

## CONTROL ESTATAL DE LA VENTA PÚBLICA DE VALORES EN MÉXICO \*

Por Jorge Aurelio CARRILLO  
Profesor de la Facultad de  
Derecho de la U. N. A. M.

### *Generalidades*

Aunque estoy consciente de que esta parte del seminario tiene como fin primordial cubrir los aspectos jurídico-prácticos de la oferta y venta pública de valores en México con objeto de ilustrar al inversionista sobre los requisitos que debe satisfacer para participar en sociedades mercantiles mexicanas como accionista o como obligacionista, no puedo desvincular estos aspectos jurídico-prácticos de sus causas políticas, económicas y sociales que explican muchas de las razones por las cuales nuestro mercado de valores reviste determinadas características.

Acostumbrados ustedes a un mercado de valores extremadamente activo y poderoso, en el que participan millones de pequeños, medianos y grandes inversionistas, se preguntarán por qué en México adolecemos de un mercado débil y relativamente limitado.

Las razones son muchas y muy complejas. Sin embargo, nuestros economistas destacan algunas que resultan sobresalientes.

Mencionan, *verbi gratia*, la desigualdad que existe entre el mercado de dinero y el mercado de capitales en cuanto a tasas de rendimiento. En un país desarrollado, los préstamos a corto plazo rinden menos que las inversiones a medio y largo plazos. En tanto que un préstamo a ciento ochenta días producirá el 3 1/2 o el 4% anual, un bono a tres años producirá el 6 ó el 7% anual. Esta relación se invierte en los países subdesarrollados. Las inversiones a corto plazo rinden el 12% anual ó más, en tanto que las inversiones a plazo mayor apenas llegan del 8 al 10%. Esto explica por qué el inversionista se abstiene con frecuencia de acudir al mercado de valores. Prefiere colocar su dinero a corto plazo con alto rendimiento, que tenerlo a largo plazo con baja rentabilidad.

---

\* Conferencia dictada por el autor el 4 de mayo de 1965 en la Escuela de Derecho de la Universidad de Texas.

Otra razón poderosa que se esgrime con frecuencia, es el temor, siempre presente, de una devaluación monetaria. La inflación crónica que sufren la mayoría de los países subdesarrollados y el desnivel permanente de su balanza de pagos, obligan a muchos de ellos a variar periódicamente la paridad cambiaria devaluando sus monedas. Cada devaluación disminuye considerablemente los ahorros del inversionista, de aquí que prefiera éste mantenerlos en bienes que no están sujetos a este enorme riesgo, como monedas duras, oro, joyas o bienes raíces.

Una tercera razón se hace consistir en la poca o nula capacidad de ahorro del pueblo, en los países en estado de subdesarrollo. Los ingresos de los grandes sectores se destinan a satisfacer sus necesidades más apremiantes, sin que quede ni pueda quedar ningún remanente para ser ahorrado. Se insiste, además, en que el pueblo no está acostumbrado a ahorrar; es decir, que aún aquellos sectores que pudieran destinar una parte de sus ingresos a inversiones, prefieren gastarlos en bienes de consumo no necesario, por una inadecuada educación o por malos hábitos con raíces ancestrales.

Todo lo anteriormente expuesto es aplicable a México; pero me interesa destacar, con especial énfasis, que mi país ha venido experimentando cambios básicos en su estructura económica en los últimos veinte años, que permiten abrigar esperanzas de que pronto el mercado de capitales reciba el impulso necesario que lo acerque a los niveles de los mercados de valores de los países desarrollados.

#### *Antecedentes de la Comisión Nacional de Valores.*

Antes de 1939, el Estado mexicano no había considerado conveniente intervenir para controlar la oferta de valores para ser colocados públicamente.

Sin embargo, existía desde 1934 una forma de control judicial sobre todas las sociedades mercantiles que pretendieran organizarse en México. No olviden ustedes que, a diferencia de lo que ocurre en los Estados Unidos, las sociedades mercantiles están sujetas a leyes federales, puesto que en México toda actividad mercantil cae dentro del ámbito federal. Así pues, por disposición de la Ley General de Sociedades Mercantiles, promulgada en el año de 1934, para poder inscribir una sociedad mercantil en el Registro Público de Comercio es necesario obtener, previamente, el consentimiento de un tribunal de primera instancia, el cual escucha al Ministerio Público quien debe estudiar si la escritura constitutiva se ajusta a la Ley.<sup>1</sup>

Sin embargo, esta forma de control judicial se ejerce sólo cuando la

---

<sup>1</sup> Ley General de Sociedades Mercantiles.—Capítulo XIV.— Artículos del 260 al 264.

sociedad va a organizarse o cuando va a modificar su escritura constitutiva, mas no cuando desea colocar sus acciones u obligaciones entre el público.

Esta falta de control judicial para estos efectos, hizo necesario que el Gobierno Federal, en el año de 1940, pasara una "Ley que establece los requisitos para la venta al público de acciones de sociedades anónimas", Ley que establecía una Comisión integrada por tres miembros, de los cuales, dos eran designados por el Presidente de la República a propuesta de los Ministerios de Economía y Hacienda, y el otro por la Bolsa de Valores de México. No tendría caso entrar en detalle sobre el contenido de esta Ley ni sobre las funciones de dicha Comisión, por que leyes posteriores han venido a dejar sin efecto sus disposiciones.

La Comisión Nacional de Valores se creó por Decreto del 16 de abril de 1946, el cual dispuso que estaría integrada por representantes de los Ministerios de Hacienda y Economía, del Banco de México (banco central del país), de la Nacional Financiera (banco de desarrollo del país) de la Bolsa de Valores de México, de la Asociación de Banqueros de México y, por reforma posterior, del Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas (también banco del Estado).

Ya funcionando esta Comisión, se promulgó en 1953, una nueva ley que es la que rige sus actividades hasta la fecha, y a la cual, por lo tanto, le prestaremos la atención debida.

#### *La Ley de la Comisión Nacional de Valores de 1953.*

La Comisión Nacional de Valores, tal y como funciona en la actualidad, está integrada por representantes del Ministerio de Hacienda, del Ministerio de Industria y Comercio, del Banco de México, de la Nacional Financiera, del Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, de la Comisión Nacional Bancaria, de la Asociación de Banqueros de México, de la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros y de las Bolsas de Valores que operan en la República (actualmente existen tres: la de la ciudad de México, la de Monterrey y la de Guadalajara).

De acuerdo con la Ley que nos ocupa, corresponde a la Comisión Nacional de Valores (CNV):

- a) Aprobar o vetar la inscripción en bolsa de títulos o valores;
- b) Suspender la cotización en bolsa de un valor u ordenar su cancelación.
- c) Aprobar o vetar el ofrecimiento al público de valores no registrados en bolsa;

- d) Aprobar el ofrecimiento de títulos o valores mexicanos, para su venta en el extranjero;
- e) Aprobar el ofrecimiento de títulos emitidos en el extranjero, para su venta en la República;
- f) Aprobar la publicidad y propaganda de los valores que se ofrezcan al público.

Estas son, a mi juicio, las facultades de la CNV que más pudieran interesarles a ustedes; pero para darles el cuadro completo de sus poderes, debo manifestarles que la CNV además:

- g) Aprueba los valores en los que pueden invertir los bancos, las compañías de seguros y las compañías de fianzas;
- h) Lleva el Registro Nacional de Valores;
- i) Aprueba, de acuerdo con las condiciones del mercado, las tasas máximas y mínimas de interés a que deberán sujetarse las emisiones de valores;
- j) Opina sobre el establecimiento de bolsas de valores e inspecciona su funcionamiento en materia de valores;
- k) Opina sobre el establecimiento de sociedades de inversión e inspecciona y vigila el funcionamiento de las mismas;
- l) Analiza, periódicamente, el estado y las tendencias del mercado de valores en el país.

Por razones de tiempo y, según creo, de interés para ustedes, limitaremos esta plática a discutir brevemente los puntos comprendidos de la a) a la f) inclusive, y algunos otros aspectos conexos a ellos.

*(a) La aprobación para la inscripción en bolsas de títulos o valores.*

Antes de entrar en materia es preciso darles a conocer el concepto que la Ley Mexicana tiene de lo que debe entenderse por valores.

Son considerados valores, para los efectos de la ley, no sólo aquellos títulos representativos de una participación en el capital de la empresa o de un crédito a cargo de ella, sino también los certificados provisionales de dichos títulos y los ejemplares del programa o prospecto para la creación de sociedades anónimas por suscripción pública. También lo son, los títulos representativos de obligaciones o prestaciones a cargo de toda clase de personas morales o físicas, siempre y cuando hayan sido emitidos en serie o en masa.

Son también valores los títulos representativos de depósitos en almacenes generales, los de participación en fideicomiso cuando hayan sido emitidos también en masa o en serie, los que representen el derecho de prenda, cuando el depósito haya sido constituido en almacenes generales o en instituciones de crédito auxiliares.

Finalmente, lo son también los cupones para el cobro de intereses o dividendos y los títulos representativos de mercaderías, de fondos pecuniarios o de servicios.<sup>2</sup>

Para efectos de la ley mexicana todos los títulos arriba detallados son considerados valores sin tomar en cuenta las circunstancias relativas al lugar de su emisión por lo que caen dentro de la denominación general ya citada todos los que sean ofrecidos en el territorio nacional, sea que hayan sido emitidos dentro del propio territorio o en el extranjero.<sup>3</sup>

La filosofía que inspiró la ley que creó nuestra Comisión Nacional de Valores (CNV) es la misma que inspiró la SEC de los Estados Unidos de Norteamérica, es decir, la CNV en ningún momento sustituye el cuidado que debe tener todo inversionista cuando decide comprar e invertir su dinero en valores.

“La responsabilidad y las consecuencias de una buena o mala inversión recaerán siempre sobre el inversionista, ya que ni las bolsas ni la CNV pueden ser jueces de la calidad financiera de los valores que pretenda adquirir”, expresó el profesor Loss de la Universidad de Harvard en la conferencia que dictó en la ciudad de México, en el año de 1957, sobre el papel del Gobierno en la protección de los inversionistas. A la Ley, a los organismos gubernamentales que tratan con estas cuestiones sólo les toca exigir que los emisores “pongan las cartas sobre la mesa”, es decir, lo único que exigen es honestidad, declaración amplia de sus intenciones, de sus propósitos, de sus metas a alcanzar y dejen al futuro adquirente la decisión final.

La obra del Estado debe concretarse a verificar que las empresas y los valores que emitan se ajusten a los ordenamientos legales aplicables y que la situación financiera de aquéllas sea normal. Dos serán, por lo menos, las inspecciones que efectúe el poder público, la jurídica y la contable. La primera tendrá por objeto verificar si la escritura constitutiva o el acta de emisión en su caso, acatan los ordenamientos vigentes; la segunda, si el

---

<sup>2</sup> Artículo 2º del Reglamento Especial para el Ofrecimiento al Público de Valores no registrados en Bolsa. Citado por Mario HERRERA en *La Comisión Nacional de Valores. Atribuciones, Políticas sobre Valores, Trámites*, Segunda Edición. México, 1960. p. 136.

<sup>3</sup> *Ibid.*

balance y el estado de pérdidas y ganancias se han elaborado de acuerdo con las reglas contables y reflejan la situación financiera de la empresa con veracidad.<sup>4</sup>

No sería posible, dentro de los límites de esta charla, darles a ustedes a conocer íntegramente la política que la CNV ha seguido en todo su ámbito de competencia. De aquí que prefiera darles algunas ideas generales.

Para que un título pueda ser registrado en bolsa, la CNV ha ido estableciendo una serie de requisitos que en materia de acciones tienden, en general, a colocar al accionista minoritario en una situación de igualdad en cuanto a sus derechos, con el accionista mayoritario.

Por eso la CNV ha exigido, por ejemplo, que la inscripción en bolsa de acciones preferentes quede condicionada a que tales acciones otorguen los derechos que la ley confiere a esta clase de títulos, tanto en lo referente a participación de utilidades como a la permanencia de la inversión.<sup>5</sup>

Para ilustrar la política de la CNV sobre este particular, conviene recordar que la propia CNV se ha negado a autorizar la inscripción en bolsa, y aún su ofrecimiento en el mercado libre, de acciones preferentes que no participen en el remanente de las utilidades, en atención a que el tenedor de ellas queda en una situación de inferioridad tanto respecto a los accionistas comunes como a los obligacionistas de la sociedad. Por cuanto a los primeros, porque su participación en las utilidades está limitada a un dividendo fijo y acumulativo, y en cuanto a los segundos porque carecen de un derecho de crédito en contra de la empresa emisora para obtener la restitución de la suma invertida. Es esta la razón que ha creado la regla "E-1" por la que se acordó no aprobar la inscripción en bolsas de este tipo de acciones.

Cuando se desea inscribir en bolsa obligaciones para ofrecerlas dentro de ella al público inversionista, es preciso presentar un proyecto de acta de emisión de dichas obligaciones para ser sometido a la consideración de la CNV, en este proyecto debe expresarse muy claramente a qué se va a destinar el producto de la emisión y la CNV ha perseguido el propósito, dentro de los límites de su competencia, de regular la demanda de capitales obligando a las empresas emisoras a la formulación de un estudio técnico en el que se haga figurar el programa de inversión de capital que se obtenga por medio de la emisión. La CNV desea, en una palabra, que quienes concurren al mercado en demanda de fondos tengan una visión exacta de sus propias necesidades

<sup>4</sup> HERRERA, Mario, *Op. cit.*, p. 66.

<sup>5</sup> *Memoria Anual de la Comisión Nacional de Valores*, 1952, p. 38. En adelante sólo se citará como "Memoria" y el año a que corresponda.

de capital para que puedan satisfacerlas debidamente. En México, infortunadamente, los capitalistas recurren frecuentemente al crédito en lugar de incrementar su capital. De esta manera consiguen seguir controlando las empresas sin ninguna intervención externa y, al mismo tiempo, cuentan con los recursos necesarios para sus proyectos de expansión.

Esta conducta es francamente viciosa y ha hecho que el mercado de acciones en México sea reducido. La CNV ha tratado de variar, repito dentro de su competencia, esta falla estructural.

Por lo que se refiere a emisión de obligaciones en moneda extranjera, conviene recordar que nuestra Ley Monetaria admite la posibilidad de contraer responsabilidades en dicha moneda. Por otra parte la regla de la CNV publicada en el Diario Oficial del 11 de septiembre de 1946 prevé la posibilidad de que se efectúen emisiones en moneda de los Estados Unidos de Norteamérica. Este ordenamiento se dictó para fijar las tasas máximas y mínimas a que deben sujetarse los valores emitidos por conducto o con el aval de instituciones financieras; pero actualmente se aplica en forma extensiva a emisiones hechas en moneda extranjera aún sin aval bancario. Sobre este particular la CNV ha resuelto que la emisión de obligaciones en moneda extranjera no está prohibida por la Ley, pero como podría causar efectos desfavorables de carácter económico no deberán hacerse sin verificar su legalidad por la CNV y su conveniencia económica por la Secretaría de Hacienda y por el Banco de México, S. A.

Como contrapartida de esta situación, la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito consigna la posibilidad de que empresas mexicanas efectúen emisiones de valores en el extranjero. Esto ha permitido a la CNV otorgar las aprobaciones respectivas en estos términos: "Las sociedades anónimas mexicanas pueden hacer en el extranjero una emisión de obligaciones; pero sólo producirá efectos dentro de la República siempre que no se violen disposiciones de orden público. En todo caso, la hipoteca que se constituye deberá registrarse en el país de acuerdo con las Leyes respectivas".<sup>6</sup>

Toda sociedad que coloca sus valores en el mercado tiene obligación de dar a conocer públicamente su situación financiera, por lo que la CNV ha exigido que el balance de dichas sociedades se publique en la forma más completa posible. La publicación de los balances anuales debe hacerse debidamente certificada por Contador Público Titulado, incluyendo la opinión rendida marginalmente por quien hizo la certificación.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Memoria, 1956.— p. 19.

<sup>7</sup> Memoria, 1952.— p. 54.

La Comisión ha considerado que el dictamen del Contador Público estaría incompleto para los fines de los inversionistas si no se publicara con las notas que vienen a precisar el alcance de su opinión.

Finalmente conviene recordar que no solamente la CNV aprueba la inscripción en bolsa de valores ya que el Consejo de Administración de las bolsas es el que previamente decide sobre la conveniencia de admitir la cotización de un valor, y una vez que este acuerdo existe, es el propio Consejo el que debe dirigirse a la CNV solicitando, por escrito, su aprobación.

Para dar a ustedes una idea breve de los trámites que deben hacerse en México para obtener el registro en bolsa de un valor, a continuación presento un esquema sobre el particular, basado en la obra del citado jurista mexicano Mario Herrera.<sup>8</sup>

Como he dicho, la solicitud para inscripción de un valor en bolsa debe dirigirse al Consejo de Administración de la Bolsa en donde se desee cotizar éste. La solicitud deberá acompañarse de diversos documentos, cuya naturaleza cambiará según se trate de acciones, bonos u otros títulos.

Si se trata de acciones o de constancias de participación en el capital de una empresa, sólo se requiere un estado financiero de la sociedad, dictamen certificado por Contador Público Titulado y tres copias de la escritura y de los estatutos de la sociedad.

Si se trata de valores que representen un crédito a cargo de la sociedad, es decir, obligaciones, bonos, etc., se requerirá un dictamen suscrito por abogado de reconocida competencia que certifique que la emisión de los títulos representativos del adeudo ha sido efectuada cumpliendo con todos los requisitos legales. Este dictamen se omite cuando en la emisión interviene una institución fiduciaria, una institución de crédito o una sociedad financiera, ya que en este caso basta solamente la declaración de la institución que interviene, en el sentido de que se han respetado las disposiciones legales relativas. Se debe acompañar también un estado financiero de la empresa emisora, debidamente certificado por Contador Público Titulado y tres copias del acta o contrato de emisión correspondiente.

He dicho que la solicitud debe pasar por el tamiz del Consejo de Administración de la Bolsa en donde pretenda inscribirse el valor, ya que es precisamente por acuerdo del Consejo de Administración respectivo que se formula la solicitud a la CNV para que el valor de que se trate pueda cotizarse en dicha Bolsa.

La solicitud del Consejo de Administración a que hago referencia en el

---

<sup>8</sup> HERRERA, Mario, *Op. cit.*, pp. 110 y ss.



párrafo anterior, debe acompañarse de una copia del testimonio de la escritura constitutiva y sus reformas si las hubiere. En su caso, de una copia debidamente autorizada del testimonio de la escritura que contenga el acta de emisión. Debe acompañarse también una lista que contenga los nombres de los consejeros y, si es posible, de los principales tenedores de acciones de la sociedad cuyo valor pretenda cotizarse o una copia de la lista de asistencia a la última asamblea de accionistas (me permito recordar a ustedes que en México las acciones se emiten al portador en la mayoría de los casos, por lo cual no es posible, en ciertas circunstancias, conocer quiénes son los accionistas de una empresa).

La solicitud del Consejo de Administración de la Bolsa debe llevar adjuntos, además, un balance general y un estado de pérdidas y ganancias de la empresa emisora certificados por Contador Público Titulado relativos al ejercicio social inmediato anterior a la fecha de la solicitud de registro. Finalmente se deberá acompañar también una relación de los resultados de la empresa que comprenda los últimos cinco ejercicios sociales o, lógicamente, sólo desde la fecha de establecimiento de la empresa, si su antigüedad datara de menos tiempo. Esta relación debe expresar la utilidad neta obtenida, los dividendos pagados, las reservas constituídas, las emisiones efectuadas con especificación de monto, plazo, interés, amortización, garantías, etc. También debe incluirse el volumen y el valor de la producción, las partidas que integran el activo circulante y un detalle del activo fijo con expresión del sistema de depreciación y los cargos correspondientes.<sup>9</sup> Como ustedes pueden apreciar, se trata de darle al público un valor que tenga todos los visos de seriedad y formalidad financiera, de tal manera que el inversionista suponga, fundadamente, que está adquiriendo no un pedazo de cielo azul sino un bien digno de invertir en él. Repito, sin embargo, que ni las bolsas ni la CNV pueden garantizar al comprador el éxito de su inversión en valores que adquiera en bolsa.

Creo conveniente aclarar a ustedes que los valores emitidos por el Gobierno Federal, por los Estados y por los Municipios pueden ser inscritos en bolsa sin necesidad de solicitud previa.<sup>10</sup>

Por su parte, los valores emitidos por instituciones de crédito, con la previa aprobación de la Comisión Nacional Bancaria, así como aquéllos emitidos por sociedades, con la garantía o con la intervención de instituciones de crédito, cuando dichas emisiones, garantía o intervención, hayan

<sup>9</sup> Regla A-2 de la CNV.

<sup>10</sup> Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares (Ley Bancaria).— Art. 72.

sido previamente aprobadas por la citada Comisión Nacional Bancaria, podrán ser inscritos en bolsa sin necesidad tampoco de aprobación por parte de la CNV.<sup>11</sup>

(b) *La suspensión de cotización de valores en bolsa y su eventual cancelación.*

La cancelación o suspensión de la cotización de un valor ya registrado en Bolsa, según ustedes saben, puede deberse al deseo de la propia empresa o sociedad emisora, o puede ser una medida del Estado para evitar ciertos males al público inversionista.

No está dentro del campo de estas charlas hablar de la cancelación o suspensión de la cotización de un valor cuando se trata de un acto que se lleva a cabo a solicitud de la empresa emisora. Simplemente conviene aclarar que la CNV ha fijado determinadas normas para que esta cancelación voluntaria no vaya a hacerse en perjuicio de terceros.

Así por ejemplo, la CNV ha aclarado que para que pueda otorgarse la aprobación a un retiro voluntario de acciones, es necesario que la CNV considere, de acuerdo con sus facultades discrecionales, que el interés del mercado, y en particular de los tenedores, no sufrirá perjuicio alguno.<sup>12</sup>

Igualmente la Comisión ha acordado que para cancelar el registro en Bolsa de las acciones ordinarias de una sociedad, es necesario el acuerdo de la totalidad de los accionistas de la empresa y, que sólo por excepción se podrá autorizar el retiro en otras condiciones.<sup>13</sup>

Por lo que se refiere a valores de renta fija, la CNV ha declarado que la cancelación de registro en Bolsa de una emisión de obligaciones o bonos, sólo se considerará cuando los títulos hayan sido retirados de la circulación o cuando se acredite la conformidad de los tenedores de los mismos.<sup>14</sup>

Por lo que se refiere a acciones de sociedades en estado de liquidación que se encuentran cotizadas en Bolsa, la CNV ha seguido un criterio bastante sensato puesto que ha dispuesto que a fin de evitar variaciones bursátiles que puedan causar perjuicio a los inversionistas desconocedores de la situación financiera de las sociedades que entran en estado de liquidación, sólo se aprobará el retiro respectivo cuando en la revisión del caso se de-

<sup>11</sup> Ley de la CNV.— Art. 10.

<sup>12</sup> Memoria, 1953.—p. 24.

<sup>13</sup> Memoria, 1952, p. 45. Para una crítica de esta resolución véase a HERRERA, Mario, *Op. cit.*, pp. 115 y ss.

<sup>14</sup> Memoria, 1952.— p. 46.

muestre que no existe interés económico para que se sigan cotizando dichos valores.<sup>15</sup>

Me permito enfatizar la norma anterior en el sentido de que la CNV sólo autoriza el retiro de un valor registrado cuando encuentra que no existe interés económico para que se sigan cotizando dicho valor. Esto quiere decir que si llegara a encontrar que sí existe interés económico para que se siga cotizando el tantas veces citado valor, no autorizaría el retiro de la cotización. Efectivamente, puede suceder que aun cuando la empresa esté en liquidación, sus valores deben seguirse cotizando para evitar que los titulares de ellos encuentren cerradas las puertas de las bolsas para deshacerse, legítimamente, de dichos valores.

Cuando la CNV ha dictado un orden de retiro, dicha orden operará para todas las bolsas de la República.<sup>16</sup>

Por lo que se refiere a la suspensión en la cotización de un valor, la CNV ha declarado que procede dicha suspensión en caso de omisión grave en la información que deben proporcionar las sociedades que tengan inscritos sus valores en la Bolsa respectiva o en el Registro Nacional de Valores. La propia CNV ha declarado que esta suspensión tiene por objeto evitar que se continúe operando en el mercado con títulos sobre los cuales se carecen de datos financieros. Esta disposición abarca no solamente a los títulos cotizados en bolsa, sino aquellos que se ofrezcan en el mercado libre.<sup>17</sup>

Para cancelar un valor se sigue un trámite semejante al relativo a la inscripción del mismo; es decir, el interesado en la cancelación debe dirigirse a la Bolsa solicitando dicha cancelación. En dicha solicitud, el Consejo de Administración de la Bolsa, por mayoría de votos, decidirá sobre la cancelación. La resolución de la Bolsa se somete a la consideración de la CNV para que ésta decida lo que procede. La cancelación o suspensión por orden de la CNV no requiere más trámite que la comunicación oficial de ésta a la Bolsa respectiva.

Sin embargo, tomando en consideración la cláusula del debido proceso legal de nuestra Constitución Política, esta resolución está sujeta a revisión por parte de los tribunales federales.

Sin embargo, en la práctica son pocos los casos de litigio que se hayan dado por este motivo entre la CNV y las empresas emisoras.

---

<sup>15</sup> Memoria, 1953.— p. 26.

<sup>16</sup> Memoria, 1954.— pp. 34 y 35.

<sup>17</sup> Memoria, 1952.— p. 47.

(c) *Aprobación de ofrecimiento al público de valores no registrados en bolsa.*

Como dije al principio de esta charla, hasta antes de 1939 el ofrecimiento de valores no estaba, en México, condicionado a disposición legal alguna. Después de esta fecha, el gobierno mexicano empezó a tomar las providencias necesarias para controlar administrativamente cualquier ofrecimiento público que se hiciera, y tales esfuerzos culminaron con la creación de la CNV.

La importancia de un mercado abierto de valores en los países como México, en donde el público inversionista potencial no está acostumbrado acudir a las bolsas de valores, por suponer que a ellas sólo van los grandes capitalistas, es muy importante, ya que es en este campo donde más daños pueden causarse a un mercado en potencia.

La CNV, repito, tiene facultades para reglamentar cualquier oferta que se haga en esta materia, no sólo de acciones o bonos sino de cualquier otro documento que encaje dentro de la definición de valores que dimos en otra parte de esta plática.<sup>18</sup> Para darles a ustedes un ejemplo, les diré que se consideran valores y por lo tanto están sujetos a control de la CNV aun los títulos representativos de servicios como los llamados "títulos de vacaciones" emitidos por empresas turísticas, que se ha estimado no son sino contratos de servicios, según los cuales las personas se obligan a pagar el importe de una cantidad periódicamente a la sociedad emisora de tales títulos, y ésta se obliga, por su parte, a proporcionar ciertos servicios relacionados con el esparcimiento vacacional.

Es conveniente apuntar que también concurren al mercado abierto los valores que emiten las instituciones de seguros, las instituciones de fianzas y los bancos así como los emitidos por el Gobierno, ya que es poco frecuente que los valores emitidos por estos organismos se operen en bolsa (sin implicar, desde luego, que no puedan estar inscritos en ella).

La CNV entiende por oferta de valores al público la que se hace por medio de publicaciones invitando a la subscripción o compra de aquéllos; o se efectúa por medio de transmisiones por radio, teléfono, telégrafo o por cualquier otro medio; o cuando se realizan exhibiciones cinematográficas; o se fijan avisos o anuncios en lugares públicos, con el mismo objeto.<sup>19</sup> También hay oferta pública cuando se hace circular propaganda o se dirigen comunicaciones a personas con las que el remitente no tiene relaciones anteriores de negocios; cuando se establecen oficinas o se nombran agentes

<sup>18</sup> Ver supra.— Nota 2.

<sup>19</sup> Reglamento Especial para el Ofrecimiento al Público de Valores no registrados en Bolsa.— Art. 4.

para que se encarguen de la colocación de los valores; o cuando se utiliza cualquier otro procedimiento que implique distribución o venta a personas indeterminadas.<sup>20</sup>

Para obtener la autorización para vender públicamente sus valores, los interesados ocurren directamente a la CNV y presentan una solicitud que contenga los datos que la propia CNV ha fijado en el Reglamento Especial que tiene en vigor sobre esta materia.<sup>21</sup> Las instituciones de crédito, de seguros y de fianzas, y el Gobierno, están exentos de esta obligación.

Sólo pueden ser ofrecidos al público en el mercado abierto valores de sociedades que cuenten con un capital exhibido superior a \$ 200,000.00. (U.S. Dls. 16,000.00). Si se trata de sociedades ya constituidas, la empresa emisora acompaña a su solicitud, entre otros documentos, copia debidamente autorizada del testimonio de la escritura constitutiva y sus reformas si las hubiere; copia debidamente autorizada de la escritura que contenga el acta de emisión, si se trata de valores de renta fija; nombre de los consejeros, y si es posible, de los principales tenedores de acciones de la sociedad; informe que contenga las características de la emisión y tabla de amortización si se trata de valores de renta fija; descripción del negocio a que se dedica la emisora, y objeto de la emisión así como programa de la inversión, en su caso; balance general y estado de pérdidas y ganancias debidamente certificados por contador público; y, en general, los mismos documentos que se acompañan cuando se solicita la inscripción en bolsa.

Cuando se trata de ofrecer al público un valor de una sociedad que está en vías de constitución, la ley mexicana ordena que los fundadores deberán redactar un programa que contenga el proyecto de los estatutos y que expresará el objeto de la sociedad, su razón social y denominación, su duración y otros datos que se consideran relevantes. Una vez redactado el programa, los fundadores u organizadores deben presentarlo a la CNV para su aprobación. Este organismo, previos los estudios pertinentes, sólo concede su autorización para que se efectúe el ofrecimiento al público si los propios organizadores han exhibido un capital superior a \$200,000.00 (U.S. Dls. . . . . 16,000.00).

La CNV tiene facultades también para controlar a aquellas personas que pretendan dedicarse a la práctica de operaciones de compraventa de valores no registrados en bolsa.

Los requisitos más importantes que ha señalado la CNV para este efecto y que deben llenar los interesados son los siguientes:

<sup>20</sup> Ibid.

<sup>21</sup> Id.— Art. 5o.

1. Obtener autorización especial de la propia CNV en la que se establecen los requisitos y condiciones específicas que debe cumplir el corredor. Estos requisitos y condiciones nunca son inferiores a los que se exigen a los socios de las bolsas de valores.

2. Constituir un depósito en garantía, en efectivo, en una institución nacional de crédito por la cantidad que la CNV fije. La base para fijar este depósito es el valor que se reconoce a una acción ordinaria de las que forman el capital de la Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V.

3. Finalmente, la CNV, para efectos de la autorización de que se trata ha incorporado los requisitos que la ley bancaria mexicana ha fijado para las personas que deseen ser admitidas como socios de las bolsas de valores, esto es, ser mayores de 21 años, ser mexicanos, tener domicilio en el lugar, donde se va a practicar, tener experiencia en la práctica mercantil con no menos de cinco años, ser de moralidad comprobada, no ser empleado público ni militar en servicio, y algunos más de carácter general.

La política de la CNV que rige el ofrecimiento y venta de valores en el mercado abierto es igual a la que norma su conducta en lo que se refiere a la inscripción de valores en bolsa. Esto demuestra a ustedes la importancia que en México se concede al mercado abierto, ya que la CNV no ha querido hacer distinción alguna entre uno y otros casos en cuanto a la protección de los intereses de los inversionistas en particular, y del mercado en general.

Sin embargo, la CNV ha dictado los siguientes acuerdos aplicable exclusivamente a los valores que se ofrecen en el mercado abierto:

“Deben considerarse comprendidos dentro de la reglamentación para el ofrecimiento y venta al público de valores no registrados en bolsa, los casos siguientes:

- a) Venta por corredores de acciones dadas en prenda;
- b) Venta por corredores de acciones desertas, cuando los socios suscriptores no efectúen los . . . . . pagos a que hubieren quedado obligados.
- c) Venta de acciones emitidas por sociedades anónimas y respecto de las cuales los socios no hagan uso de su preferencia en la suscripción de estos títulos.
- d) Remate judicial de acciones”.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Memoria, 1952.— p. 51.

Para terminar este aspecto de la charla, deseo aclarar a ustedes que los valores emitidos por instituciones de crédito, de seguros y de fianzas que se venden en el mercado abierto son, en términos generales, muy sólidos, puesto que el sistema financiero mexicano está hábilmente controlado por la Secretaría de Hacienda, por el Banco de México y por la Comisión Nacional Bancaria.

(d) *Aprobación del ofrecimiento de valores mexicanos para su venta en el extranjero.*

Una de las funciones más importantes que tiene la CNV es la de aprobar el ofrecimiento de valores emitidos en México para su venta en el extranjero.

Esta facultad está íntimamente relacionada con los controles que México ha establecido a la inversión extranjera.

Como uno de los temas de este seminario es precisamente el dar a conocer a ustedes el régimen actualmente en vigor en mi país para sujetar la inversión extranjera a determinadas normas que se han estimado benéficas para su economía, no creo necesario entrar a estudiar detenidamente las disposiciones sobre el particular.

Me dedicaré entonces a exponer, exclusivamente, las funciones específicas de la CNV en este particular.

En el año de 1945, se promulgó un decreto por el Ejecutivo Federal en el que se dispuso que los valores emitidos por empresas mexicanas necesitaban autorización especial para ser inscritos o colocados en bolsas de valores o mercados extranjeros.<sup>23</sup> En esa época no existía aun la CNV por lo que la aplicación del decreto corría a cargo de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

En 1946 la ley que creó la CNV, le encomendó la aplicación del decreto, por lo que corresponde a este organismo cuidar de que sus disposiciones se cumplan.

Las razones por las cuales se promulgó el decreto que sujetaba a autorización previa la venta en el extranjero de valores emitidos en México, se fundaban en que el desarrollo industrial y financiero del país había abierto la posibilidad de que los valores emitidos por empresas mexicanas se colocaran en los mercados extranjeros. Sin embargo, se consideraba conveniente que se ofrecieran en dichos mercados extranjeros valores que tuvieran las características de solidez y seriedad que se exigen para su oferta en el

<sup>23</sup> Decreto de 29 de junio de 1945.— Diario Oficial de la Federación de la misma fecha.

mercado interno y además que llenaran ciertos requisitos de seguridad indispensables para que el crédito mexicano no fuera a sufrir perjuicio en caso de que dichos valores entraran en mora en sus servicios. En otras palabras, las intenciones del decreto eran, proteger, por una parte, a los tenedores extranjeros de valores mexicanos y, por la otra, salvaguardar el crédito nacional.

La CNV tiene encomendada la aprobación de cualquier ofrecimiento que se haga de títulos o valores emitidos en México para su venta en el exterior. Como consecuencia de ello, ninguna acción, bono, cédula hipotecaria o título de crédito emitido por empresa mexicana puede ser inscrito en bolsas de valores extranjeras ni ofrecerse en mercado abierto alguno en el extranjero, sin autorización especial dictada, en cada caso, por la CNV. Las infracciones a las disposiciones del decreto del 29 de junio de 1945 pueden castigarse con multa que va de \$100.00 (U.S. Dls. 8.00) a \$100,000.00 (U.S. Dls. 8,000.00) que la CNV puede imponer a cada una de las personas que aparezcan como responsables, siempre y cuando dichas personas sean directores, gerentes o miembros de los consejos de administración de la empresa que viole el decreto. La propia empresa es solidariamente responsable del pago de las multas que se impongan.

Las empresas mexicanas que deseen colocar parte de sus acciones en el extranjero deben tener un capital autorizado de, cuando menos, ..... \$10,000,000.00 (U.S. Dls. 80,000.00).

Además, estos \$10,000,000.00 deben ser suscritos en el momento de la constitución de la sociedad y debe exhibirse, por lo menos, el 20%. Si el capital excede de \$10,000,000.00, la cantidad que sea superior a esta cifra debe ser suscrita dentro de los seis meses siguientes a la constitución de la sociedad. Este plazo puede prorrogarse con autorización de la CNV.

La CNV ha expresado su política en esta materia en la siguiente forma: "Los valores emitidos por empresas mexicanas que vayan a ser colocados en un mercado o en una bolsa de valores en el extranjero, deberán examinarse para determinar si dentro de la naturaleza del riesgo propio de una inversión no existe ningún elemento anormal desfavorable; también deberá precisarse la capacidad del pago de la emisora. Por otra parte, los valores objeto de inversión extranjera deben significar una canalización de fondos para las industrias básicas y, además, la actividad de la empresa emisora será de aquéllas cuyo fomento pueda quedar en manos del capital extranjero.—El ofrecimiento deberá hacerse indicando con precisión las características de los títulos emitidos y la situación que representan en la capitalización de la empresa, igualmente deberán darse a conocer los estados con-



tables de la empresa a efecto de que el público interesado pueda tener un conocimiento completo de los valores de la emisora".<sup>24</sup> Este acuerdo pone de manifiesto que además de los dos propósitos a que hice mención líneas arriba, la CNV se propone alcanzar tres objetivos, a saber, la protección de los tenedores; el fomento de las industrias básicas y la salvaguarda de los intereses nacionales frente a la inversión extranjera.

Para cumplir los objetivos antes enunciados, la CNV sujeta las emisiones a exámenes legales y contables y, además, puede hacer uso de las facultades que tiene en materia de investigación para determinar las condiciones financieras, comerciales y legales de todos los sujetos que intervienen en la emisión de los títulos y en su circulación. Estas facultades pueden llegar hasta la práctica de visitas de inspección de los libros y documentos de los citados sujetos.

Además, la propaganda de los valores emitidos en la República para ser colocados en el extranjero debe de contener, por lo menos, la información siguiente: características de los títulos que se ofrecen; proporción que representan estos títulos dentro del capital de la empresa; y el último estado financiero y económico de la emisora.

Por lo que se refiere al propósito que ha perseguido la CNV respecto a la canalización de las inversiones extranjeras hacia industrias básicas en donde puedan invertir extranjeros, la política de la CNV se ha sujetado a los criterios establecidos por la Secretaría de Relaciones Exteriores, de tal manera que la CNV no permite que más del 49% del capital pueda quedar en manos de extranjeros si la empresa se dedica a radiodifusión; producción, distribución y exhibición de películas cinematográficas; transportes marítimos, aéreos (cuando operen dentro del territorio nacional exclusivamente) terrestres, urbanos o inter-urbanos; a la pesca comercial o a la piscicultura; embotelladoras de aguas gaseosas, sin gas, esencias, concentrados, jarabes y jugos de frutas, así como distribución y venta de dichos productos; edición de libros, periódicos y revistas; producción y distribución de toda clase de productos de hule; empaque de productos alimenticios; publicidad; producción de insecticidas, de productos químicos básicos y de productos derivados de la industria petroquímica.

La descripción del tipo de empresas de las cuales se exige un 51% de capital mexicano, les demuestra a ustedes que salvo la petroquímica, las demás no poseen una importancia fundamental para el desarrollo económico del país.

---

<sup>24</sup> Memoria, 1952.— p. 59.

En términos generales, me permito recordar a ustedes que México tiene abiertas sus puertas al capital extranjero; pero que en ningún caso el capital extranjero puede reclamar un tratamiento preferencial sobre el capital mexicano.

(c) *Aprobación del ofrecimiento de valores emitidos en el extranjero para su venta en México.*

De acuerdo con la ley orgánica que rige a la CNV le corresponde a este organismo la facultad de aprobar el ofrecimiento de títulos emitidos en el extranjero para su venta en la República.

La CNV, en el ejercicio de esta facultad, sujeta a los valores de que se trata a un examen que tiende a alcanzar una doble finalidad: comprobar su legalidad, por una parte, y determinar la conveniencia financiera y económica de que se vendan en México, por la otra. La Ley de Títulos de Operaciones de Crédito de mi país contiene un capítulo dedicado a la aplicación de la ley extranjera dentro del territorio nacional; este capítulo dispone, en uno de sus artículos, que la capacidad para emitir títulos de crédito en el extranjero se determinará de acuerdo con la ley de lugar de emisión.<sup>25</sup> En consecuencia, a la CNV le toca investigar, en primer término, si la empresa emisora está capacitada legalmente para emitir los valores que se pretenden vender en México.

También por disposición de la citada Ley de Títulos, los derechos y obligaciones que se derivan de un título de crédito emitido en el extranjero se regulan por la ley de lugar de emisión, a menos que expresamente las partes hayan pactado que el acto se rija por la ley mexicana.<sup>26</sup>

No es probable que en los títulos emitidos en el extranjero en serie o en masa se pacte que los derechos y obligaciones que otorgan se vayan a regir por la ley mexicana, razón por la cual es preciso averiguar qué derechos y qué obligaciones se derivan de la adquisición de un valor emitido en el extranjero.

La CNV ha ido fijando su política conforme ha ido resolviendo determinados problemas concretos que han sido sometidos a su conocimiento. Por ejemplo, ha declarado que la jurisdicción de la Comisión no va más allá de las fronteras de la República Mexicana cuando los valores se emiten y circulan

---

<sup>25</sup> Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (Ley de Instrumentos Negociables).—Art. 252.

<sup>26</sup> Id.— Art. 254.

en el extranjero; y que sólo tiene jurisdicción cuando los valores se emiten en México para circular en el extranjero o viceversa.<sup>27</sup>

Como he dicho, la CNV ha creído conveniente someter a los valores emitidos en el extranjero que pretenden ser vendidos en el mercado nacional, ya sea en bolsa o fuera de ella, a ciertos exámenes especiales con el fin de proteger, razonablemente, a los tenedores, y cuidar de que sus ahorros se canalicen hacia actividades adecuadas.

La CNV ha declarado que “respecto de títulos extranjeros que se vayan a colocar en el mercado de valores mexicano, además de los factores normalmente estimados sobre situación económica y legalidad de la emisión, deben considerarse los elementos de juicio relativos a la clase de actividad que se fomenta con la colocación en México de títulos extranjeros y la conveniencia de que el ahorro nacional se coloque en negociaciones domiciliarias fuera del país; también deberá efectuarse una comparación entre las condiciones de precio y de garantías de los valores extranjeros con los valores que circulan en el país”.<sup>28</sup>

La Comisión ha considerado que las sociedades que emiten valores en el extranjero para ser colocado en México si tienen una industria en explotación dentro de la República y cuentan con representantes y oficinas dentro de la misma, se han colocado en una situación a la cual no resulta aplicable íntegramente el régimen establecido para el ofrecimiento de valores extranjeros, más aún si los valores se han emitido para financiar una fuente de producción básica dentro del territorio nacional.

El acuerdo al respecto es como sigue: “Para que se autorice el ofrecimiento de valores al público de sociedades extranjeras que acrediten ante esta Comisión los supuestos que enseguida se indican, no es necesario que se apeguen a todos los requisitos establecidos por las disposiciones legales en materia de valores extranjeros. Tales supuestos son: tener dentro del país instalaciones para explotar una industria básica; que los valores hayan sido emitidos para financiar esa fuente de producción, y que dentro de la República, tengan representantes y oficinas”.<sup>29</sup>

Para inscribir en Bolsa valores emitidos en el extranjero es indispensable, además de llenar los requisitos ordinarios a que he hecho mención anteriormente, satisfacer los siguientes:

---

<sup>27</sup> Acta No. 161.— Citada por Herrera, Mario.— Op. cit.— p. 195.

<sup>28</sup> Memoria, 1952.— p. 59.

<sup>29</sup> Memoria, 1955.— p. 26.

1. Que los valores o títulos estén representados por constancia de depósito emitida por una institución de crédito que opere en México.
2. Que la institución depositaria certifique la autenticidad de los valores o títulos amparados por las constancias que dicha institución haya expedido.
3. Que la institución depositaria se obligue a proporcionar a la Bolsa en donde vayan a ser inscritos los valores, informes en castellano conteniendo todos los datos que a dichos valores se refiere.
4. Que la empresa emisora haya estado operando legalmente por lo menos durante dos años consecutivos anteriores a la fecha de la solicitud de inscripción.
5. Que la institución depositaria haya sido nombrada por la empresa emisora su agente en México para encargarse de pagos de intereses, dividendos o amortizaciones correspondientes a los valores.<sup>30</sup>

Por cuanto a la venta de valores emitidos en el extranjero en el mercado abierto mexicano, los interesados deben dirigir solicitud por escrito a la CNV a la que anexarán los siguientes documentos:

1. Comprobación de que la emisora está legalmente constituida y operando conforme a las leyes de su país.
2. Comprobación de que los valores están inscritos en alguna bolsa de valores del país donde se haya efectuado la emisión.
3. Informe que contenga las características generales de los valores, tales como: clase, monto, plazo, interés, garantías, programa de inversión, etc.
4. Si tuviere garantía específica, comprobación de la constitución legal de dicha garantía.
5. Descripción del negocio a que se dedica la emisora y tiempo que tiene de estar operando.
6. Copia del último balance de la emisora autorizado por contador público de primera categoría y reputación establecida.<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Reglamento del Capítulo III, Título II, de la Ley Bancaria Art. 19.— Citado por Herrera, Mario.— Op. cit.— p. 197.

<sup>31</sup> Art. III de la Regla C — 1.— Citado por Herrera, Mario. —Op. cit.— p. 197.

Me permito rogar a ustedes se sirvan tomar en consideración que es facultad discrecional de la CNV aprobar o no la venta en México de valores emitidos en el extranjero; esto es, que si a pesar de que la emisora llene todos los requisitos que se le fijen al solicitar su venta de valores en México, la CNV estima que dicha venta no es conveniente autorizarla, la emisora sólo podrá acudir a los tribunales federales mexicanos para pedir revisión del acuerdo de la CNV. Dada la discrecionalidad tan amplia de que goza este organismo, dudo del éxito de cualquier juicio que se instaurare por este motivo.

(f) *El Registro Nacional de Valores*

La CNV está encargada de llevar un registro de todas las emisiones de valores aprobadas por la Comisión y que hayan sido objeto de solicitud para ser negociados en los mercados nacionales o extranjeros. Este registro es público, en el sentido de que cualquier persona puede acudir a él y tomar los datos que desee ya sea para realizar trabajos de investigación o directamente de inversión puesto que este es el objeto para el cual dicho registro fue creado.

De acuerdo con lo que he dicho en otro lugar,<sup>32</sup> la inscripción de un valor en el registro simplemente acredita el complemento de las disposiciones legales cuya vigilancia compete a la CNV. Es decir, la inscripción de un valor en el registro acredita, simplemente, que el emisor se ha sujetado a todas las disposiciones legales relativas; pero, en ningún caso, que el valor sea una garantía de éxito en la inversión.

### CONCLUSIONES

Por lo que hemos podido apreciar a lo largo de esta charla, y según lo ha expresado el profesor Loss en su conferencia ya citada,<sup>33</sup> México ha puesto en marcha todo un mecanismo gubernamental que tiende no sólo a proteger al inversionista contra la compra de valores emitidos con claras intenciones fraudulentas, sino también para proteger a la economía del país procurando canalizar los recursos de mercado de capitales hacia actividades sanas, y evitando que sectores de cierta importancia pudieran caer en manos extranjeras, no identificadas, por lo tanto, con las necesidades de desarrollo y bienestar de nuestro país.

Termino esta charla con la misma idea con que la inicié: México es un país que está en sus etapas iniciales de desarrollo y que, por lo tanto, no

<sup>32</sup> Ver supra.— Inciso a) de este trabajo.

<sup>33</sup> El Papel del Gobierno en la Protección de los Inversionistas. Edición de la Comisión Normal de Valores. México, 1957.

cuenta con suficientes ahorros del pueblo para canalizarlos hacia un fuerte mercado de valores.

Sin embargo, los esfuerzos que se hagan para alcanzar dicho mercado, ya están debidamente encuadrados dentro de un marco legal que esperamos impida que dicho mercado se desarrolle anárquicamente, en perjuicio tanto de la economía del país, como de los inversionistas.