

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

JULIÁN BERNAL MOLINA

México

Generalidades

EL MERCADO de valores proporciona el mecanismo para transferir o distribuir capitales de una masa indeterminada de ahorradores, que por sí solos no serían factores tan efectivos de producción ni por completo capaces de asumir los riesgos inherentes de la inversión, hacia los empresarios que demandan tales capitales. Para el Estado, constituye una fuente de financiamiento en la realización de sus fines.

En concreto, el mercado de valores permite que los inversionistas puedan adquirir y vender títulos guiados por los precios que se determinan a través de la oferta y la demanda de un gran número de compradores y vendedores. La ventaja que supone para el tenedor de un título la posibilidad de negociarlo, por ejemplo, vendiéndolo sin gran pérdida cuando no con ganancia, se disminuye en mucho, si no existe un mercado de valores bien organizado, que concentre a los compradores prestos a sustituirlo en su crédito a largo plazo.

Suele distinguirse entre operaciones de bolsa y operaciones de mercado libre. Se aplica lo primero a aquellas transacciones sobre valores efectuadas en locales especialmente destinados para ese objeto, y en los que existen facilidades para la concurrencia de compradores y vendedores de esos títulos. Cuando se habla de operaciones de mercado libre, se hace referencia a las transacciones realizadas fuera de bolsa, por agentes, corredores, bancos de inversión, etc. Uno y otro mercado son instrumentos adecuados para que se opere sobre determinadas clases de valores, por lo que, consecuentemente, sus funciones son de suma importancia.

Es condición precisa para que el inversionista desee dedicar una parte del excedente de sus ingresos sobre sus gastos, el que encuentre

EL TRIMESTRE ECONOMICO

garantizado, hasta cierto punto, tanto el valor de su inversión como el rendimiento de ella; es decir, que las inversiones en valores deben estar libres de maniobras que provoquen alzas, bajas o estabilizaciones artificiales.

Dentro de tales condiciones, encontramos que en México, el mercado de valores se halla limitado debido a diversos factores. Tales limitaciones a continuación se expresan.

Tenemos, como cuestión principal, que el ahorro nacional no sólo no es elevado sino que es bastante bajo, además de que está mal distribuído y, en consecuencia, produce la escasez de fondos dispuestos a la inversión de valores.

En México, la cuestión de contar con un mercado de valores bien organizado ha venido siendo materia de consideración entre las autoridades financieras del país. La capitalización de las empresas normalmente no se efectúa a través de la colocación de sus acciones y obligaciones entre un número indeterminado de personas, y cuando esto ocurre tropiezan con obstáculos, en la mayoría de los casos. En cambio, en otros países de evolución económica más desarrollada, el mercado de valores facilita estas tareas de financiamiento. Igual cabe decir por lo que se refiere a los valores gubernamentales. El público también se muestra renuente a la adquisición de estos títulos.

En los últimos años, de decidida tendencia a lograr la industrialización de México, los fondos del Estado suplieron, en buena parte, la iniciativa privada poco dispuesta a la inversión. El Gobierno Federal cuando no realizó obras públicas encaminadas directamente a incrementar la capacidad productiva del país, facilitó a través de la Nacional Financiera, S. A.¹ a diversas empresas importantes sumas de dinero ya sea como préstamos y créditos o por medio de suscrip-

¹ Nacional Financiera, S. A., entre sus facultades, tiene por objeto vigilar y regular el mercado nacional de valores; apoyar a las sociedades financieras cuando hubieren concedido crédito con garantía de valores; actuar como agente del Gobierno Federal, de los Estados y Municipios en operaciones sobre valores públicos; vigilar y dirigir el funcionamiento de las bolsas de valores, etc.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

ciones de acciones y compras de obligaciones. Este financiamiento estatal se reflejó en las tenencias de valores gubernamentales, principalmente, del Banco de México y de la misma Nacional Financiera, S. A.

La desconfianza que priva en ciertos sectores de inversionistas institucionales e individuales, hacia los valores privados y gubernamentales, se ha considerado como uno de los factores que limita el desarrollo del mercado de valores en México. Tal desconfianza, injustificadamente funciona en razón de móviles políticos, frente a una aparente inestabilidad de nuestras instituciones fundamentales.

Influencia decisiva sobre el mercado de valores ha tenido en México la fase ascendente del ciclo económico. La constante elevación de ganancias de las empresas industriales y comerciales, hacen poco atractiva, en los más de los casos, las inversiones en valores de renta fija, canalizándose entonces esos recursos hacia meras operaciones comerciales a corto plazo, predominantemente de carácter especulativo o bien hacia operaciones en acciones industriales o mineras, que en muchos casos también son especulativas.

Tradicionalmente algunos grupos de inversionistas individuales han venido dedicando sus ahorros a la adquisición de cédulas hipotecarias y, en últimas fechas, a bonos hipotecarios. Esto, cuando no adquieren directamente bienes inmuebles o prestan dinero con garantía de ellos, por considerar que este tipo de inversión ofrece el máximo de seguridad, y que el principal de dicha inversión guardará un grado más cercano al poder adquisitivo del dinero. Tales inversiones han significado un factor de desequilibrio en el mercado de las inversiones y precisamente para determinada clase de valores, como son los industriales.

El crédito bursátil que constituye una forma importante de disposición de parte de los activos de los bancos comerciales, y que al mismo tiempo facilita y estimula las transacciones sobre valores, no alcanza cifras elevadas. En este caso se encuentra como causa efi-

EL TRIMESTRE ECONOMICO

ciente la tendencia de los bancos a operar preferentemente en aquellos negocios que les permitan obtener mayores rendimientos, tales como las operaciones propiamente comerciales a corto plazo.

A la Bolsa de Valores de México y en términos generales al mercado de valores no concurre una oferta de capitales equivalente a la oferta de títulos que reclaman dichas inversiones. Esto es, entre otras cosas, no se ha regulado la oferta de títulos, a través de un plan congruente de control sobre las emisiones de valores.

El mercado libre de valores es el que recoge el volumen mayor de las operaciones sobre valores, considerándose que tal circunstancia funciona en detrimento de las operaciones de la Bolsa de Valores de México. Indudablemente que el mercado libre llena importante función, pero no debe desviarse en el sentido de reducir desproporcionadamente las operaciones de Bolsa, pues precisamente a través de ésta se permite que los precios de los valores registrados en ella se determinen en forma más adecuada y que exista un sitio conveniente para la concurrencia de vendedores y compradores de valores.

La falta de un mercado de valores organizado también repercute en las funciones del banco central como regulador de la circulación monetaria, toda vez que se ve impedido de operar en el mercado abierto con la venta o compra de valores gubernamentales. Desde otro aspecto, este defecto también ha impedido una acción efectiva para la regulación de los precios.

La tasa de redescuento del banco central como arma para regular el mercado monetario y, consecuentemente, instrumento apto para regular las tasas de interés, ha resultado ineficaz en México. En esta forma dichas tasas de redescuento no han tenido influencia en el mercado de dinero ni en el de capitales. Por el contrario, como en otro lugar se indica, se ha observado una constante elevación de las tasas del mercado de dinero a pesar de que la demanda de fondos a corto plazo no ha decrecido en ninguna proporción.

Podría agregarse a las causas señaladas antes, la relativa inmovilización de determinados grupos de valores, como son las acciones de

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

instituciones de crédito, de seguros y de fianzas. Las grandes utilidades obtenidas por estas sociedades durante los últimos años han ocasionado que las cotizaciones de estas acciones alcancen cifras elevadas. Tales valores se encuentran en poder de grupos más o menos reducidos de tenedores, lo que impide su amplia circulación y suprime un estímulo para el mercado de valores.

Además, el mercado de valores en México ha carecido de un suficiente apoyo por parte de los bancos comerciales, los bancos de ahorro, y otros tipos de instituciones, que en otros países constituyen importantes compradores de valores, tanto privados como gubernamentales. Como en otro lugar se explica, a través de los bancos comerciales y de ahorro se canalizan grandes sumas de ahorro nacional, ante la general tendencia de los particulares a mantener en la forma más líquida sus recursos, prefiriendo esta liquidez a una mayor rentabilidad. Estos recursos, en su casi totalidad van a dar al mercado de consumo y en una cifra insignificante al mercado de capitales, cuando no están inmovilizados por otros motivos. De esto también se desprende que la industria se encuentre forzada a recurrir a formas impropias de financiamiento, como son los préstamos a corto plazo.

Finalmente, puede deducirse con razón que no existe un adecuado mecanismo de inversión que vaya desde los emisores de valores hasta los adquirentes de los mismos. Tenemos que existen las Sociedades Financieras que realizan funciones de la banca de inversión, pero en muchos casos, sin menospreciar su valiosa contribución al mercado de valores de México, tropiezan con dificultades para lograr la colocación y circulación de valores en general, aun de los que emiten directamente o de aquellos en los que intervienen de algún modo en su emisión.

Soluciones diversas se han propuesto para impulsar y fomentar al mercado de valores de México. Sin embargo, el problema está estrictamente ligado a una serie de factores, tal como se apuntó antes.

Como solución más aceptable, al lado del apoyo del sistema

EL TRIMESTRE ECONOMICO

bancario privado, parece ser el establecimiento de un fondo dirigido por una entidad oficial, que se encargaría de dotar de adecuada liquidez a los valores. Esta liquidez podría lograrse a través de medidas de regulación o de estabilización, debiéndose preferir las operaciones realizadas con precios flexibles, en cuanto al peligro de que haciéndolo por medio de precios fijos un aumento en la tasa de interés de determinados valores provocaría la absorción ilimitada de otros valores por parte del fondo, lo que lo convertiría entonces en una mera fuente de financiamiento. Concretamente, en última instancia, el fondo lograría evitar fluctuaciones bruscas en los precios de los valores.²

Esbozados estos aspectos generales del mercado de valores de México, en seguida se señala en forma breve, la posición que guardan algunas instituciones en el mismo mercado de valores.

Los bancos de depósito

Tanto los bancos de depósito como las compañías de seguros para no mencionar más que a los principales considerados como inversionistas institucionales, aunque tienen por objeto propio la realización de operaciones diversas a las de inversión en valores, normalmente se encuentran en condiciones de dedicar una buena parte de los recursos que acumulan en virtud de dichas operaciones principales, a la inversión en valores de diversas clases.

Los bancos comerciales, esto es, los bancos de depósito en México, por motivos legales, están facultados para invertir en valores hasta el 20% de sus depósitos y demás obligaciones a la vista o a plazo.³ Esta autorización es consecuente con la tesis que contiene la Ley de Instituciones de Crédito de 1941, de separar en forma tajante las operaciones meramente dinerarias de las de colocación de capitales, a fin de lograr la mayor liquidez posible de los bancos comerciales.

² Véase "El Sistema Monetario y el Cambio Exterior", del Lic. Ricardo Torres Gaitán, *Rev. de Economía Continental*, nº 1, agosto, 1946, p. 25.

³ Artículo 11, fracción v, Ley General de Instituciones de Crédito.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

El apoyo del mercado de valores por parte de dichos bancos no sólo debe estimarse como valioso, sino también como necesario e indispensable. Efectivamente, a pesar del atesoramiento privado, otros vicios semejantes y conductos distintos de distribución, una parte substancial del ahorro nacional fluye a través del sistema bancario privado, principalmente por la banca de depósito.

La situación de los bancos comerciales por lo que hace a los depósitos y obligaciones a la vista y a plazo⁴ en relación con las inversiones en valores, en los años que se indican, puede apreciarse en el siguiente cuadro:

	(Millares de pesos)	(Millares de pesos)
1939 enero	245,556	21,638
1941 „	464,700	34,962
1943 „	860,267	71,979
1945 „	1.748,649	137,442
1946 „	2.063,621	212,094 ⁵

Puede señalarse como causa de la existencia de esta desproporción las diferentes tasas de interés que rigen las principales operaciones del mercado de dinero y del mercado de capitales. En el primero, el rendimiento de las operaciones a corto plazo, en especial, operaciones comerciales, generalmente pasa del 10% anual, en tanto que en el segundo, o sea en la constitución de deudas a largo plazo, dicha tasa no excede normalmente del 7 al 8% anual.

Indudablemente que esto ha ocasionado que la corriente de recursos no vaya al mercado de capitales sino al de dinero. Por esto mismo, los bancos comerciales en México no constituyen uno de los principales inversionistas institucionales de valores, tal como sucede en otros países.

Por todo esto se insiste que deben tomarse las medidas necesarias

⁴ Se incluyen en depósitos y obligaciones a la vista y a plazo, las cuentas de cheques, los cheques certificados, los depósitos a plazo no mayor de 30 días, los depósitos con previo aviso, y los depósitos a plazo fijo de más de 30 días.

⁵ Comisión Nacional Bancaria.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

a efecto de que una porción más elevada de los recursos de los bancos comerciales, se inviertan en valores, y no se dediquen, en términos casi absolutos, a operaciones comerciales a corto plazo y de consumo.

Desde luego que la realización de la anterior proposición no afectaría la liquidez de la banca de depósito, pues además de que estas instituciones contarían con el apoyo del banco central, podrían deshacerse en cualquier momento de sus inversiones, toda vez que se supone que adquirirían valores que gozaran de amplio mercado y consecuentemente ofrecieren las características de alta calidad y negociabilidad. Por otra parte, como consecuencia necesaria del apoyo que prestaría la intervención de la banca comercial al mercado de valores, en general se corregirían defectos de negociabilidad y desconfianza hacia los mismos valores.⁶

Las compañías de seguros

Las instituciones de seguros, en tanto que acumulan grandes cantidades del ahorro nacional por concepto de las primas de los seguros que contratan, tanto por razones técnicas de operación como por disposición de la ley,⁷ están obligadas a mantener invertidas las llamadas reservas técnicas, y en esos términos, una importante porción en valores públicos y privados.

El monto de las reservas técnicas de las instituciones de seguros se ha presentado en la siguiente forma:

1940	\$ 83.806,971.29
1941	97.977,726.58
1942	118.949,076.26
1943	145.848,169.01
1944	181.718,740.01 ⁸
1945	223.788,581.44

Estas reservas técnicas que ascendían el 30 de noviembre de 1946

⁶ Véase la Banca y el Mercado de Valores, *Rev. de Economía Continental*, vol. 1, n° 3, octubre, 1946.

⁷ Artículos 84 y 85 de la Ley de Instituciones de Seguros.

⁸ *Seis Años de Actividad Nacional*, México, 1946, p. 342.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

a \$ 214.047,977.11 presentaban inversiones en valores por la suma de \$ 112.145,395.01, las cuales consistían en lo que sigue:

Valores gubernamentales	\$ 48.647,228.82
Cédulas hipotecarias	11.365,250.00
Bonos hipotecarios, Banco Nacional Hipotecario	
Urbano y de Obras Públicas	9.570,167.81
Acciones industriales	8.346,425.00
Bonos generales y comerciales	6.706,585.23
Certificados de participación, Nacional Financiera.	6.592,196.84
Bonos hipotecarios	5.648,869.22
Acciones bancarias	4.639,092.05
Títulos financieros, Nacional Financiera	1.985,545.81
Obligaciones hipotecarias	1.900,503.10
Valores norteamericanos	2.462,879.18
Valores canadienses	3.049,000.21
Valores extranjeros diversos	1.141,651.74

Total: \$112.145,395.01⁹

Los bancos de ahorro

De importancia semejante a los bancos de depósito y a las compañías de seguros, son los bancos de ahorro, clasificados como instituciones de inversión.

Los bancos de ahorro se consideran como instituciones que recogen cierta clase de ahorros individuales para transferirlos principalmente al mercado de inversiones. Sin embargo, el sistema de la vigente Ley de Instituciones de Crédito, con la tendencia de lograr una liquidez ideal, al modo como regula las operaciones de los bancos comerciales, hace rígidas las relaciones entre las exigibilidades y las disponibilidades de las instituciones de ahorro, y consiguientemente dificulta que tales recursos vayan hacia el mercado de capitales a largo plazo, sea a través del otorgamiento de préstamos y créditos o mediante la inversión en valores.

Los depósitos de ahorro ofrecen algunos atractivos para ciertos grupos de individuos. Permiten estos depósitos una cierta liquidez

⁹ Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

dentro de determinadas condiciones, a la vez que proporcionan un rendimiento que va del 4 al 4½% anual. Por otra parte, están exentos hasta por la suma de \$ 5,000.00 de toda clase de impuestos, tanto federales como de los Estados y Municipios.¹⁰

Las instituciones de ahorro están autorizadas legalmente para representar parte de los depósitos que reciben en créditos y préstamos comerciales, sean estos toda clase o bien provenientes de efectivas compraventas de mercancías, pero siempre a corto plazo.¹¹ Esto ha causado que, percibiéndose por las operaciones comerciales un rendimiento superior al que ofrecen las inversiones en valores, el volumen principal de los recursos de estos bancos vaya a dar a la primera clase de operaciones y en una mínima proporción hacia las segundas.

Efectivamente, los depósitos de ahorro en los últimos años han venido aumentando constantemente. Pero las inversiones en valores han ofrecido una proporción bastante baja, tal como puede observarse en el siguiente cuadro:

	DEPÓSITOS (Millares de pesos)	INVERSIONES EN VALORES (Millares de pesos)
1939 enero	31,806	5,379
1941 „	36,749	3,383
1943 „	60,350	11,601
1945 „	167,664	27,421
1946 junio	234,449	37,362 ¹²

Esto lleva a concluir necesariamente que los bancos de ahorro no se orientan hacia la inversión en valores, y, por tanto, a pesar de sus enormes recursos, no constituyen actualmente un factor importante en el mercado de valores de México.

Los recursos del sistema bancario, al lado del incremento constan-

¹⁰ Artículo 117 de la Ley General de Instituciones de Crédito.

¹¹ Artículo 19, fracción III, incisos a) y b) de la Ley General de Instituciones de Crédito.

¹² Comisión Nacional Bancaria.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

te de las reservas técnicas de las instituciones de seguros, son índices que revelan la importante capacidad de estas empresas y el papel fundamental que deben jugar en el desarrollo del mercado de valores de México.

Determinada la situación de las anteriores instituciones, a continuación se estudian algunos de los títulos principales del mercado de valores de México.

Los bonos generales

El bono general es el título emitido por las sociedades financieras, las que se obligan al reembolso y al pago del interés correspondiente. Se encuentra garantizado con prenda sobre determinados activos de la emisora, principalmente créditos a largo plazo, otorgados por la institución a la industria y a la agricultura. También pueden estar cubiertos estos bonos con prenda sobre acciones y otros títulos propiedad de la misma emisora.

El antecedente directo de los bonos generales en México se encuentra en la Ley de Instituciones de Crédito de 1932, que facultaba a las sociedades financieras para emitir obligaciones garantizadas con prenda constituida sobre su cartera de acciones y valores, lo cual permitía “una concentración de la demanda en la bolsa sobre un número más reducido de valores, y facilitándoles con ello mercado y regularidad de cotización”.¹³ Como una superación, la Ley de Instituciones de Crédito de 1941, ya permite que los bonos generales, emitidos por las mismas sociedades financieras, independientemente de que pudieran estar garantizados en la forma en que lo estaban las aludidas obligaciones, también estuvieran cubiertos con los activos de las sociedades emisoras.

Estas obligaciones y los bonos generales, reconocen las dificultades que presenta el mecanismo de inversión en México, cuando se trata de canalizar recursos hacia la producción industrial y agrícola. Esto

¹³ Exposición de Motivos de la Ley General de Instituciones de Crédito de 1941.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

es, que ante los obstáculos existentes para que las empresas se financiaran directamente en el mercado de valores por medio de la venta de sus acciones y obligaciones, haya sido necesario recurrir al bono general, título que al ofrecer la garantía de la propia institución de crédito, cuenta con mayor aceptación. De esta manera, este título bancario ha ocupado en nuestro mercado de valores un lugar muy importante y también distinto al que normalmente ofrece en otros países.

Por decreto de 12 de febrero de 1946 se declararon los bonos generales exentos de todo impuesto, tal como lo están los valores gubernamentales. Se pensó que en esta forma se estimularía la inversión en estos títulos, ante la posibilidad de obtenerse con ellos un mayor rendimiento neto.

Con la misma medida legislativa se estableció que las sociedades financieras debían presentar a la Comisión Nacional Bancaria, al solicitar la autorización para emitir bonos generales, un programa de las inversiones que pretendieran efectuar. Además, se dotó de mayor elasticidad a los activos que sirven de cobertura a los bonos generales, en cuanto a que hasta el 50% de dicha cobertura podrá estar representada por los préstamos o créditos destinados al financiamiento directo a la industria, los descuentos de papel derivados de dichos financiamientos y los destinados directamente a la agricultura y a la ganadería. Pero sin la alimentación anterior, podrían servir para el objeto indicado, cuando se trate de créditos de habilitación o avío concedidos directamente a empresas industriales, agrícolas o ganaderas, si el plazo de los mismos es superior a un año.

La circulación de los bonos generales ha sido la siguiente:

1942 dic.	\$ 23.608,000.00
1943 „	76.201,000.00
1944 „	116.789,000.00
1945 „	181.920,000.00 ¹⁴

¹⁴ Comisión Nacional Bancaria.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

El mes de junio de 1946, los bonos generales en circulación alcanzaban la cifra de \$ 228.292,000.00. Puede calcularse que aproximadamente las tres cuartas partes de esta cifra se encuentran en poder del Banco de México y de la Nacional Financiera, lo cual ha ocasionado normalmente la creación de medios de pago. También esto indica las dificultades que han tenido las emisoras para colocar en el mercado sus propios títulos y para regular el precio de los mismos pese al soporte que le han prestado las instituciones mencionadas.

El certificado de participación

Especial consideración merece el estudio del certificado de participación, dada la importancia que ha tenido en el desarrollo del mercado de valores de México. Nos referimos al certificado de participación emitido por la Nacional Financiera, S. A.

El certificado de participación es el título que hace constar la que tienen distintos copropietarios en bienes, títulos o valores, o en un grupo de ellos, que se encuentren en poder de la institución o vayan a ser adquiridos para ese objeto.¹⁵

Fundamentalmente, este título otorga a su tenedor el derecho a percibir en un momento dado, ya sea el precio de mercado de los valores que importe su certificado en el fondo común, o bien los títulos mismos, en la misma proporción.

El certificado de participación se introduce en México por Nacional Financiera hacia el año de 1941. Vino a ser instrumento apto para la colocación indirecta de valores gubernamentales, ya que fueron éstos los que originalmente integraban los fondos comunes.

Dos objeciones fundamentales se han hecho valer en contra de estos títulos: la que se funda en la promesa de recompra, en unos caso a la vista y en otros con un preaviso breve, y la que consiste en que la emisora garantiza el rendimiento mínimo del título. Se ha

¹⁵ Artículo 21, fracción XI, Ley Orgánica de la Nacional Financiera y artículos 44, inciso i), y 45, fracción V, de la Ley General de Instituciones de Crédito.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

aducido que como consecuencia de estos hechos y por estar exentos del impuesto sobre la renta, han competido indebidamente con los valores emitidos por las instituciones de crédito privadas al limitar los fondos que pudieron haberse dedicado a la inversión en estos últimos.

Por otra parte, se ha sostenido que la garantía de recompra y rendimiento son promesas que en un momento dado la emisora no estaría en condiciones de cumplir, por ser superiores a sus recursos normales. También se ha dicho que la recompra constituye un factor perturbador en el mercado de inversiones a largo plazo, al ofrecerse en el título una inmediata liquidez distinta de la que proporciona el mercado de valores.

A estos argumentos con certeza se les ha dado respuesta en diversas ocasiones, y puede concluirse que carecen de toda validez teórica y práctica.¹⁶ Sobre todo, cuando el movimiento de estos títulos en el mercado de valores y los recursos que se han recogido a través de su colocación significaron inicialmente un factor de estímulo y regulación del mismo mercado y precisamente por lo que hace a los valores gubernamentales.

A la fecha, Nacional Financiera, S. A., ha colocado en el curso de cinco años certificados por valor de \$ 266.000,000.00.¹⁷ Los fondos comunes, en los años que se indican, se han integrado en la siguiente forma:

	1943	1946
Valores gubernamentales .	84.60%	57%
Valores privados	15.40%	43%
Certificados en circulación	\$ 105.000,000.00	\$ 226.000,000.00 ¹⁸

Ante la inexperiencia que priva en el inversionista medio, el cer-

¹⁶ Duodécima Asamblea General de Accionistas. Nacional Financiera, S. A. México, 1946.

¹⁷ *Seis Años de Actividad Nacional*, p. 345.

guiente forma:

¹⁸ Nacional Financiera, S. A.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

tificado de participación puede considerarse como el título que en el futuro desempeñará al lado de la acción y la obligación de la sociedad anónima y del papel del Estado, funciones fundamentales en el mercado de valores de México.

El bono de ahorro

El bono de ahorro en México es el título representativo de un depósito de ahorro a plazo, emitido por una institución de crédito especialmente autorizada para ello.

Este título, como valor gubernamental se ha empleado en algunos países como medio de financiamiento bélico e instrumento de estabilización económica al recogerse por medio de él excedentes de circulante. Asimismo, en uno y en otro caso, se ha querido dentro de lo posible, obtener la diversificación de la Deuda Pública en la forma más amplia posible, al fomentarse el ahorro entre las clases económicas de ingresos reducidos.

Los bonos de ahorro en México, emitidos exclusivamente por instituciones privadas, contrariando su inicial propósito se han colocado principalmente entre aquellas clases que perciben ingresos altos, y, por tanto, su capacidad de ahorro es mayor.

Estos bonos en México, a pesar de tener las características de auténticos valores mobiliarios, no han entrado al mercado de valores, pues normalmente se inmovilizan en manos de sus iniciales tenedores. Se señalan como causas de esta irregularidad, primera, lo poco conocidos que son entre el público inversionista dado lo reciente de su introducción, y segunda, la baja tasa de interés que pagan, pues como máximo pueden reeditar el 4½% anual,¹⁹ siendo, por tanto, difícil que entren a competir con valores que ofrecen del 6 al 9%. Esto último, a pesar de que están exentos hasta \$ 5,000.00,²⁰ como sucede

¹⁹ Indirectamente, en forma administrativa, se fija este tipo de interés al no aprobar la Secretaría de Hacienda y Crédito Público el Reglamento a que se refiere el artículo 23 de la Ley General de Instituciones de Crédito, cuando establece una tasa de interés superior al 4½% anual.

²⁰ Artículo 117 de la Ley General de Instituciones de Crédito.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

con los depósitos de ahorro, de toda clase de impuestos, sean federales, de los Estados o Municipios.

La circulación de los bonos de ahorro en México, a partir de su introducción (octubre de 1942), ha sido la siguiente:

1942 dic.	\$ 1.658,000.00
1943 „	12.300,000.00
1944 „	12.496,000.00
1945 „	13.844,000.00
1946 agosto	10.332,000.00 ²¹

La cédula hipotecaria y el bono hipotecario

La cédula hipotecaria es el título emitido por las sociedades de crédito hipotecario, garantizado con una hipoteca directamente constituida por la persona a quien la emisora acredita el importe de la emisión. En otras palabras, hace constar la parte fraccionaria de un crédito hipotecario constituido en forma concreta sobre un inmueble.

El bono hipotecario, también emitido por las sociedades de crédito hipotecario se encuentra garantizado con determinados activos de la emisora que consisten en préstamos o créditos hipotecarios otorgados por la misma institución.

Al lado de la acción minera, la cédula hipotecaria, y en los últimos años el bono hipotecario, es de los títulos que más tradición y aceptación han ofrecido en el mercado de valores de México. Ya se indica en párrafos anteriores, que la aceptación de los valores hipotecarios de que se trata, es consecuente con la preferencia tan generalizada en México de invertir en bienes inmuebles, principalmente urbanos, ya sea a través de préstamos garantizados con la hipoteca correspondiente o mediante la adquisición directa de dichas fincas.

Las cédulas hipotecarias han alcanzado elevadas cifras en su circulación, lo que ha ocasionado que ante la falta de mercado de estos títulos se haya provocado una baja excesiva de los mismos. Con este motivo, en los últimos meses de 1946 la Secretaría de Hacienda y

²¹ Comisión Nacional Bancaria.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

Crédito Público, por conducto de la Comisión Nacional Bancaria, ha restringido la emisión de estos títulos.

En la siguiente forma puede apreciarse la constante elevación de la circulación de estos valores:

1933	\$ 512,000.00	1940	\$ 49.972,000.00
1934	2.842,000.00	1941	96.474,000.00
1935	6.220,000.00	1942	105.080,000.00
1936	10.865,000.00	1943	102.473,000.00
1937	17.309,000.00	1944	111.118,000.00
1938	19.299,000.00	1945	162.910,000.00
1939	28.715,000.00	1946	193.958,000.00 (agosto) ²²

Por lo que hace a los bonos hipotecarios, su circulación se ha presentado en la siguiente forma:

1942	\$ 526,000.00
1943	21.233,000.00
1944	63.274,000.00
1945	114.574,000.00
1946	126.784,000.00 (junio) ²³

Cabe decir que los bonos hipotecarios emitidos por el Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, no incluídos en la relación anterior, han sido instrumento de financiamiento de obras públicas, principalmente municipales en el interior del país, tales como las construcciones de mercados, parques, sistemas de saneamiento e introducción de agua potable, etc. La circulación de estos títulos ha sido la siguiente:

1934	\$ 5.250,000.00	1941	\$ 17.858,700.00
1935	6.554,000.00	1942	21.028,400.00
1936	7.141,000.00	1943	27.183,000.00
1937	8.183,000.00	1944	57.599,600.00
1938	9.874,000.00	1945	88.958,000.00
1939	11.001,000.00	1946	128.175,400.00 (sept.) ²⁴
1940	13.131,000.00		

²² Comisión Nacional Bancaria.

²³ Comisión Nacional Bancaria.

²⁴ Comisión Nacional Bancaria.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Los bonos comerciales

Los bonos comerciales, títulos emitidos por las sociedades financieras, se encuentran garantizados en forma prendaria sobre letras de cambio o pagarés, procedentes de ventas en bonos, que le han sido transmitidos a la institución.

En los últimos años la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, atendiendo a la alza de precios y escasez de mercancías nuevas susceptibles de venderse en esta forma, restringió las emisiones de estos títulos.²⁵ Puede apreciarse la limitada circulación de estos valores, en el siguiente cuadro:

1941	\$ 8.607,000.00
1942	12.738,000.00
1943	3.166,000.00
1944	2.187,000.00
1945	2.810,000.00
1946	3.849,000.00 (junio) ²⁶

Las obligaciones

Las sociedades anónimas, haciendo referencia a las empresas industriales y comerciales, entre las formas de financiamiento a que pueden acudir, al lado de la emisión de acciones comunes y preferentes, cuentan con la posibilidad de emitir obligaciones, que, por lo general, garantizan con hipoteca constituida sobre bienes de su propiedad.

Esta forma de financiamiento, sin duda la más importante, aunque todavía poco empleada en México, consiste en la canalización de fondos provenientes del mercado de capitales hacia la adquisición de maquinaria, construcción de plantas, financiamiento del proceso de producción, en general, expansión de la capacidad productiva de la empresa, y en algunas ocasiones para la consolidación de pasivo a cargo de la misma empresa.

²⁵ *Seis Años de Actividad Nacional*, p. 338.

²⁶ Comisión Nacional Bancaria.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

Ya se indicó en páginas anteriores que en México la capitalización de las empresas normalmente no se efectúa a través de la colocación de sus acciones y obligaciones entre un número indeterminado de inversionistas. Pues cuando las sociedades intentan tal forma de capitalización, en particular la venta de sus obligaciones, tropiezan con obstáculos de diversa naturaleza. Estos obstáculos, en la mayoría de los casos, consisten en el defectuoso acceso que tienen estos títulos en el mercado de valores, esto es, defectos en el mecanismo de inversión, unas veces propios del mismo mercado de valores, y otras, específicos de dichos títulos; la deficiente oferta de capitales que acuden a este mercado dispuestos a la inversión en estos valores; y, las diversas tasas de interés que aun dentro del mercado de capitales ofrecen marcadas fluctuaciones, misma variedad que redundan en perjuicio de los empresarios.

La distribución de estos valores, entendiendo por esta actividad las funciones de garantía, compra en firme, suscripción, organización de sindicatos de compra y venta, etc., que corresponden principalmente a las sociedades financieras, normalmente no se lleva a cabo en forma íntegra, pues, o bien se reduce a su colocación en masa, circunstancia que dificulta gravemente su circulación, entre grupos muy reducidos, que generalmente son aquellos bancos vinculados financieramente con la empresa, los que casi siempre imponen condiciones onerosas de colocación o adquisición, o bien se limitan a la simple colocación, omitiéndose toda regulación en el mercado, permitiendo así fluctuaciones que fomentan la especulación y lesionan el crédito del emisor.

No obstante el reciente incremento de los negocios, la importante elevación de las ganancias de las empresas industriales, y, por consiguiente, por una parte, el aumento proporcional de capitales dispuestos a la inversión directa en este tipo de actividades, y, por la otra, el aumento de toda clase de reservas de dichas sociedades, que significan fuentes internas de financiamiento, puede decirse que las emisiones de obligaciones en los últimos cinco años han venido acusando un

EL TRIMESTRE ECONOMICO

constante aumento, y al finalizar el año de 1946, se puede calcular que ya pasan de \$ 250.000,000.00 el valor de tales obligaciones en circulación, cifra que rebasa el importe de cualquier otra clase de valores privados de renta fija.

Es conveniente anotar que a pesar de la importancia de esta suma, esto no ha significado una colocación auténtica en el mercado, sino más bien, en una buena parte se ha traducido en una forma de documentación diversa de créditos a corto o a largo plazo. También resulta interesante señalar que de esta estimación, más del 50% del valor de estas obligaciones proviene de no más de seis sociedades.

Los valores gubernamentales

La Deuda Pública juega en las finanzas modernas un papel estabilizador, y, en las condiciones especiales de México, se ha presentado como un recurso para su desarrollo económico, tanto en el fomento industrial como en otros órdenes.

De acuerdo con los economistas modernos, el financiamiento de los gastos públicos necesarios para alcanzar la ocupación plena puede efectuarse a través de empréstitos del Estado. También se considera que la Deuda Pública puede ser un medio adecuado como instrumento de política fiscal.

El Gobierno de México, en los últimos diez años, ha tratado de manejar su Deuda Pública Interna con gran cuidado. Con esta idea ha procurado rodear las emisiones de bonos gubernamentales de garantías específicas, y que el producto de ellas también se dedique a fines específicos y precisamente de carácter productivo para la comunidad. Por otra parte, el cumplimiento exacto de los servicios de estos títulos se trata de que sea otro factor de aceptación.

Los valores gubernamentales se encuentran exentos de toda clase de impuestos, tanto federales como estatales. Esto los hace más atractivos en cuanto proporcionan una rendimiento neto superior al que se obtiene a través de otros valores privados normalmente muy apreciados, como las cédulas y los bonos hipotecarios.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

Tanto el Banco de México como la Nacional Financiera han venido dando apoyo decidido al mercado de estos títulos, frente a una defectuosa absorción por parte del público, a fin de evitar el riesgo de que los programas gubernamentales de obras públicas pudieran entorpecerse o limitarse al monto de los valores que absorbiera el público, puesto que buena parte de las emisiones se han dedicado a ese objeto. Este apoyo se ha manifestado en la adquisición directa de dichos valores, a pesar de que ello significó, tratándose del Banco de México, aumento de la circulación monetaria. También se ha manifestado este apoyo en la adquisición y venta con fines de regulación de los precios de dichos títulos.

El Banco de México, en el año de 1945, celebró un convenio con los bancos de depósito del país para facultarlos a efecto de que pudieran invertir el 10% del depósito obligatorio que deben mantener en el banco, en valores gubernamentales.²⁷

Por lo que hace a Nacional Financiera, aparte del importante apoyo que ha prestado a estos títulos a través de medidas de regulación de sus precios, desde el año de 1941 ha venido lanzando a la circulación certificados de participación, cuyos fondos comunes, en una gran parte se integran con valores gubernamentales.

Siendo que los valores del Estado significan la base de los mercados de valores de cualquier país y desempeñan, entre otras funciones, la de regular el volumen de las inversiones y la tasa de interés a largo plazo, en estos aspectos el sistema económico de México ha resentido los consiguientes perjuicios al no obtenerse la fácil colocación de estos títulos que permitiera la realización de esas funciones.

La resistencia del público, que en una gran parte se ha vencido, para absorber esta clase de valores se ha venido fundando en una desconfianza que no tiene razón de ser. Efectivamente, en teoría no

²⁷ Con base en el artículo 35 de la Ley Orgánica del Banco de México, los bancos de depósito y ahorro están obligados a mantener en el mismo Banco de México un depósito equivalente al 50% de los depósitos a la vista, a plazo o en cuenta de ahorros.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

existe posibilidad de que el Estado, cuando cuenta con un banco central emisor de papel moneda y goza de un poder tributario suficiente, abandone los servicios de su deuda interna, a más de que los ingresos estatales constantemente van aumentando al efectuarse obras públicas que incrementan la capacidad productiva del país. Si bien es cierto que el Gobierno en el pasado no hizo honor a sus compromisos a causa del movimiento revolucionario que se inició en 1910 y de sus consecuencias, desde hace algunos años ha puesto especial empeño en reanudar los servicios de su Deuda Pública Exterior e Interior, así como ha tomado las medidas más adecuadas para proporcionar al inversionista privado en esta clase de valores, el máximo de seguridad.

En esta forma, el Gobierno Federal ha celebrado sendos convenios sobre la Deuda Exterior denominada Deuda Directa, compuesta de quince diversas emisiones, y la que se ha llamado Deuda de los Ferrocarriles, formada por diecinueve emisiones. Sobre esta base se ha intentado reanudar los pagos correspondientes, conformándose las obligaciones con la capacidad de pago de la Nación.

Por otro lado, a través de reformas a la fracción VIII del artículo 73 y a la fracción VIII del artículo 117 de la Constitución, se ha establecido que el Gobierno Federal, los gobiernos de los Estados o los Municipios, no podrán concertar empréstitos sino para la ejecución de obras materiales que estén destinadas a producir directamente un incremento de sus ingresos. Con esto se quiere evitar que los fondos obtenidos a través de los empréstitos se apliquen a otros fines que no sean de interés público y que en última instancia sean improductivos.

Con anterioridad a estas reformas, los valores que las entidades federativas han emitido, en la mayoría de los casos, han sido avalados por el Gobierno Federal, ascendiendo al 31 de diciembre de 1945, el monto de estas últimas emisiones a \$ 63,345,018.64²⁸

La Deuda Interior Titulada, al 30 de junio de 1946, ascendía a \$ 833,238,091.33, y se encuentra representada por los siguientes va-

²⁸ *Seis Años de Actividad Nacional.*

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

lores: Bonos de Caminos, Bonos de Riego Convertidos, Bonos de Riego no Convertidos, Bonos de Ferrocarriles, Bonos de la Industria Eléctrica, Bonos de Obras Públicas, Bonos de Puertos Libres, Bonos Deuda Interior Cuarenta Años, Bonos Deuda Bancaria, Certificados de Bancos de 2ª Categoría, Bonos Deuda Agraria y Pagarés de las juntas de Mejoras Materiales Avalados por el Gobierno Federal.²⁹

Es de suponerse fundadamente que las medidas tomadas por el Gobierno Federal antes enunciadas, se manifestarán en el futuro en una constante mejoría en la aceptación de los valores gubernamentales, redundando tal circunstancia en el progreso y bienestar de México.

La Bolsa de Valores de México, S. A.

La Bolsa de Valores de México, S. A., organización auxiliar de crédito, opera bajo la autorización que le otorgó la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en el año de 1933. La Ley de Instituciones de Crédito de 1932 al introducir reformas a la legislación mercantil en materia de moneda y crédito, se avocó el problema de reglamentar el funcionamiento de las bolsas de valores.

Las bolsas de valores en México tienen por objeto inscribir los valores que pueden ser objeto de operación en bolsa, certificar las cotizaciones de las operaciones sobre los mismos títulos, establecer locales adecuados para que sus socios lleven a cabo operaciones sobre los valores inscritos, fomentar las transacciones sobre valores y procurar el mejor y más firme desarrollo del mercado respectivo.³⁰

Ya se expresó antes que la Bolsa de Valores de México, S. A., no refleja el volumen principal de las operaciones sobre valores, o sea que el mayor movimiento se realiza de ordinario en el mercado libre. En las siguientes cifras puede apreciarse cuál ha sido el volumen de las operaciones realizadas en la Bolsa de Valores de México, S. A.:

²⁹ *Seis Años de Actividad Nacional.*

³⁰ Reglamento de 15 de febrero de 1933.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

1933	\$ 1.789,373.25
1934	3.649,657.25
1935	1.729,630.50
1936	2.589,775.37
1937	5.743,710.20
1938	1.890,289.05
1939	1.213,650.00
1940	5.050,820.62
1941	10.876,217.63
1942	9.652,916.75
1943	12.419,303.50
1944	8.041,647.50
1945	16.746,483.24
1946	11.926,752.63 (noviembre)

La situación deficiente de la Bolsa de Valores de México, S. A., motivó la creación de una comisión mixta integrada por representantes de la misma bolsa de valores, de la Asociación de Banqueros de México y del Gobierno Federal. Las conclusiones de esta comisión se expresaron en el informe que rindió en julio de 1945, en el que se decía: "La falta de desarrollo de la Bolsa no se debe a defectos básicos de organización, pues tanto su escritura social y estatutos como su concesión y reglamento interior, son bastante amplios para admitir un volumen prácticamente ilimitado de operaciones y suficientemente elásticos para permitir su fácil modificación cuantas veces lo exijan las circunstancias".⁸¹

La Comisión Nacional de Valores

Por Decreto de 12 de febrero de 1946 se creó la Comisión Nacional de Valores. Al enviarse la iniciativa del decreto correspondiente al Congreso de la Unión, el Ejecutivo Federal dijo: "Hace tiempo se ha considerado que es conveniente unificar en un solo organismo facultades ahora dispersas en diversas autoridades e instituciones, relativas al control del Estado que está obligado a mantener para

⁸¹ La Bolsa de Valores de México, S. A.

EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

ofrecer a los tenedores de valores mexicanos un mínimo de seguridades y garantías”.

Antecedentes de este decreto se tienen en la Ley que Establece Requisitos para la Venta al Público de Acciones de Sociedades Anónimas, el 30 de diciembre de 1939. En esta ley se trató de proteger al público de las ofertas indeterminadas de acciones, de los engaños de que pudieran ser víctimas los grupos menos preparados de la colectividad al ofrecerse acciones de sociedades cuya constitución no garantizara los intereses de los nuevos socios. La comisión creada por este ordenamiento, fué suprimida legalmente mediante el decreto que estableció la Comisión Nacional de Valores.

Este organismo se integra por un representante de cada una de las siguientes entidades: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Secretaría de la Economía Nacional, Nacional Financiera, S. A., Banco de México, S. A., Comisión Nacional Bancaria, Bolsa de Valores de México, S. A., Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, S. A., y Asociación de Banqueros de México.

La Comisión Nacional de Valores, organismo autónomo del Gobierno Federal, de acuerdo con el decreto mencionado y con su reglamento de 2 de julio de 1946, tiene por objeto:

- a) Aprobar el ofrecimiento de títulos y valores mexicanos, para su venta en el extranjero, conforme al Decreto de fecha 20 de junio de 1945;
- b) Determinar, con sujeción a las leyes respectivas, los títulos y valores que pueden adquirir las compañías de seguros como inversión de sus reservas.
- c) Aprobar o vetar, en su caso, la inscripción en bolsa de títulos o valores;
- d) Aprobar, en la forma que señale un reglamento especial, el ofrecimiento al público de valores no registrados en bolsa;
- e) Aprobar las tasas máximas y mínimas de interés de las emi-

EL TRIMESTRE ECONOMICO

siones que en el futuro se hagan de cédulas y bonos hipotecarios, bonos generales y bonos comerciales de sociedades financieras y obligaciones emitidas por conducto o con el aval de las sociedades financieras;

- f) Opinar, a solicitud de la Comisión Nacional Bancaria o de Nacional Financiera, S. A., acerca de la admisión de nuevos socios en las bolsas de valores o sugerir a dichas instituciones la exclusión de determinados socios;
- g) Opinar, a solicitud también de la Comisión Nacional Bancaria o de Nacional Financiera, S. A., acerca de los reglamentos que normen el funcionamiento de las bolsas de valores y hacer sugerencias a las mismas entidades sobre las modificaciones que deben introducirse;
- h) Formar el Registro Nacional de Valores aprobados.

Mediante la información que la comisión obtiene de las empresas emisoras de los valores cuya aprobación se somete a su consideración, aprecia tanto la legalidad en el funcionamiento de las sociedades como la emisión de dichos títulos. Asimismo, a través de datos contables verifica que los valores ofrezcan un mínimo de garantía y seguridad a los inversionistas. A través de los informes periódicos que la misma comisión recibe, se vigila el funcionamiento de los emisores de los valores registrados en dicho organismo.

El Decreto de 20 de junio de 1945, cuya aplicación compete actualmente a la Comisión Nacional de Valores, en su Considerando dice que "el desarrollo industrial y financiero del país ha abierto la posibilidad de que los valores privados emitidos por empresas mexicanas se coloquen en los mercados extranjeros, pero que es conveniente que los que con ese objeto se ofrezcan en dichos mercados tengan por una parte las características adecuadas y, por la otra, presenten las seguridades indispensables para que no sufra el crédito de nuestro país en el extranjero, circunstancias ambas que toca verificar al Gobierno nacional".