un solo periódico que sería la fuente de información a la que recurrirían dichos emisores, intermediarios y el público inversionista, sin duda daría eficacia a las normas tuteladoras de los participantes en el mercado, que hoy se pierde por la dispersión de tal información.

El Código de Comercio Español prevé al respecto en su artículo 30 modificado por la ley de 21 de junio de 1973, que se ha de publicar un boletín oficial del Registro Mercantil en el que debe darse información suficiente de los datos que figuran en este Registro.

Podrían con este fin utilizarse las actuales publicaciones periodísticas de la Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V., que son sin duda instrumento de consulta diaria de quienes se interesan en el mercado de valores.

De altísimo interés resultaría también abordar el tema de las necesarias reformas a la deficiente reglamentación de las indeseables operaciones con información privilegiada en el Mercado de Valores.

Esta regulación se intentó con la adición que se hizo a la Ley del Mercado de Valores de un artículo 16-bis mediante el mencionado decreto publicado en el *Diario Oficial* de la Federación del 28 de diciembre del año próximo pasado.

En este precepto, al corregir el Congreso de la Unión el proyecto que le fue enviado por el presidente de la República y desconociéndose las normas que otras legislaciones han dictado para combatir la ilícita actividad

de quienes, usando información que no está al alcance del público obtienen un lucro indebido, se plasmó una reglamentación de muy difícil o casi imposible aplicación, lo que se evidencia por el hecho de que, a nueve meses de la vigencia formal de este artículo, no se ha presentado un solo caso en que se demande su aplicación, sin que pueda pensarse que ha desaparecido el fenómeno que trató de regular, y sin que la Comisión Nacional de Valores, organismo encargado por el precepto de referencia de emitir los "criterios de carácter general" para la precisión de los alcances de esta regulación, haya podido expedir tales "criterios".

Nos concentraremos, sin embargo, en esta ponencia en la cuestión que estimamos de mayor trascendencia, que es la relativa al ámbito mismo de aplicación de la Ley Bursátil.

Conforme a lo dispuesto por el artículo 1º, la Ley del Mercado de Valores se restringe a la regulación de la oferta pública de valores, de la intermediación en el mercado de los valores, de las actividades de las personas que intervienen en el mercado de valores, el Registro Nacional de Valores e intermediarios y las autoridades y servicios en materia de dicho mercado.

Para determinar por tanto el ámbito de aplicación de la referida ley, resulta necesario precisar dos conceptos básicos: qué debe entenderse por valor a la luz de este ordenamiento jurídico y cuándo estamos en presencia de una oferta pública.

Conforme a lo dispuesto por el artículo 3º de esta ley, son valores las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa, cuando éstos sean o hayan sido materia de oferta pública, según se desprende esto último claramente del citado artículo 1º de la ley y de los siguientes argumentos.

Primero: para la Ley del Mercado de Valores no son identificables los conceptos de título valor o de título de crédito, con el concepto de "valor"⁷ para los efectos de la aplicación de dicha ley.

Garrigues⁸ hace una distinción entre los títulos de crédito y los títulos-

⁷ Acosta Romero, al referirse a los efectos que se negocian en bolsa nos dice que los valores que se operan en la misma son fundamentalmente: "valores bancarios de toda índole; acciones en todas sus especies salvo aquéllas que no circulan: obligaciones y certificados de participación emitidos por instituciones nacionales de crédito, ya que si estos últimos son emitidos por instituciones privadas, en nuestro concepto no son instrumentos de captación del ahorro público. Bonos y valores emitidos por el Estado, como muy recientemente lo son, los certificados de tesorería del Gobierno Federal Mexicano". Acosta Romero, Miguel. *Derecho bancario*. México, Segunda Ed., Editorial Porrúa, S. A., 1983, p. 601.

⁸ Garrigues, Joaquín. *Curso de derecho mercantil*. México, séptima ed., Editorial Porrúa, S. A., 1981, p. 719.

valor; los primeros sólo aluden al aspecto crédito, cualidad propia de los llamados títulos de tradición, mientras por otro lado, existen títulos que no atribuyen un solo derecho de crédito a su titular, sino más bien un conjunto de derechos subjetivos de índole varia, que componen una cualidad o posición jurídica compleja.

En igual forma para la Ley del Mercado de Valores, no todos los títulos de crédito se consideran como "valores", sino que para ello requieren de dos características fundamentales:

Que tales títulos sean emitidos en serie o en masa, como claramente lo exige en el artículo 3º de dicha ley en su párrafo primero, y como se confirma por las fracciones II y III del artículo 14, en las que se exige para la inscripción de tales títulos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, que las características de los mismos les permitan su circulación significativa, todo ello con objeto de que puedan ser materia de un mercado, y

Que los títulos sean o hayan sido materia de oferta pública, que es la forma de colocación reservada por el legislador para los valores, como claramente se señala en el último párrafo del artículo 3º de la ley de la materia, conforme al cual se prohíbe la oferta pública de cualquier documento que no sea de los mencionados en ese artículo, estableciéndose en el artículo 52 la pena de prisión de uno a diez años y multa hasta de \$1'000,000.00 a las personas que hagan oferta pública de títulos o documentos a que se refiere el citado artículo 3º, cuando éstos no estén inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

No fue propósito del legislador someter a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y a la regulación y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores toda emisión de títulos de crédito por parte de las empresas, bien sean éstos representativos de capital o de crédito y como consecuencia, tampoco se reguló toda intermediación con documentos, sino únicamente aquella intermediación habitual con títulos que hayan sido motivo de ofrecimiento al público.

Como consecuencia, las sociedades podrán emitir sus acciones, obligaciones u otros títulos de crédito para allegarse recursos de financiamiento sin necesidad de someterse a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores pero, si dichas empresas deciden hacer oferta pública de esos valores, el Estado les impone la obligación de sujetarse a los lineamientos de la citada ley y a la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores.

De esta manera, como ya lo hemos sostenido antes,⁹ se debe distinguir la empresa cerrada que no recurre al público para su financiamiento, de la sociedad pública o abierta que opta por la colocación de sus valores entre el público inversionista. La Ley Mexicana del Mercado de Valores no contempla expresamente este tipo de sociedades, como acertadamente lo hacen otras legislaciones latinoamericanas, como la Ley del Mercado de Capitales de Venezuela.¹⁰

Las anteriores afirmaciones se confirman en la exposición de motivos de nuestra Ley del Mercado de Valores, según la cual

es de particular importancia que el público tenga conocimiento cabal sobre los valores objeto de las transacciones. Dificilmente puede desarrollarse un mercado en el cual hay incertidumbre sobre la naturaleza de lo que se vende o se compra. *Por ello, se imponen obligaciones de información a los emisores de valores que se ofrezcan públicamente, y se encomienda a la Comisión Nacional de Valores vigilar que los datos se suministren oportunamente, de manera que los inversionistas estén en posibilidad de tomar decisiones con la debida información.*

Para proteger los intereses de los ahorradores, el proyecto de ley establece que únicamente valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios pueden ser ofrecidos al público, ya que sólo respecto de tales títulos puede haber una garantía adecuada de información.

Segundo: la vigente Ley del Mercado de Valores, cambió el sistema establecido por la Ley de la Comisión Nacional de Valores publicada en el *Diario Oficial* de la Federación el 31 de diciembre de 1953, derogada expresamente por el ordenamiento jurídico en vigor, precisamente en el tema de la jurisdicción de la Comisión Nacional de Valores, puesto que en los términos del artículo 11 del referido ordenamiento jurídico derogado.

Las sociedades anónimas que se propongan emitir obligaciones sin intervención de institución de crédito, se someterán a la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores y a las reglas generales que expida dicha Comisión, oyendo a Nacional Financiera, S. A. y al Banco de México, S. A.

⁹ "El legislador debe regular de manera distinta a la sociedad anónima que hemos denominado pública, o sea aquella que recurre a la oferta de sus acciones, o a la captación masiva del ahorro mediante la emisión de obligaciones u otros instrumentos, dejando las normas tradicionales de la sociedad anónima, para las sociedades que, independientemente de su magnitud, no recurran mediante oferta pública a la utilización del capital de los inversionistas o ahorradores", *Necesidad de un Moderno Derecho de la Sociedad Pública*, México, Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A. C., 1979, pp. 15 y 16.

¹⁰ Artículo 49, 60, 61, 62, 63 y 64 de la Ley del Mercado de Capitales de Venezuela.

Ninguna disposición de la vigente Ley del Mercado de Valores, otorga atribuciones a la referida Comisión para autorizar la emisión de obligaciones cuando no se emplea en su colocación la oferta pública, requisito que no exigía el citado artículo 11 de la derogada ley, que sometía a la previa autorización del citado organismo gubernamental toda emisión de obligaciones en la que no intervinieran Instituciones de Crédito.

En igual forma, ningún precepto de la actual Ley del Mercado de Valores da pie para afirmar que cae dentro de su ámbito de aplicación la colocación privada de acciones, y, por lo que hace a otros títulos asimilables a los valores, en el punto siguiente se demostrará que expresamente la ley restringe su aplicación a aquéllos respecto de los cuales se haga oferta pública.

Tercero: conforme a lo dispuesto por el artículo 3º de la ley de 1975,

el régimen que establece la presente ley para los valores y las actividades relacionadas con ellos, también será aplicable a los documentos *respecto de los cuales se realice oferta pública*, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales,

lo cual reafirma la idea de que el bien jurídico tutelado por este ordenamiento legal, es precisamente el público inversionista a quien se recurre *mediante oferta pública*, sin que sea materia de esta regulación específica la colocación privada de títulos de crédito o de documentos que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales.

A mayor abundamiento, en el proyecto que el Ejecutivo Federal envió recientemente al Congreso de la Unión para modificar el segundo párrafo del citado artículo 3º, se leía:

el régimen que establece la presente Ley para los Valores y las actividades relacionadas con ellos, también será aplicable a los documentos que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales, *respecto de los cuales se realice oferta pública*, así como a otros documentos que por sus características sean susceptibles de oferta pública y que, mediante disposiciones de carácter general, señale la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a propuesta de la Comisión Nacional de Valores.

El Congreso de la Unión, en beneficio de la congruencia de este precepto con el resto de la ley, cambió el orden que se utilizaba en el proyecto pre-

sidencial para el concepto de "oferta pública", ubicándolo hasta el final del párrafo, a fin de que comprendiera a todos los títulos identificables a los valores para los efectos de dicha ley.¹¹

Con esta corrección que el Congreso de la Unión hizo del proyecto presidencial, no sólo se dio congruencia a la adición propuesta por el Ejecutivo Federal con el resto de la ley, sino que se evitó la excesiva generalidad de la facultad que se otorgaba a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para hacer caer dentro del ámbito de este ordenamiento jurídico prácticamente a cualquier título; puesto que la *susceptibilidad* de ser materia de ofrecimiento al público como se decía en el proyecto, la tiene no sólo cualquier título o documento, sino toda clase de bienes.

Cuarto: con el mismo criterio, la realización habitual de operaciones por cuenta propia con valores emitidos o garantizados por terceros, es decir, la función de colocadores profesionales de valores, únicamente se reserva por la ley en el inciso b) del artículo 4º a los agentes de valores, cuando se trate de títulos "respecto de los cuales se haga oferta pública".

De esta forma, cualquier persona, sin necesidad de ser agente de valores, puede dedicarse de manera habitual a la realización de operaciones por cuenta propia con títulos o documentos que no hayan sido materia de oferta pública, como es el caso de las innumerables empresas mexicanas que en una de las modalidades de la operación que en otros países se conoce como *factoring* o factoraje, operan en el territorio nacional sin estar sujetas a una reglamentación específica, pues como es sabido, esta operación no está expresamente regulada en nuestro derecho.

Consideramos que todos los razonamientos anteriores fundan claramente la plena procedencia de las siguientes afirmaciones:

1. Sólo son "valores", para los efectos de la Ley del Mercado de Valores, los títulos de crédito o documentos asimilables a éstos, respecto de los cuales se haga oferta pública.

2. La Ley del Mercado de Valores sólo es aplicable a la oferta pública, intermediación habitual (artículo 4º) y actividades de las personas que

¹¹ De esta manera, el segundo párrafo del artículo 3º en vigor, establece: "el régimen que establece la presente ley para los valores y las actividades relacionadas con ellos también será aplicable a los documentos que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales así como a otros documentos que por su característica sean susceptibles de ofrecerse al público y que, mediante disposiciones de carácter general, señale la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a propuesta de la Comisión Nacional de Valores, cuando respecto de unos y otros se realice oferta pública".

intervienen en la negociación con “valores”, así como al Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a las autoridades y servicios en el mercado de estos valores.

3. La emisión e intermediación con títulos de crédito o documentos respecto de los cuales no se lleve a cabo oferta pública, no caen dentro del ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores.

Procede por tanto analizar qué debe entenderse por oferta pública, ya que ésta, según nos dice Hugo Nemerovsky,¹² es uno de los pilares sobre el cual se sustenta la mayoría de las legislaciones que regulan el mercado de capitales.

La oferta pública, como sabemos, es una de las formas nominadas de declaración unilateral de la voluntad, al que Rojina Villegas,¹³ distingue de la promesa de recompensa; de la estipulación a favor de terceros; de la expedición de títulos civiles a la orden o al portador.

En derecho privado, Luis de Gásperi siguiendo a Giorgi ha definido la oferta como “la voluntad seria y definitiva de constituirse deudor respecto de otros”.¹⁴

Messineo al respecto señala que: “a veces la oferta (o propuesta) puede ir dirigida “al público” (a la llamada “generalidad de los terceros”), o sea, *in incertam personam* y hecha, como se dice, “por edictos públicos”, para que sea eventualmente aceptada por cualquier persona a quien convenga. La persona del destinatario es, por consiguiente, por el momento, indeterminada. Esa oferta es equivalente a una propuesta, si contiene los extremos esenciales del contrato a cuya conclusión está dirigida”.¹⁵

La oferta al público debe diferenciarse de los tratos o gestiones. Estos últimos, como sabemos, son algo en que participan ambos posibles futuros contratantes y no son vinculantes; la oferta al público, por lo contrario, procede de un solo sujeto (el oferente), y, además, es vinculante cuando contenga los extremos esenciales del futuro contrato.¹⁶

Para Gutiérrez y González la oferta o policitud es “la propuesta para celebrar un contrato, no es preciso se haga a persona determinada; bien

¹² Nemerovsky, Hugo. *Seminario sobre aspectos jurídicos del mercado de capital*, Caracas, octubre 1983, p. 1.

¹³ Rojina Villegas, Rafael, *Derecho civil mexicano*, 3ª ed., México, Editorial Porrúa, S. A., 1976, t. V, vol. I, p. 450.

¹⁴ De Gásperi, Luis, *Tratado de las obligaciones*, Buenos Aires. Editorial Depalma, 1945, vol. I, p. 299.

¹⁵ Messineo, Francesco, *Manual de derecho civil y comercial*, Buenos Aires, Ed. Jurídicas Europa-América, 1979, t. IV, p. 459.

¹⁶ *Ibid.*, pp. 459 y 460.

puede hacerse a toda una colectividad, y cualquiera de sus miembros aceptar esa propuesta".¹⁷

La ley sanciona como obligatoria la oferta o policitud que se hace para celebrar un contrato, aunque no se haya aceptado aún, surtiendo el efecto de mantener firme esa voluntad y sancionarla como productora de consecuencias de derecho.

"La oferta como manifestación activa del consentimiento, puede configurar una propuesta para la verificación de un contrato o una promesa para dar o hacer algo".¹⁸ Sin embargo, la única oferta que tiene relevancia para el mercado de capitales es aquella que identificamos como una propuesta para la verificación de un contrato, de la cual surgirá uno de los elementos imprescindibles para la formación de dicho contrato, como lo es el consentimiento.

En la doctrina francesa, la oferta como propuesta de un contrato, como promesa dirigida a personas indeterminadas, se denomina oferta pública.¹⁹

Conforme a lo dispuesto por el artículo 2º de la Ley Mexicana del Mercado de Valores, se considera oferta pública a la que se haga por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada. Por tanto, para que una oferta para adquirir o enajenar valores, se considere pública, habrá de atenderse al medio de comunicación que se utilice para formular dicha oferta que el precepto antes citado exige sea un medio de comunicación masiva, o al tipo de persona a la que tal oferta sea dirigida, que conforme al mismo precepto deberá ser una persona indeterminada.

Pocas legislaciones, entre ellas las de Argentina, Colombia, México y Venezuela²⁰ se ocupan expresamente de lo que debe entenderse por oferta pública sin que la doctrina, por su parte, haya podido ponerse de acuerdo sobre tan fundamental concepto.

La doctrina ha establecido determinados parámetros para reputar o reconocer la existencia de una oferta pública, señalando que ésta debe ser

¹⁷ Gutiérrez y González, Ernesto, *Derecho de las obligaciones*. Puebla, México, Editorial Cajica, 1961, p. 151.

¹⁸ Nemerovsky, Hugo, *op. cit.*, p. 3.

¹⁹ Mazzaud, Henry, *et al.*, *Derecho civil*. Buenos Aires. Editorial Europa-América, 1969, vol. I, II parte, p. 153.

²⁰ Artículo 16 de la Ley 17811 de Argentina; Artículo 20 de la Ley del Mercado de Capitales de Venezuela; Artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores de México y Artículo 6º de la Ley 32 de 1979 de Colombia.

El reciente proyecto de Ley del Mercado de Valores de Ecuador en su Artículo 4, también se ocupa de este tema.

seria, definitiva, completa, comunicada en debida forma y con un plazo mínimo de vigencia.²¹

Todavía más, si conforme al citado artículo 2º de la Ley del Mercado de Valores se considera como oferta pública a la que se haga por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o *adquirir valores*, es decir, que se incluye dentro del concepto de oferta pública lo que otras legislaciones, como la española, distinguen como oferta pública de compra y oferta pública de venta, cabría preguntarse si, conforme al texto de nuestra ley, el ofrecimiento público de comprar ciertos títulos comprendidos dentro de la descripción del artículo 3º de la Ley del Mercado de Valores, haría caer a dichos títulos, y a su emisora, dentro del ámbito de regulación de la Ley del Mercado de Valores, sujetándola a la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores.

Estimamos que, no obstante lo dispuesto por el texto de los preceptos a que hemos hecho mención, la respuesta negativa resulta obvia.

Como consecuencia de todo lo anterior, el concepto de oferta pública, elemento determinante del ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores, uno de los más discutidos en razón de que su contenido se aparta de la construcción tradicional desarrollada en el derecho privado, deja de tener la precisión que permita la plena seguridad jurídica de quienes participen como emisores, intermediarios o inversionistas, que es precisamente el objetivo primordial de este ordenamiento jurídico.

Esta imprecisión, se reconoce expresamente por el artículo 2º de la Ley Mexicana del Mercado de Valores, al señalar que “la Comisión Nacional de Valores podrá establecer *criterios* de aplicación general conforme a los cuales se precise si es una oferta pública²² y deberá resolver sobre las consultas que al efecto se formulen”.

Otras legislaciones como la argentina (artículo 16), establecen que existirá oferta pública de títulos valores, “cuando se efectúe por medio de *ofrecimiento personal*, publicaciones periodísticas, transmisiones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, circulares o comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”; es decir, que se considerará oferta pública un ofrecimiento de valores, aun cuando no se haga al público.²³

²¹ Nemerovsky, Hugo, *op. cit.*, p. 9.

²² En igual sentido, el artículo 20 de la Ley Venezolana, el artículo 4º de la Ley Chilena y el artículo 6º de la Ley Colombiana.

²³ “Se entiende por oferta pública aquella que se dirija a personas no determinadas o a sector o grupo de personas determinadas o que se realice por algún medio de comunicación masiva”, artículo 6º de la Ley 32 de 1979. Colombia.

Si ya en foros internacionales²⁴ se ha cuestionado la facultad de Comisión Nacional de Valores para expedir disposiciones de carácter general, resulta a nuestro juicio indudable que si, en aplicación del citado artículo 52, en un caso concreto se impusiera la sanción corporal que dicho precepto señala, por haberse llevado a cabo un ofrecimiento que se considere oferta pública, con base en los "criterios" de carácter general que como vimos anteriormente está facultada la Comisión Nacional de Valores, se violará la garantía de legalidad en materia penal establecida por el tercer párrafo del artículo 14 de la Carta Magna y la reiterada jurisprudencia de la Suprema Corte de Justicia de la Nación,²⁵ contradiciéndose la opinión unánime sobre este tema de la doctrina.²⁶

²⁴ Segundo Encuentro Internacional de Derecho Bursátil. Conclusiones de la mesa núm. 4 presidida por el Lic. Jorge Barrera Graf, 31 de mayo a 4 de junio de 1982. Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A. C., p. 264.

²⁵ "Por cuerpo del delito debe entenderse el conjunto de elementos objetivos o externos que constituyan la materialidad de la figura delictiva descrita *concretamente* por la Ley Penal", quinta época, suplemento de 1956, p. 178, A.D. 4173/53, Héctor González Castillo, 4 votos, tomo CXXX, p. 485; A.D. 6337/45, J. Jesús Castañeda Esquivel, unanimidad de 4 votos, sexta época, segunda parte, vol. XIV, p. 86; A.D. 110/57, Víctor Manuel Gómez Gómez, unanimidad de 4 votos, vol. XVII, p. 77; A.D. 2677/58, Juan Villagrana Hernández, 5 votos, vol. XLIV, p. 54; A.D. 6698/60, José Zamora Mendoza, 5 votos, tesis Nº 93, p. 201, apéndice 1917-1975, segunda parte, primera sala.

²⁶ "La tipicidad es uno de los elementos esenciales del delito cuya ausencia impide su configuración, habida cuenta de que nuestra Constitución en su artículo 14 establece en forma expresa que 'en los juicios del orden criminal queda prohibido imponer, por simple analogía y aun por mayoría de razón, pena alguna que no esté decretada por una ley exactamente aplicable al delito de que se trata', lo cual significa que no existe delito sin tipicidad. No debe confundirse el tipo con la tipicidad. El tipo es la creación legislativa, la descripción que el Estado hace de una conducta en los preceptos penales. La tipicidad es la adecuación de una conducta concreta con la descripción legal formulada en abstracto". Castellanos, Fernando, *Líneas de clementes de derecho penal*, México, Editorial Porrúa, S. A., 1959, p. 165.

Pallares opina que: "para considerar delictuoso y punible un hecho, es necesario que esté comprendido en los términos literales, exactos, precisos e inequívocos de la Ley Penal, y desde el momento que solamente estando un hecho comprendido con exactitud gramatical en la definición de la Ley Penal ser punible, desde ese momento huelgan interpretaciones y razonamientos, y analogías, y tradición jurídica, y doctrinas, y si el juez tuvo que ocurrir a esos recursos para encajar el hecho en la definición de la ley, es evidente que no está comprendido exactamente en su texto, pues si lo estuviera, serían innecesarios esos recursos de erudición; y si no está comprendido exactamente en el texto literal de la ley, es indudable que, aplicada por medio de interpretaciones más o menos lógicas y racionales es siempre violar el dogma del artículo 14 de nuestro Código Político". Pallares, Jacinto, citado por González de la Vega, Francisco, *Derecho penal mexicano*, 13ª ed., México, Editorial Porrúa, S. A., p. 221.

Como consecuencia de todo lo anterior, pensamos que el legislador debe atender no al camino que emplea una empresa emisora de valores para financiarse con el ahorro del público, sino precisamente al hecho de que se capte dicho ahorro, estableciendo las normas que procuren la tutela de ese interés cuya protección compete al Estado.

Si consideramos que el derecho no es más que la regulación bilateral y obligatoria de la conducta externa del hombre en protección de los intereses dignos de tutela en un Estado determinado, la norma jurídica habrá de proveer a esa protección, cualquiera que sea el conducto que se emplee para llegar al bien jurídico digno de su amparo.

Esta protección de la norma debe establecerla el Estado de manera distinta si se trata de un interés privado o de un interés público. Dentro del primero, se incluyen las pretensiones que tienden a satisfacer las necesidades específicas de los individuos y grupos sociales, y tienen la característica de que al satisfacerlas se producen beneficios solamente para determinadas personas. Por el contrario, dentro del interés público se encuentran las pretensiones que sean compartidas por la sociedad en su conjunto y cuya satisfacción origina beneficios para todos los integrantes de una colectividad, razón por la cual tales pretensiones son garantizadas mediante la actividad constante de los órganos del Estado.²⁷

Ahora bien, conforme a lo dispuesto por el artículo 25 Constitucional, corresponde al Estado la rectoría económica nacional, debiendo llevar a cabo la regulación y fomento de las actividades que demande el interés general, entre las que pensamos ocupa lugar preponderante la intermediación financiera, por su decisiva influencia en la actividad productiva y comercial y por ende, en la generación de empleo y riqueza.

Para la intermediación bancaria así lo reconoce expresamente la doctrina, señalando Ascarelli²⁸ que

...la actividad bancaria presenta un interés predominante, ya que a través de los bancos se acumula el ahorro nacional, al que se le dan diversas inversiones. De la cautela con que éstas se relacionen y con

²⁷ Cornejo Certucha, Francisco, *Diccionario Jurídico Mexicano*, México, Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM, t. V, p. 167.

²⁸ Ascarelli, Tulio, *Derecho mercantil* (traducción de Felipe de J. Tena), México, Ed. Porrúa, S. A., 1940, p. 302.

Rodríguez y Rodríguez define la función bancaria como "una operación de crédito realizada por una empresa bancaria, es decir, en masa y con carácter profesional". Rodríguez y Rodríguez, Joaquín, *Derecho bancario*, 4ª ed., México, Porrúa, S. A., 1976, p. 19.

que se administre el dinero recogido de los que ahorran depende no sólo la seguridad de cada depositante sino también el ordenado desarrollo de la vida económica nacional. . .

De ésta y otras razones históricas ampliamente conocidas en la vida de nuestro país, se desprende la reserva que en el sexto párrafo del artículo 28 de nuestra Carta Magna ha hecho el Constituyente permanente de la prestación del servicio público de banca y crédito exclusivamente por parte del Estado mexicano.

Las otras formas de intermediación financiera, llamadas no bancarias, aún siendo también de interés público, pueden ser concesionadas por el Estado a los particulares, estableciendo las bases para la prestación del servicio y aseguramiento del interés general.

Las leyes especiales de ello habrán de ocuparse, sin que sea legítimo que el Estado, por atender a figuras tradicionales como la oferta pública, deje de dictar las normas que aseguren el interés del público inversionista que potencialmente al menos, somos todos los habitantes de la República.

Cuando la captación de ese ahorro se haga a través de instrumentos especiales tales como los modernos sistemas de las aseguradoras que ofrecen atractivas pólizas que incluyen mecanismos de inversión y crédito, será responsabilidad del legislador en esa materia la debida tutela de los asegurados.

Dentro de este marco de ideas, competará a la legislación bursátil todo mecanismo de captación de ahorro o inversión a través de instrumentos que permitan la fácil circulación de los derechos respectivos, de manera que se posibilite la creación de un mercado secundario de valores o documentos a ellos asimilables, sea cual fuere la naturaleza de esos instrumentos.

La ley puede establecer, para precisar su ámbito de aplicación y no dejar este aspecto fundamental a interpretaciones de autoridades administrativas, los datos que permitan determinar cuando se está recurriendo al público para financiarse mediante la emisión de documentos cesibles.²⁹

Con base en estos razonamientos, me permito proponer el siguiente esquema de los artículos 1 y 2 de la Ley del Mercado de Valores.

²⁹ En Estados Unidos existe el criterio de que una oferta pública hecha a un número de empleados o accionistas que no excedan de 30 personas es una operación privada, siempre y cuando la adquisición de acciones por parte de dichos sujetos sea destinada a la inversión y no a la reventa o distribución. Loss, Luis, citado por Nemerovsky, Hugo, *op. cit.*, p. 14.

La S.E.C. considera que toda oferta en la que se utilicen medios de comunicación como el correo, radio, televisión, etc., debe contar con la previa autorización de dicho organismo. En la medida que una colocación de valores no utiliza estos medios de

Artículo 1. La presente ley regula la negociación de valores y otros títulos que, por los términos en que sean emitidos, estén destinados a ser objeto de circulación y mediante los cuales se capten recursos del público; fija las atribuciones de las autoridades de ese mercado y reglamenta los servicios vinculados con dicho mercado.

Artículo 2. Se considera que un emisor de valores o títulos a ellos asimilables, a que se refiere el artículo anterior capta recursos del público, cuando:

- a) El emisor haga oferta pública de los mismos.
- b) Tratándose de otros medios de colocación, los referidos valores sean ofrecidos a más de 100 personas, y
- c) Cuando con independencia del número de quienes adquieran esos valores, la emisión sea superior a 500 veces el salario mínimo anual.

comunicación y se restringe a un Estado de la Unión deja la S.E.C. de tener injerencia, quedando dicha colocación sujeta a la ley de cada uno de los Estados de la Unión Americana. Las leyes estatales abordan este tema de muy diversa manera, pudiéndose citar el caso de California, en el que toda oferta dirigida a más de 15 personas, debe sujetarse a la regulación de las autoridades estatales.