

MARCO JURÍDICO Y ESTRUCTURA INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE VALORES

JOSÉ GÓMEZ GORDOA

La Escuela Libre de Derecho, atenta al acontecer de la vida jurídica de nuestro país, inicia hoy un nuevo curso de actualización intitulado "Derecho Bursátil y el Mercado de Valores".

El tema es esencialmente jurídico, pero no se limita en su divulgación a los juristas, sino que se amplía a quienes han dedicado su actividad al mundo de los valores, a los cuales tradicionalmente hemos llamado Títulos de Crédito y posteriormente Títulos-Valores.

Así pues, el tema sobre el cual debo disertar, denominado "Marco Jurídico y Estructura Institucional del Mercado de Valores", tiene como base y principio esos instrumentos económicos creados por el Derecho.

En efecto, los Títulos de Crédito o Títulos-Valores, por cuanto llevan en sí incorporado un "valor", económicamente hablando, que en cierta forma vienen a ser sustitutivos del dinero, constituyen el objeto, que como mercancía, alimenta a las operaciones del Mercado de Valores.

Como en todo "mercado", analizado en su concepto gramatical, de nuestra ya milenaria lengua española, "mercar" es comprar y el "mercado" es el conjunto de operaciones de compra y venta que tienen lugar en un ámbito determinado.

Así nacieron "las lonjas", "las bolsas", "los parianes", etc., y en el "Mercado de Valores", como ámbito en el tiempo y en el espacio, se comercia con Títulos-Valores, específicamente de naturaleza colectiva, en serie o seriales, esto es, aquellos títulos de crédito que la entidad emisora coloca en el mercado, mediante una "declaración unilateral de voluntad", por la que se da nacimiento a esos títulos de crédito colectivos, que nacen idénticos, de ese único acto jurídico y que representan la participación individual de sus tenedores, ya sea en el capital de la sociedad o en créditos constituidos a cargo de la emisora.

Los valores son, alguien lo ha expresado con gran tino, una intrincada mercancía. Concebidos originalmente como un medio para facilitar el comercio, se han convertido en documentos esenciales para el desarrollo de la empresa moderna, constituyen una alternativa de inversión confiable y aún son utilizados como instrumentos moderadores del acontecer económico.

Tan importantes funciones que actualmente cumplen los títulos-valores sólo han podido alcanzarse a través de un lento proceso en el cual la confianza es

requisito indispensable, y recordemos que ésta es producto de la seguridad jurídica.

La seguridad jurídica no es, sin embargo, nada más que un fin cuyo logro supone la existencia de un orden normativo que además de enmarcar la vida social debe promover su cuidadosa transformación. En la materia que hoy nos reúne, es verdad innegable que si bien la legislación mercantil tradicional —entiéndase por ella el Código de Comercio y las Leyes Generales de Sociedades Mercantiles y de Títulos y Operaciones de Crédito— ha sido adecuada para regular transacciones comerciales, la organización de sociedades cerradas o de tipo familiar, así como la emisión y transmisión individual de títulos de naturaleza cambiaria, ha dejado de ser eficaz para cubrir los reclamos de un mercado fundamentalmente dinámico que se caracteriza por la presencia de sociedades cuyos accionistas no son seres estáticos sino un grupo que se renueva en forma constante; que implica la oferta pública de valores, la existencia del servicio organizado de su intermediación y la transferencia masiva de dichos títulos, por sólo citar algunos ejemplos.

De esta manera, el Derecho Mercantil, todavía columna vertebral de disciplinas tales como la marítima, la bancaria y otras más que por necesidades del objeto que regulan gozan de un estatuto jurídico especial, contempla el advenimiento del Derecho Bursátil, más como una realidad que como un buen deseo o simple especulación doctrinaria.

Aun cuando el origen de las Bolsas de Valores en nuestro país se remonta a las postrimerías del siglo pasado, las primeras acciones legislativas para establecer un régimen especial aplicable al ahorro público que se canaliza a través del mercado de valores, se produjeron hasta la década de los años cuarenta.

El lento crecimiento del mercado y su pequeña dimensión determinaron, muy probablemente, este retraso legislativo y, como consecuencia, la falta de una definición concreta sobre la política gubernamental en materia de valores.

En obvio de referencias históricas que no viene al caso mencionar, puede afirmarse que la moderna regulación legislativa del mercado de valores tiene su primera manifestación importante en la llamada "Ley que establece requisitos para la venta al público de acciones de sociedades anónimas", expedida el 30 de diciembre de 1939. Como su nombre lo indica, esta Ley restringía su ámbito de aplicación al mercado de acciones, que en aquella época se encontraba relegado a un segundo término por los valores de renta fija.

Los propósitos del Gobierno Federal para desarrollar el mercado de valores continuaron por la vía legislativa y así, en el año 1946, se expidió el Decreto que creó la Comisión Nacional de Valores, complementado con el Reglamento correspondiente que data del mismo año.

No cabe duda que la experiencia observada en los Estados Unidos de Norteamérica debe haber sido factor determinante para la creación de un organismo que atendiera los problemas derivados del mercado de valores, los cuales, aunque vinculados con las materias bancaria y crediticia, demandan una atención especializada.

Tanto el Decreto como el Reglamento indicados se orientaron a fijar la competencia de la Comisión en el mercado de valores bancarios y no bancarios y a la formación del Registro Nacional de Valores, cuya importancia se proyecta hasta nuestros días.

Comentario aparte merece el Reglamento Especial para el Ofrecimiento al Público de Valores no registrados en Bolsa, expedido el 15 de enero de 1947, que vino a sentar las bases para la regulación del mercado extrabursátil introduciendo a nuestro sistema jurídico la connotación legal de la palabra "valor"; que precisó los supuestos de la oferta pública de aquellos y señalando, asimismo, los requisitos que habrían de satisfacer las personas interesadas en dedicarse a la práctica habitual de las operaciones de compra-venta de valores fuera de bolsa.

El mercado bursátil, por su parte, se encontraba sujeto a las disposiciones contenidas en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito que consideraba a las bolsas de valores —concepto que perduró hasta 1974— como organizaciones auxiliares de crédito.

A este ordenamiento se agregó, en 1953, la Ley de la Comisión Nacional de Valores que amplió las facultades del Organismo, dándole una mayor ingerencia en el establecimiento y funciones de las bolsas de valores y la perfiló como entidad encargada de proteger los intereses de los tenedores de valores circulantes en el mercado.

Como se puede advertir, el régimen jurídico vigente en la materia estaba integrado por un considerable número de disposiciones legales y reglamentarias que, en su conjunto, dificultaban la concepción de un mercado unitario, duplicaban el quehacer gubernamental en este campo y eran insuficientes para su consolidación. El afán de subsanar estas fallas y de convertir el mercado de valores en una fuente alterna de financiamiento explican, en pocas palabras, la instauración de un nuevo marco jurídico e institucional que se sintetiza en la Ley del Mercado de Valores.

En efecto, la lectura de su Exposición de Motivos es clara en cuanto a los propósitos del entonces proyecto y después, Ley.

"I. Dotar al mercado de valores de mecanismos que permitan: conocer con facilidad las características de los títulos objeto de comercio y los términos de las ofertas, demandas y operaciones; poner en contacto, de manera rápida y eficiente, a oferentes y demandantes; y dar a las transacciones liquidez, seguridad, economía y expedición.

"II. Regular, de manera integral, coordinada y sistemática: las actividades de los intermediarios en operaciones con valores; los requisitos a satisfacer por los emisores de títulos susceptibles de ser objeto de oferta pública; y las facultades y atribuciones de las autoridades competentes en la materia.

"III. Dar a las instituciones y organizaciones auxiliares de crédito y a las instituciones de seguros una participación en el mercado de valores que contribuya a la realización de los fines señalados, al equilibrio y a la competencia entre los participantes en el mercado de valores y al sano desarrollo de las operaciones con títulos bancarios..."

Publicada el día 2 de enero de 1975, la Ley del Mercado de Valores es el marco jurídico esencial de dicho mercado y en ella se incluyen, además de los conceptos fundamentales propios de la actividad, las autoridades responsables de su aplicación y a las instituciones de servicio que en él intervienen.

Con razón puede afirmarse que el ámbito de validez de la Ley del Mercado de Valores, es decir las disposiciones que regulan la oferta pública de valores, la intermediación en el mercado y las actividades relacionadas con éstos, así como las autoridades y servicios en materia de mercado de valores, configuran el contenido del Derecho Bursátil.

Lo anterior de ninguna manera quiere decir que esta nueva disciplina jurídica se agote en la Ley indicada; por el contrario, en ella únicamente encontramos un punto de referencia que ha de servir, como de hecho así acontece, para la investigación y enriquecimiento de su objeto. En última instancia, se trata de una Ley-marco que exige ser desarrollada a nivel secundario y complementada con otros cuerpos legales que den sentido lógico a muchas de sus disposiciones. Pensemos, v.gr., en lo absurdo que sería hablar de una oferta pública de acciones, de no existir otra Ley que definiera a este título y dispusiera los requisitos para su emisión.

El fenómeno de "atomización" del Derecho —permítasenos utilizar el vocablo— que es resultado de la explosión demográfica, del progreso de las ciencias, del desarrollo tecnológico y de la especialización que estos sucesos traen consigo, provoca en el estudioso de la ciencia jurídica una serie de interrogantes cada vez que se enfrenta a una nueva manifestación normativa, como ahora ocurre con el Derecho Bursátil. De esta suerte cabe preguntar, ¿disfruta de autonomía esta disciplina?

Remontémonos al nacimiento del Derecho Mercantil, cuando se despreñó del tronco común del Derecho Civil y Ripert decía que las crisis económicas de este siglo habían agudizado e infiltrado el espíritu comercial hasta el extremo de que hoy todo el mundo especula sin distinción de clases sociales y así los hombres de recursos toman el camino de la bolsa y de la banca; los particulares todos tienen cuenta bancaria, extendiendo letras, pagando cheques y descontando efectos; basta observar hasta qué grado se han multiplicado y extendido a los más insignificantes pueblos las sucursales bancarias, para darse cuenta de la atracción que el comercio ejerce sobre el público.

En dichas circunstancias el Derecho Civil, rígido grávido y estable se vio obligado a buscar nuevas normas y principios que configurarían el Derecho Mercantil.

Por un lado, el gran desarrollo alcanzado por la riqueza mobiliaria, constituida fundamentalmente por valores mercantiles de fácil transmisión; por otro la movilización de los bienes inmuebles, a consecuencia de la profusión de las sociedades anónimas, que van sustituyendo paulatinamente a las explotaciones y empresas individuales, son muestra clara de la creciente separación de las operaciones genuinamente mercantiles en el campo antes reservado a la contratación civil.

La posibilidad de usar la cláusula a la orden o al portador en los docu-

mentos civiles; la tasa objetiva de las indemnizaciones por el incumplimiento contractual; la presunción de solidaridad que se extiende a todas las obligaciones; la supresión de términos de gracia o cortesía; la desaparición de la presunción de gratuito en el mandato y otras muchas instituciones trasplantables desde el terreno mercantil al civil en los Códigos más recientes, han mostrado hasta qué punto es verdadero el fenómeno de la comercialización del Derecho Civil y facilitan la futura tarea unificadora de los legisladores en todas aquellas materias que no constituyen el fondo inalienable del Derecho Civil.

Ahora bien, si el Derecho Bursátil, como una tentativa que pretende autonomizarse acusa características especiales, habremos de considerarlas con especial detenimiento:

Tradicionalmente se han considerado dentro del Derecho Mercantil la verificación de todos los actos de comercio, incluyendo aquellas instituciones auxiliares del tráfico mercantil, como los mercados y ferias, las bolsas, los bancos, los almaceens de depósito, las compañías de ferrocarriles y otras actividades públicas.

Sin embargo ha habido quien manifieste su preocupación en el sentido de que el Derecho Mercantil estaba dejando de participar del campo del Derecho Privado para pasarse al Derecho Administrativo o Derecho Público, por la intervención tan importante de la función, como en el caso de los almacenes de depósito, las instituciones bancarias, de seguros y de fianzas, el transporte y las operaciones bursátiles, en las que el Estado interviene en forma tal, que dichas operaciones prácticamente están concesionadas en gran medida.

De alguna manera hemos escuchado hablar ya de un Derecho Bancario, como el conjunto de normas que regulan la actividad de las instituciones de crédito y organizaciones auxiliares, divididas en nacionales, mixtas y privadas.

Es evidente que frente a esta situación debemos admitir que se configura un Derecho Mercantil Administrativo o que estamos en presencia ya de nuevas ramas del Derecho Mercantil, como el citado Derecho Bancario.

En cuanto a la pretendida autonomía del Derecho Bursátil, debemos anticipar que la intervención del Estado es cada día mayor, tomando en consideración el grave riesgo que existe en la colocación de títulos valores en el mercado, sin que exista un control ni una vigilancia que proteja los intereses del público en general.

En lo particular pudiéramos decir, que en nuestro Derecho positivo, hemos padecido una anarquía legislativa en materia mercantil, con el nacimiento de una serie de leyes y ordenamientos que han venido fraccionando nuestro viejo Código de Comercio, sin que haya congruencia en la estructuración de un sistema normativo en esta materia.

El ideal sería no sólo el de la unificación en un solo Código de la materia mercantil, en el que se aglutinasen en el Derecho Mercantil todas las ramas que vienen despreñándose, para que de un lado subsista el Derecho Civil, con sus propias y genuinas características y por el otro la actividad humana que realice el tráfico de toda clase de bienes con propósitos de lucro.

Mientras ello ocurre y adentrándonos en esta posible autonomía del Derecho Bursátil, debemos decir que la autonomía de una rama del Derecho suele examinarse desde tres ángulos: legislativo, científico y didáctico.

Es nuestra opinión que basado en una ley que, como antes se ha expresado, requiere de otros ordenamientos legislativos para integrarse —la legislación mercantil en general— no es posible atribuir al Derecho Bursátil una plena autonomía legislativa. Siendo parte substancial de su objeto los títulos de crédito y, correlativamente, los emisores de éstos que casi siempre son sociedades anónimas, sólo en la medida que se cree un Derecho ad hoc para ambos elementos, en función de su participación en el mercado de valores, podrá irse incrementando esta autonomía.

Tocante a la autonomía científica, estimamos que el establecimiento de principios jurídicos universales y necesarios exclusivos de esta disciplina es el elemento que la configura; por lo mismo, al igual que en el caso anterior, la aparición de estos principios, distintos a los que privan en otras ramas del Derecho, es la condición requerida para esta autonomía.

La autonomía didáctica o, dicho de otra forma, la enseñanza independiente del Derecho Bursátil se halla justificada por el nivel de especialización técnica que exige el mercado de valores y que da razón de ser, entre otros eventos, a la presente exposición.

Lo hasta aquí dicho nos conduce a definir a esta novel rama del derecho como el conjunto de normas que regulan la oferta pública e intermediación de acciones, obligaciones y demás títulos de crédito emitidos en serie o en masa, inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, así como las demás actividades y servicios con ellos relacionados.

Considerada como disciplina jurídica especial, el Derecho Bursátil tiene como fuentes las que son comunes a todo el Derecho. En la hipótesis, son fuentes formales directas la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones reglamentarias; siendo fuentes formales supletorias: las leyes mercantiles, los usos bursátiles y mercantiles y la legislación común, substantiva y procesal, en el orden descrito.

La importancia de la Ley del Mercado de Valores, acerca de la cual hemos relatado brevemente sus antecedentes y originales objetivos, se pone de relieve por el hecho de ser el marco jurídico de tal área financiera. Un marco tan técnico que junto con la necesidad de brindar soluciones rápidas a los problemas de un mercado cuyo dinamismo le es concomitante, dio la pauta para que se delegaran ciertas funciones de apoyo y autoridad en la Comisión Nacional de Valores y se unificaran en un solo cuerpo legal las reorganizadas instituciones que facilitan las transmisiones de valores, aunadas a otras, nuevas en nuestro medio, encargadas de prestar el servicio de intermediación o, en su caso, de simplificar la transferencia constante y masiva de los valores materia de oferta pública.

Como organismo desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional de Valores es el instrumento encargado de

regular el mercado de valores y de vigilar la debida observancia de la Ley del Mercado de Valores y de sus disposiciones reglamentarias.

Para desempeñar las funciones que la Ley le reserva, la Comisión Nacional de Valores cuenta con tres órganos: la Junta de Gobierno, la Presidencia de la Comisión y el Comité Consultivo.

La Junta de Gobierno es un órgano colegiado que se compone de nueve vocales propietarios con sus respectivos suplentes, contando además con un secretario. La designación de los vocales corresponde a entidades gubernamentales que se hayan interesado en el mercado: la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, que además de dos vocales oficiales debe designar a tres personas con conocimientos en materia bursátil, financiera, industrial o comercial, ajenos a la propia Secretaría o a cualquiera otra de las dependencias e instituciones que participan en el órgano; la Secretaría de Industria y Comercio (a partir de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, la representación formal corresponde a la Secretaría de Comercio), Banco de México, S. A., Nacional Financiera, S. A. y Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, quienes nombran, respectivamente, a cada uno de los cuatro vocales faltantes.

La Junta de Gobierno es el órgano superior de la Comisión y a ella corresponde el ejercicio de las facultades de la misma.

El Presidente de la Comisión es uno de los vocales oficiales designados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, estando a su cargo, principalmente, la función de dirigir administrativamente al Organismo, asumir su representación legal y ejecutar los acuerdos de la Junta de Gobierno.

El Comité Consultivo se compone de cinco miembros de organizaciones representativas de los sectores bursátil, bancario, de seguros, comercial e industrial. La presidencia del Comité recae en el Presidente de la Comisión y su tarea específica es conocer los asuntos relativos a la adopción de criterios y políticas de aplicación general en materia de mercado de valores.

El objetivo primordial de regular el mercado de valores y vigilar la debida observancia de las disposiciones legales y reglamentarias aplicables, implica verificar el cumplimiento de los requisitos a satisfacer por los emisores de valores materia de oferta pública; controlar adecuadamente las actividades de los intermediarios que operan dichos valores, las bolsas de valores e inspeccionar el funcionamiento del Instituto para el Depósito de Valores. En consecuencia, la Comisión Nacional de Valores ha sido dotada de amplias facultades cuya enumeración sería prolija y su explicación fuera de lugar en esta charla.

No obstante esta circunstancia, la trascendencia de una de estas facultades: la que autoriza a la Comisión a expedir disposiciones de carácter general, merecerá algunas reflexiones de nuestra parte.

Las facultades de la Comisión Nacional de Valores —se lee en la Exposición de Motivos de la Ley de la Materia— deberán ejercerse siempre que sea posible mediante disposiciones y criterios de aplicación general, que habrán de hacerse del conocimiento de los interesados conforme se vayan adoptando.

Lo anterior se halla refrendado en distintos preceptos de la propia Ley, que facultan a la Comisión para:

1. Establecer criterios de aplicación general conforme a los cuales se precise una oferta de valores es pública;
2. Aprobar, con carácter general, la propaganda e información dirigida al público sobre valores, o sobre los servicios u operaciones de los agentes y bolsas de valores.
3. Dictar reglas para la organización del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
4. Expedir disposiciones de carácter general sobre la información que deben proporcionar a dicho Organismo y al público inversionista, los emisores de valores inscritos en el Registro mencionado.
5. Expedir disposiciones de carácter general para que los agentes de valores personas físicas y los administradores, directores y apoderados para celebrar operaciones con el público de sociedades anónimas que tienen la calidad de agentes de valores, garanticen su manejo.
6. Determinar a través de disposiciones de carácter general el capital mínimo que deben tener íntegramente pagado las sociedades dedicadas a la intermediación en el mercado de valores.
7. Dictar reglas de carácter general a las que deberán sujetarse las operaciones con valores que efectúen los intermediarios.
8. Dictar disposiciones de igual naturaleza que regulen las operaciones por cuenta propia que lleven a cabo los intermediarios; los servicios de guarda y administración de valores y las operaciones con cargo al capital pagado y reservas de capital que realicen los agentes de valores personas morales, así como la realización de actividades que les son propias a estos últimos a través de sucursales, oficinas o agencias de instituciones de crédito.
9. Establecer, mediante disposiciones de carácter general, la información estadística que deben suministrarle periódicamente los agentes de valores, así como sus estados financieros y los términos para la obtención de autorizaciones para la apertura, cambio y clausura de oficinas de los propios agentes.
10. Dictar medidas de carácter general a los agentes y bolsas de valores para que ajusten sus operaciones a la Ley y a sus disposiciones reglamentarias, así como a sanos usos y prácticas del mercado.
11. Dictar disposiciones generales para la canalización obligatoria por bolsas, de títulos inscritos en ellas que efectúen agentes de valores, cuando los términos de las operaciones realizadas en bolsas no sean suficientemente representativos de la situación del mercado.
12. Dictar las disposiciones generales a las que habrán de ajustarse los agentes, personas morales, y las bolsas de valores, en la aplicación de su capital pagado y reservas de capital.
13. Dictar las normas de registro de operaciones a las que deberán ajustarse

los agentes y bolsas de valores, así como determinar los días en que ambos pueden cerrar sus puertas y suspender operaciones.

14. Por último, establecer los derechos que cause la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Al atribuirse a la Comisión Nacional de Valores tal potestad, llamada por algunos cuasi-legislativa, se pretende que su actuación sea capaz de responder a las necesidades cambiantes de un mercado con claras tendencias expansivas, el cual exige soluciones que, sin apartarse de los cauces legales, se manifiesten oportunamente.

De lo contrario, el sometimiento de soluciones de carácter general a instancias ortodoxas que implican formalidades y trámites las más de las veces complicados, se revertirán en contra de las políticas de fomento adoptadas por el Estado para el mercado de valores.

Esta postura que podrá parecer muy atrevida, habrá de conducir paulatinamente a dar al principio de legalidad un significado más liberal en lo que respecta al sistema financiero en general y al mercado de valores, en particular.

Al lado de la Comisión, el marco institucional de nuestro mercado de valores reconoce la presencia de organismos de servicio cuya finalidad es prestar a los inversionistas una intermediación eficiente o, según el caso, proveer al mercado de mecanismos que faciliten la ejecución de las operaciones que le son propias.

En todo caso, la decisión del legislador mexicano de 1975 de institucionalizar el mercado de valores dando a las bolsas de valores el rango de entidades financieras autónomas y permitir la constitución de agentes de valores como sociedades mercantiles, la cual se robusteció en 1978 al ser creado el Instituto para el Depósito de Valores redundará, la experiencia así lo demuestra, en la consolidación de tan importante área como una fuente alternativa de financiamiento de las distintas unidades económicas y en la ampliación de los instrumentos de inversión confiable disponibles.

De lo expresado, puede concluirse que el legislador debe considerar con especial atención al mercado de valores, a efecto de dotarlo de los elementos que exige su dinamismo esencial, so pena de correr el grave riesgo de que, sin una estructura jurídica acorde con sus necesidades, el mercado de capitales sea incapaz de cumplir con la función importantísima de coadyuvar al desarrollo económico de México.