



UNIVERSIDAD PANAMERICANA

SEDE GUADALAJARA

"REGULACIÓN EN MATERIA DE
INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN
MÉXICO Y LOS ESTADOS UNIDOS DE
NORTEAMÉRICA"

LILIANA SANDOVAL FALCÓN

Tesis presentada para optar por el Título de Licenciado en
Derecho con Reconocimiento de Validez Oficial de
Estudios de la SECRETARÍA DE EDUCACIÓN PÚBLICA,
según acuerdo número 36809 con fecha 13-VIII-86.

Zapopan, Jalisco. Abril de 2000.

CLASIF: _____

ADQUIS: 50070

FECHA: 22/Mayo/03

DONATIVO DE _____

l \$ _____





UNIVERSIDAD PANAMERICANA

SEDE GUADALAJARA

**"REGULACIÓN EN MATERIA DE
INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN
MÉXICO Y LOS ESTADOS UNIDOS DE
NORTEAMÉRICA"**

LILIANA SANDOVAL FALCÓN

Tesis presentada para optar por el Título de **Licenciado en
Derecho** con Reconocimiento de Validez Oficial de
Estudios de la SECRETARÍA DE EDUCACIÓN PÚBLICA,
según acuerdo número 86809 con fecha 13-VIII-86.

Zapopan, Jalisco. Abril de 2000.



UNIVERSIDAD PANAMERICANA

SEDE GUADALAJARA

ESCUELA DE DERECHO

DICTAMEN DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

C. LILIANA SANDOVAL FALCÓN

Presente

En mi calidad de Presidente de la Comisión de Exámenes Profesionales y después de haber analizado el trabajo de titulación en la opción TESIS titulado: **“REGULACIÓN EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN MÉXICO Y LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA”** presentado por usted, le manifiesto que reúne los requisitos a que obligan los reglamentos para ser presentado ante el H. Jurado del Examen Profesional, por lo que deberá entregar siete ejemplares como parte de su expediente al solicitar el examen.

Atentamente

EL PRESIDENTE DE LA COMISIÓN



LIC. ALBERTO JOSÉ ALARCÓN MENCHACA

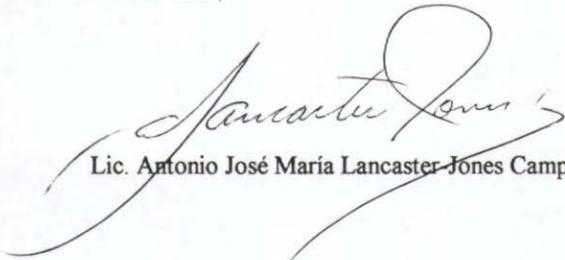
Guadalajara, Jalisco, a 19 de enero del 2000

Lic. Alberto Alarcón Menchaca
Director de la Escuela de Derecho
Universidad Panamericana
P R E S E N T E

Por medio de la presente, comunico a usted que LILIANA SANDOVAL FALCÓN ha concluido el proyecto de tesis "Regulación en Materia de Información Privilegiada en México y los Estados Unidos de Norteamérica" para obtener el título de Licenciado en Derecho ante la Universidad Panamericana, Sede Guadalajara, mismo que he asesorado desde el mes de marzo de 1999 y se somete a esta Universidad para revisión.

Sin más por el momento, estoy a sus órdenes para cualquier duda o comentario.

Atentamente,



Lic. Antonio José María Lancaster-Jones Campero

A mis padres, con profundo amor,
por todo lo que he aprendido de ellos.

A mi hermana Fanny, con admiración,
por su apoyo y por ser mi ejemplo a seguir.

Al Lic. Abel E. Caro Sandoval,
por estar siempre a mi lado a pesar de la distancia.

A mis amigos de la Universidad Panamericana,
por su amistad sincera y la etapa que vivimos juntos.

ÍNDICE

	<u>Página</u>
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I: CONCEPTOS GENERALES	
1.1 El Mercado de Valores.	4
1.2 Confiabilidad y veracidad, elementos que motivan al inversionista a participar en el Mercado de Valores.	7
1.3 La información privilegiada.	8
1.3.1 Abusos de información privilegiada.	10
1.3.2 Personas que comenten abusos con información privilegiada.	11
1.4 El papel de la regulación de información privilegiada.	16
CAPÍTULO II: REGULACIÓN EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN MÉXICO	
2.1 Antecedentes del mercado de valores en México.	19
2.2 Evolución legislativa.	25
2.2.1 Decreto publicado el 28 de diciembre de 1983, mediante el cual se adiciona el artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores.	25
2.2.2 Disposiciones de carácter general emitidas por la Comisión Nacional de Valores.	32
a) Antecedentes de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) ..	32

b) Organización y naturaleza de la CNBV.	34
c) Facultades de la CNBV.	36
d) Circular 11-12 que establece criterios generales en materia de información privilegiada.	38
e) Circular 11-11 relativa a la información que debe proporcionarse a la Comisión Nacional de Valores, al público inversionista y, en su caso, a la Bolsa de Valores.	39
2.2.3 Decreto del 28 de diciembre de 1989 mediante el cual se adicionan los artículos 16 bis al 16 bis 8 de la Ley del Mercado de Valores.	41

CAPÍTULO III: REGULACIÓN VIGENTE EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

3.1 Regulación vigente.	53
3.1.1 Decreto del 13 de julio de 1993 por el cual se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores.	54
a) Artículos 16 bis al 16 bis 8, que definen y sancionan el uso de información privilegiada.	55
b) Delitos en materia de información privilegiada.	61
3.1.2 Circular 11-28 dirigida a las sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a las Bolsas de Valores.	66
3.2 Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros.	71
3.2.1 La Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF).	72
3.2.2 Procedimiento de conciliación y arbitraje ante la CONDUSEF.	73

CAPÍTULO IV: REGULACIÓN EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO COMPARADO: ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA

4.1- El Mercado de Valores en Estados Unidos de Norteamérica.	77
4.1.1- Desarrollo del mercado de valores en Estados Unidos.	77
4.1.2-La <i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC).	81
a) Objeto de la <i>Securities and Exchange Commission</i>	81
b) Organización de la SEC.	82
c) Facultades de la SEC.	84
4.2- Evolución legislativa.	86
4.2.1- <i>Securities Act</i> de 1933 (Ley de Valores de 1933).	88
4.2.2- <i>Securities Exchange Act</i> de 1934 (Ley de bolsas de valores de 1934).	90
a) Sección 10: Regulación al uso de artefactos manipuladores y engañosos.	90
b) Sección 16: Directores, Funcionarios y Accionistas principales.	91
c) Sección 20 A: Responsabilidad derivada de transacciones con información privilegiada.	92
d) Sección 21 A: Sanciones por efectuar operaciones con información privilegiada.	94
4.2.3- Regla 10b-5: Uso de medios manipuladores y engañosos.	96
4.3- Casos relevantes en materia de información privilegiada.	97
4.3.1- <i>In the matter of Cady, Roberts & Co.</i>	98
4.3.2- <i>Chiarella v. United States</i>	99
4.3.3- <i>Dirks v. Securities and Exchange Commission</i>	100
4.3.4- <i>United states v. O'Hagan</i>	102
CONCLUSIONES	108
BIBLIOGRAFÍA	112

INTRODUCCIÓN

El mercado de valores está integrado por una serie de mecanismos que ponen en contacto tanto a oferentes como a demandantes de valores, productos y divisas. Dentro de este mercado, los oferentes son las empresas emisoras de valores, y los demandantes son los inversionistas, a quienes de manera colectiva se les denomina el público inversionista. Este mercado cumple con un papel importante dentro de la economía de nuestro país, ya que constituye una fuente de financiamiento, tanto para las empresas públicas o privadas que emiten valores, como para el Gobierno Federal y el público inversionista. Por una parte, para las empresas el mercado de valores constituye una fuente de recursos de deuda y de capital, con lo cual pueden respaldar ya sea sus operaciones o sus planes de expansión. Por otra parte, este mercado ofrece a los inversionistas distintas alternativas de inversión, por medio de las cuales pueden obtener rendimientos, en las cuales se incluye un determinado grado de riesgo.

Para el sano desempeño del mercado de valores, es indiscutible la necesidad de que exista información clara y precisa que, además, sea proporcionada al público inversionista sobre bases uniformes. De esta manera, los inversionistas pueden conocer y comparar las características de los diferentes valores que en él se ofrecen. La importancia de la información radica en que el inversionista actúa en el mercado de valores en base al análisis que lleva a cabo de la información a la que tiene acceso. En consecuencia, es de suma importancia que esta información sea confiable, oportuna, relevante y suficiente.

A pesar de que el público inversionista tiene acceso a información de diversa naturaleza sobre los valores que se negocian, las sociedades emisoras que intervienen y los sectores de las industrias, y que esta información es de carácter público y debe de ser utilizada en la participación en el mercado de valores, existe también cierta información de naturaleza interna de las sociedades emisoras, la cual únicamente es conocida por

determinadas personas que, debido a su posición o relación con la emisora, gozan de una ventaja sobre el resto de los inversionistas.

En nuestro Derecho, esta información interna recibe el nombre de información privilegiada, debido a que se trata de conocimientos que aun no han sido revelados al público inversionista, de naturaleza confidencial, que se refieren a los valores o a las emisoras de éstos y que son capaces de influir en el precio de los valores. El problema no es la existencia de esta información o que determinados funcionarios o empleados tengan acceso a ella, sino que el problema se presenta ante los abusos cometidos con esta información. No podemos negar que desde que surgen los mercados de valores han existido personas que teniendo conocimientos no difundidos entre el público inversionista, se aprovecharon de ellos para obtener mayores ganancias. Los abusos de información privilegiada son aquellas transacciones realizadas en base a esta información, para obtener un beneficio o evitar una pérdida, con valores cuyo precio pueda ser influido por esa información.

El objeto de la presente investigación es analizar cuál ha sido la evolución de la regulación en materia de información privilegiada en México, es decir, cuál ha sido la solución que se ha adoptado en nuestro país para combatir los abusos de información privilegiada. Para lograr este objetivo primeramente señalamos cuáles son los conceptos generales que se relacionan con la materia de información privilegiada. Posteriormente, presentamos de manera cronológica cuáles han sido las disposiciones legales que han regulado en nuestro país los abusos de información privilegiada. Como lo veremos en el desarrollo de esta investigación, principalmente se trata de reformas a la Ley del Mercado de Valores y de circulares que han sido emitidas por la Comisión Nacional de Valores.

En la última parte de nuestra investigación explicamos, en términos generales, cuál ha sido la regulación de los abusos de información privilegiada en Estados Unidos de Norteamérica, a los cuales se les denomina *insider trading*. Consideramos importante que se dedicara una parte de la presente investigación a este país, debido a que el mercado de valores norteamericano se ha consolidado como uno de los mercados más sólidos y más

importantes a nivel mundial, además de la evidente cercanía con nuestro país y su consecuente influencia.

La grave consecuencia de los abusos de información privilegiada es que ocasionan un perjuicio a nuestro mercado de valores, ya que debilitan la confianza del público inversionista, además de que implican una actuación poco ética dentro del mercado de valores, al no ofrecerse las mismas oportunidades al público inversionista.

Respecto de la confianza del inversionista, podemos señalar que es otro elemento o factor que es igualmente indispensable para el sano funcionamiento y crecimiento de todo mercado de valores. Esta confianza se traduce en la seguridad que el mercado de valores proporciona al inversionista, a través de un soporte legal o marco jurídico que garantice que dentro del mercado se ofrecen las mismas oportunidades de inversión en un plano igualitario, de manera tal que la participación de los inversionistas se de bajo las mismas circunstancias competitivas. En la medida en que un mercado de valores proporcione una mayor confianza al público inversionista, habrá una mayor participación en ese mercado y se logrará una mayor captación y canalización de recursos. El efecto contrario se presenta ante el supuesto opuesto, que un mercado no proporcione suficiente confianza al inversionista: al existir cierto temor, éste se retirará de dicho mercado en busca de otro que sí le proporcione esta confianza.

Es importante que no perdamos de vista que la finalidad de la Ley del Mercado de Valores es lograr la igualdad de oportunidades para los inversionistas participantes en el mercado de valores. La actuación beneficiada con información privilegiada impide que se alcance esta finalidad, ya que viola el principio de igualdad de oportunidades generales y no propicia una situación equilibrada en el mercado de valores. Las autoridades y los participantes en el mercado deben procurar y preservar en todo momento la credibilidad de dicho mercado.

CAPÍTULO I: CONCEPTOS GENERALES

1.1 El Mercado de Valores.

A través del mercado de valores se lleva a cabo la negociación de títulos de crédito, tanto individuales (los cuales representan muy pocas operaciones) como los emitidos en serie (con los cuales se efectúan la mayor parte de las operaciones), principalmente en la bolsa de valores, o por medio de agentes de bolsas, casas de bolsa e instituciones de crédito.¹ Para Jorge Savransky, el mercado de valores es aquél en el que se negocian títulos valores públicos o privados, constituyendo un mecanismo institucionalizado para lograr la canalización del ahorro y la inversión.²

Como lo explica Martín Marmolejo González, en cualquier mercado de valores, sin importar el país del que se trate, el término "iniciar actividades" en un día significa que representantes de compradores y vendedores, a los cuales se les llama corredores, se reúnen para que, de acuerdo con principios, políticas y procedimientos ya establecidos, desarrollen su mejor esfuerzo para comprar y vender a los mejores precios que sea posible dentro de las circunstancias, las acciones y demás valores solicitados por los clientes que representan estos corredores.³

Dentro de un mercado de valores, existen dos tipos de mercado, el mercado primario y el mercado secundario. El mercado primario está integrado por el conjunto de operaciones a través de las cuales se ofrece al público por primera vez la venta de valores, cuyo pago respectivo ingresará directamente a la empresa que los emite como ingresos nuevos. Por otro lado, el mercado secundario está integrado por aquéllas operaciones de compra y venta

¹ Acosta Romero, Miguel, Nuevo Derecho Bancario, Ed. Porrúa, México, 1997, p.981.

² Savransky, Jorge, Elementos del Derecho Comercial, Ed. Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma, Buenos Aires, 1988, p.51.

³ Marmolejo González, Martín, Inversiones: Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía, Ed. Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C., México, 1991, p. 5

de valores que se realizan diariamente, con valores que ya han sido colocados entre el público inversionista. La denominación de mercado secundario responde a que en estas operaciones no intervienen las empresas emisoras de los valores.⁴ Ambos mercados se encuentran estrechamente relacionados, y se complementan entre sí.

En México el mercado de valores se divide en dos partes: el mercado de dinero y el mercado de capitales. El primero comprende todos los instrumentos de deuda que sean emitidos por las sociedades mercantiles y por el Gobierno Federal, por ejemplo los Certificados de la Tesorería de la Federación, los pagarés bursátiles y bancarios, las obligaciones y los bonos de prenda. En esta sección del mercado de valores se llevan a cabo inversiones a corto plazo, que implican riesgos moderados para los inversionistas que en él participen.⁵

Por otra parte, el mercado de capitales reúne a todas las acciones del capital social de las personas morales que coticen en bolsa, y algunos instrumentos cuyos plazos de vencimiento sean extensos. A diferencia del mercado de dinero, los plazos de recuperación y ganancia de las inversiones son largos, y el riesgo es muy alto para el inversionista que permanezca en él por un corto tiempo.⁶ Este riesgo significa que el inversionista no tiene asegurado el pago de intereses, sino que normalmente se va por dividendos o por interés de obligaciones.

Inicialmente, los mercados financieros fueron creados con la finalidad de que las compañías obtuvieran capital y financiamiento, lo cual es crucial para lograr un crecimiento y expansión.⁷ Actualmente, el mercado de valores representa una serie de beneficios para la economía, entre los que podemos señalar los dos siguientes.

En primer lugar, diversifica la propiedad de las empresas que participan en el mercado de valores entre un gran número de inversionistas, ya que el público tiene acceso a

⁴ Marmolejo González, Martín, *Op. cit.*, p. 32

⁵ Carvalho Yáñez, Erick, *Tratado de Derecho Bursátil*, Ed. Porrúa, México, 1997, p. 38

⁶ Carvalho Yáñez, Erick, *Op. cit.* p.38

⁷ Narrado por Smith, Luke F., *Un Principiante en Wall Street*, Ed. Sistemas de Información Contable y Administrativa Computarizados, S.A de C.V., México, 1997, p.5.

una serie de alternativas de inversión por medio de los diferentes instrumentos del mercado de valores. Los inversionistas compran acciones de empresas que consideran que tienen un futuro brillante, deseando adquirir parte de sus acciones. Una de las funciones del mercado de valores es precisamente facilitar estas transacciones, así como transferir, posteriormente, la propiedad de estas acciones.⁸

En segundo lugar, el mercado de valores promueve el ahorro y la inversión, ya que se desalienta el consumo y los gastos superfluos de los inversionistas que eligen participar en dicho mercado.

Es importante señalar que los mercados de valores son un mercado libre en el cual rige el sistema de precios. El precio, dentro de un mercado libre, es el resultado de la interacción entre compradores y vendedores, es decir, entre demandantes y oferentes. En consecuencia, en los mercados de valores los precios suben al existir más compradores que vendedores, y disminuyen cuando se da el fenómeno a la inversa.

Como lo explica Marmolejo González⁹ existe un gran número de razones por las cuales las personas venden valores. El autor cita, por ejemplo, la finalidad de obtener dinero para satisfacer una necesidad, la terminación del periodo durante el cual se mantenía una inversión determinada, o bien la percepción por parte del inversionista de una mejor alternativa de inversión. En cuanto a las razones por las cuales se realiza la compra o demanda de valores, el mismo autor explica que ésta puede darse porque el inversionista tiene excedentes de efectivo, o porque el comprador actúa con el propósito de aumentar su capital.

Continuando con las ideas de Marmolejo González, cualquiera que sea la razón que motive la participación del inversionista, éste actúa en base a una percepción que puede estar fundada en un correcto análisis en el cual utilizó información confiable, oportuna, relevante y

⁸ Smith, Luke F., *Op. cit.*, p.6

⁹ Marmolejo, González, Martín, *Op. cit.*, p. 14

suficiente.¹⁰ Por el contrario, la percepción del inversionista puede estar fundada en un análisis erróneo, debido a la utilización de información que no reúne las características de confiabilidad ni veracidad.

1.2 Confiabilidad y veracidad, elementos que motivan al inversionista a participar en el mercado de valores.

Cualquier persona que desee invertir en el mercado de valores no puede hacerlo de manera directa, por sí misma, sino que debe de entablar una relación con un asesor de bolsa¹¹, el cual canalizará sus recursos a través de la bolsa de valores. La relación entre el inversionista y su asesor de bolsa debe de basarse en la veracidad y la confiabilidad, ya que el asesor proporciona asesoría e información para lograr los objetivos del inversionista. La información proporcionada por el mercado de valores, a la cual el público inversionista tiene acceso, es determinante en la toma de decisiones, ya que como mencionamos en párrafos anteriores, el inversionista actuará basándose en un análisis fundado en información que él considera es confiable, oportuna, relevante y suficiente.

El público inversionista tiene acceso a una gran variedad de fuentes de información sobre inversiones. Entre estas fuentes pueden encontrarse los periódicos de negocios en general, que publican información completa sobre los precios de valores y noticias sobre empresas e industrias en particular, anuncios de ofertas de valores, noticias internacionales sobre los negocios y resúmenes de noticias nacionales. Por otro lado, la mayoría de las casas de bolsa cuentan con un departamento de investigación cuyo objetivo es proporcionar esta información financiera a sus clientes.

Robert W. Kolb señala que el Gobierno Federal de los Estados Unidos es una de las fuentes más difundidas de información confiable sobre la economía estadounidense¹², y que los inversionistas siguen esta información de cerca. El mismo autor señala que el

¹⁰ *Idem*, p. 14. En este caso, la utilización de información confiable, oportuna, relevante y suficiente aumentarán las probabilidades de éxito de la inversión realizada.

¹¹ Los asesores de inversiones son las Casas de Bolsa y sus representantes.

¹² W. Kolb, Robert, *Inversiones*, Ed. Limusa, México, 1997, p.177

Departamento de Tesorería y el Departamento de Comercio publican mensualmente artículos y estadísticas que examinan las tendencias en industrias en particular y en segmentos de las industrias.

Como lo hemos mencionado con anterioridad, el mercado de valores es un mercado libre en el cual rige el sistema de precios. Para el funcionamiento más óptimo de cualquier sistema de precios, deben darse los siguientes tres elementos o condiciones. En primer lugar, un número sustancial de participantes tanto del lado de la oferta como de la demanda. En segundo lugar, la libre movilidad de los recursos. En tercer lugar, el autor Marmolejo González explica que: "debe existir información abundante, oportuna, constante y accesible a todos los integrantes del universo en cuestión y al público en general, aunque no formen parte de este universo." ¹³

El mismo autor señala que si se cumplen las condiciones mencionadas en los tres puntos anteriores se producirá la siguiente consecuencia: "en cualquier momento cualquier persona o empresa (integrante o no del universo) puede empezar a participar en el mercado de que se trate (del lado de la oferta o de la demanda) y de esta manera influir en la fijación del precio."¹⁴

1.3 La Información Privilegiada.

A mediados de la década de los años setenta, y durante la década de los ochenta, el mercado de valores en México experimentó un gran crecimiento. En el año de 1975, el porcentaje del ahorro canalizado a través del mercado de valores fue insignificante. Diez años después, en 1985, el ahorro canalizado a través del mercado de valores representó más del 14% del ahorro total del país.¹⁵ Este crecimiento hizo posible la consolidación de las casas de bolsa y numerosas fortunas personales. Sin embargo, se cree que éstas últimas fueron, en gran medida, el resultado del uso de información privilegiada por parte de los

¹³ Marmolejo González, *Op. cit.*, p.94

¹⁴ *Idem.*

¹⁵ Cifras proporcionadas por Heyman, Timothy, en Inversión contra inflación, Tercera Edición,

intermediarios bursátiles, quienes realizaron operaciones con información que no se encontraba a disposición del público inversionista en general en México.

En los Estados Unidos, de igual manera una de las prácticas ilegales más comunes en el mercado de valores durante la década de los años ochenta fue la que se conoció como "operaciones con información confidencial", la cual ocurre cuando una persona relacionada a una sociedad emisora de valores, cuyos miembros supuestamente saben hechos que el público inversionista desconoce, usan esta información confidencial que poseen, ya sea para obtener ganancias o evitar una pérdida. Posteriormente, vino la caída de la bolsa, y únicamente quienes se encontraban dentro de las casas de bolsa pudieron retirar y modificar sus inversiones, mientras que los demás inversionistas que no tenían acceso a cierto tipo de información se vieron perjudicados por la repentina caída de la bolsa¹⁶.

De 1990 a 1993, la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores experimentó un aumento considerable, y con la posterior adopción del Tratado de Libre Comercio con América del Norte se estableció la posibilidad de que casas de bolsa y bancos extranjeros puedan operar en México. Por estas razones, fue necesario que el mercado de valores mexicano no quedara rezagado ante los mercados de otros países, y se actualizara para poder responder a las relaciones comerciales y financieras con el exterior.

Estas condiciones actuales del mercado de valores en México han manifestado que es indispensable que exista una claridad y transparencia informativa que proporcione seguridad a los inversionistas de que la información que se pone a su disposición es fidedigna y precisa, que todos tienen acceso a ella en un plano igualitario, y que se ofrecen las mismas oportunidades para todos los que deseen incursionar en el mercado bursátil.

Para definir qué es la información privilegiada, tomaremos conceptos doctrinarios como conceptos contenidos en la ley. Respecto de los primeros, señalamos la definición de Octavio Igartúa Araiza, quien señala que el concepto de información privilegiada es utilizado generalmente "para describir compras o ventas de valores de una emisora, realizadas por o a

¹⁶ Narrado por Smith, Luke F., *Op.cit.*, p. 113.

favor de una persona cuya relación con la propia emisora es tal, que puede tener acceso a información de importancia que no está disponible para el público en general".¹⁷

En México, el artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores contiene el concepto de información privilegiada, el cual se refiere a "el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento del público".

A diferencia de lo que sucede en nuestro país, como lo veremos en el cuarto capítulo de esta investigación, en Estados Unidos ni la doctrina ni la ley utilizan el concepto de "información privilegiada" o "información confidencial", sino que el término utilizado es el de "información material no pública" (*material nonpublic information*). Este concepto se define como cualquier tipo de información capaz de influir sobre un inversionista en su decisión respecto de la venta o compra de valores, la cual no está disponible para el público inversionista.¹⁸ Se trata de información de carácter interno de una empresa determinada, la cual aún no ha sido divulgada entre el público inversionista.

1.3.1 Abusos de información privilegiada.

Un abuso de información privilegiada ocurre cuando una persona que posee información privilegiada lleva a cabo operaciones, ya sea en su beneficio o de terceros, con cualquier clase de valores cuyo precio pueda ser influido por dicha información.

En el Derecho Anglosajón, los abusos de información privilegiada son definidos bajo el concepto de *insider trading*, el cual se refiere a transacciones efectuadas con acciones de empresas públicas, realizadas por personas que tengan información interna en la cual se

¹⁷ Igartúa Araiza, Octavio, Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano, Ed. Porrúa, México, 1998.

¹⁸ Macey, Jonathan R., SEC's Insider Trading Proposal: Good Politics, Bad Policy, Policy Analysis 101, publicado por The Cato Institute, 31 de marzo de 1998.

basaron para llevar a cabo dichas transacciones. Usualmente estas personas tienen un empleo dentro de la empresa, o se encuentran en una relación de confianza respecto de la misma.¹⁹

El *insider trading* usualmente se refiere a la compra o la venta de valores que realiza una persona en contravención a un deber de naturaleza fiduciaria u otra relación de confianza, poseyendo información material, no pública sobre los valores o sobre la sociedad emisora de dichos valores. En el Derecho Norteamericano, los abusos de información privilegiada se consideran un fraude con valores, debido a la relación de confianza que existe entre los accionistas de una empresa y los *insiders* que están enterados de determinada información confidencial.

Los abusos de información privilegiada pueden darse de distintas maneras, según el sujeto que haya tenido acceso a dicha información. En este sentido, el *insider trading* puede significar la obtención de ganancias directamente de la compra y venta de acciones; la obtención de ganancias a través de transacciones llevadas a cabo por familiares, amigos o socios de trabajo; o bien la transmisión de información confidencial a otras personas, quienes obtienen un beneficio al hacer uso de esta información.

Las operaciones con información privilegiada deben de evitarse, y la ley debe de regularlas debido a que debilitan la confianza del público inversionista, implican un rompimiento con una relación de confidencialidad entre la fuente de la información y el sujeto que se aprovecha de la información, además de que no se dan las mismas oportunidades para todos los que participan en el mercado de valores. Como señala Octavio Igartúa Araiza: "Es urgente realizar una revisión profunda del actual sistema de control y encontrar la forma de hacerlo eficaz." ²⁰

1.3.2 Personas que cometen abusos de información privilegiada.

¹⁹ Término del Black's Law Dictionary, Sexta Edición, West Publishing Company, 1991, p.547: "Term refers to transactions in shares of corporations by persons with inside or advance information on which the trading is based. Usually the trader himself is an insider with an employment or other relation of trust and confidence with the corporation."

²⁰ Igartúa Araiza, Octavio, *Op. cit.*, p.217

La persona que comete el abuso de información privilegiada, llamada en Estados Unidos *insider*, es aquella que tiene conocimiento de ciertos datos que no están a disposición del público en general, por ejemplo directores, gerentes, administradores, empleados de la bolsa o inclusive los parientes de éstos.²¹ Se trata de personas que se encuentran dentro de una empresa o sociedad, y debido a su posición profesional tienen acceso a cierta información respecto del valor de las acciones de la empresa y la utilizan para su beneficio.

El término de *corporate insider* es utilizado con frecuencia para referirse a todas las personas que están vinculadas con una sociedad emisora o con sus accionistas, incluyendo a los funcionarios, consejeros y empleados de la emisora. Este término también es utilizado para establecer una distinción entre estas personas y los *temporary insiders*, quienes no son funcionarios corporativos ni empleados de la sociedad emisora, sino prestadores de servicios que se relacionan de manera transitoria o temporal con la empresa, de tal manera que pueden llegar a adquirir información confidencial en virtud del servicio que prestaron a la sociedad. Dentro de esta clasificación se encuentran los despachos de abogados, de contadores, y en general cualquier asesor externo de la empresa.

En ocasiones las operaciones con información privilegiada no son llevadas a cabo directamente por el *insider*, sino que éste transmite la información a una tercera persona para que ésta realice las operaciones en base a esa información. A esta transmisión de información se le denomina *tipping*, y a los sujetos que intervienen reciben el nombre de *tipper* y *tippee*.

Un *tipper* es toda persona que posee información material no pública, y que lleva a cabo una divulgación selectiva de esta información, con la finalidad de efectuar operaciones con valores u obtener algún beneficio.²² Es decir, se trata de una persona que transmite la información privilegiada a otro sujeto, o un *insider* que da a conocer esta información.

²¹ Black's Law Dictionary, Sexta Edición, West Publishing Company, 1991, p. 546.

²² Concepto de Black's Law Dictionary, Sexta Edición, West Publishing Company, 1991, p. 1032.

En consecuencia, el receptor de la información transmitida por un *insider* es denominado *tippee*. Se trata de personas que de manera indirecta en el mercado de valores reciben información reservada y confidencial, la cual proviene de un *insider*, como por ejemplo periodistas o amigos y familiares.

De esta manera, existe una gran diversidad de sujetos que pueden tener acceso a información privilegiada: funcionarios, directores y empleados de una empresa que, al enterarse de hechos relevantes de naturaleza confidencial realizaron transacciones con las acciones de la propia sociedad a la que pertenecen; amigos y familiares de las personas enumeradas con anterioridad que recibieron dicha información; personal de otras empresas que recibieron tal información en virtud del servicio que prestaron a la sociedad emisora.

El elemento común entre estas personas es que tienen la facultad o la capacidad para conocer, ya sea directa o indirectamente, ciertos datos o hechos confidenciales antes de que se den a conocer de manera general, y que cometen un abuso de esta información reservada para lograr un beneficio o evitar una pérdida.

Es preciso señalar que muchas veces lo que motiva a un *insider*, o en su caso a un *tippee* a cometer un abuso de información privilegiada no es obtener una ganancia, sino evitar una pérdida en la que incurriría de no tener conocimiento de esa información privilegiada. El concepto de "pérdida evitada" es, precisamente, lo que un *insider* no perdió al realizar una operación con información privilegiada, cuando el resto del público inversionista incurrió en pérdidas debido a que no tenía conocimiento de dicha información.²³ También se comete una violación a una obligación de discrecionalidad y confidencialidad, en perjuicio del público inversionista.

Finalmente, no hay que perder de vista que, además del concepto de *insider*, existe un término para referirse a todas aquellas personas que, desde una posición o situación externa a la sociedad reciben la información privilegiada, ya sea por virtud de su profesión u

²³ La *Securities and Exchange Act* de 1934 define a la pérdida evitada como la diferencia entre el precio de compra o de venta de una acción y el precio de esa misma acción una vez que la información privilegiada ha sido hecha del conocimiento público.

otra razón diversa, y hacen uso de ella. A estas personas se les conoce como *outsiders*, ya que, a diferencia de los *insiders*, no acceden a la información confidencial desde el interior de la empresa.

En cuanto a los conceptos de información privilegiada que están contenidos en Ley, el artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores establece qué debemos entender por información privilegiada: “el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores materia de intermediación en el Mercado de valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento del público.”²⁴

La misma ley también señala que las personas que dispongan de información privilegiada deberán de abstenerse de efectuar operaciones en beneficio propio o de terceros, con cualquier clase de valores cuyo precio pueda ser influido por dicha información, en tanto ésta tenga el carácter indicado.²⁵

Posteriormente, la Ley del Mercado de Valores prevé en su artículo 16 bis 1, que se presume que las personas que se enumeran en dicho artículo pueden tener acceso a la información privilegiada. Éstas personas son las siguientes:

- a) Los miembros del consejo de administración, directivos, gerentes, factores, auditores externos, comisarios y secretarios de órganos colegiados de sociedades, cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- b) Los accionistas de esas sociedades que detentan el 10% o más del capital social de éstas.
- c) Los miembros del consejo de administración, directivos, gerentes y factores de las sociedades que detentan el 10% o más del capital social de sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

²⁴ Art. 16 bis, Ley del Mercado de Valores.

²⁵ Ley del Mercado de Valores, artículo 16 bis.

- d) Quienes presten servicios independientes a estas sociedades, sus asesores en general, así como los factores de cualquier sociedad que haya participado, asesorado o colaborado con una sociedad emisora.
- e) Quienes detenten el 5% o más del capital de Instituciones de Crédito, inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- f) Quienes detenten el 5% o más del capital de agrupaciones financieras o de Instituciones de Crédito y quienes detenten el control del 10% del capital de otras entidades financieras, cuando todas ellas formen parte de un grupo financiero y al menos uno de ellos sea emisor de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, así como los miembros del consejo de administración de Controladoras y los de entidades financieras anteriormente señaladas.

Dentro de la regulación de los Estados Unidos, la Regla 10 b-5 que fue emitida por la *Securities and Exchange Commission (SEC)* bajo la *Securities Exchange Act of 1934* (Ley de bolsas de valores de 1934) se establece que es ilegal para toda persona, ya sea de manera directa o indirecta, valerse de cualquier medio, instrumento de comercio, o cualquier instalación de cualquier bolsa de valores nacional que resulte en:

- a) El empleo de cualquier mecanismo, esquema o artificio para defraudar.
- b) Hacer cualquier aseveración incierta de un hecho relevante u omitir declarar un hecho relevante en relación a la aseveración hecha.
- c) Involucrarse en cualquier acto, práctica o negocio que opere o implique la comisión de un fraude o engaño a cualquier persona o venta de cualquier título valor.

De los conceptos de información privilegiada que hemos expuesto, podemos resaltar las siguientes características de la información privilegiada:

- (i) Se trata de conocimientos desconocidos por el público inversionista en general.

- (ii) Se refiere a valores (ya sean acciones, obligaciones o títulos de crédito que se emiten en serie o en masa y se negocian en el mercado de valores), a las emisoras de éstos, al mercado bursátil o a indicadores del mismo.
- (iii) Influye de manera determinante sobre la cotización de valores.
- (iv) Su abuso implica una violación a una obligación de confidencialidad y discrecionalidad, que se traduce en un beneficio para una persona determinada (quien tiene acceso a ello o bien un tercero) y en un perjuicio para el resto de los inversionistas.

1.4 El papel de la regulación de información privilegiada.

El papel de la regulación de información privilegiada debe ser otorgar estabilidad al sistema bursátil, ya que al haber confianza entre el público inversionista éste intervendrá en el mercado de valores. Esta confianza hará posible que el mercado de valores capte una mayor cantidad de recursos, pues de no existir esta confianza el inversionista retirará sus capitales y los enviará al extranjero.

Resumiendo lo expuesto en este capítulo, estimamos que es importante resaltar la función del mercado de valores como un mecanismo a través del cual se logra la canalización de inversiones. En nuestro país, el mercado de valores es asimismo un mercado libre, ya que el Estado únicamente interviene como regulador y orientador, y una parte muy significativa de las actividades es desarrollada entre los particulares. Dentro de este mercado libre rige el sistema de precios, lográndose así la interacción entre oferentes y demandantes de valores.

Sin embargo, el correcto funcionamiento y desarrollo del mercado de valores requiere de la existencia de una estructura legal que procure la confianza del inversionista, para lograr como resultado la obtención de una mayor aceptación de valores entre el

público inversionista. Dicha estructura legal o marco jurídico debe de garantizar que el mercado de valores ofrece oportunidades de inversión a aquellos futuros inversionistas en un plano igualitario. Es decir, bajo las mismas condiciones para todos, para que la participación sea bajo las mismas circunstancias.

Por las ideas expuestas con anterioridad, resulta patente que aquellas personas que tienen acceso a información que aún no ha sido transmitida o divulgada al público para su conocimiento, gozan de una ventaja sobre el resto de los inversionistas. Si esta ventaja es utilizada para obtener un beneficio, se comete un abuso a la confidencialidad de la información empleada. Este beneficio se traduce en un perjuicio para el público inversionista.

Los abusos de información privilegiada producen un menoscabo en la claridad y transparencia informativa que es indispensable en el mercado de valores. También ocasionan que la confianza del inversionista en el mercado disminuya o se pierda, con la grave consecuencia de que el inversionista retire su participación en dicho mercado y envíe sus capitales a un mercado extranjero que ofrezca la seguridad necesaria para que deposite en él su confianza.

En conclusión, el objeto de regular el uso de información privilegiada es procurar que todos los inversionistas tengan el mismo acceso a los posibles beneficios del mercado de valores, sujetos a los mismos riesgos. Debemos señalar aquí la necesidad de que nuestra legislación proteja a todas aquellas personas que inviertan en valores, estableciendo la efectiva revelación de información por parte de las sociedades emisoras, el control sobre los abusos de información privilegiada y las sanciones a quienes contravengan tales disposiciones legales.

CAPÍTULO II: REGULACIÓN EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN MÉXICO

La Bolsa de Valores puede definirse como una sociedad anónima de capital variable cuya función principal es facilitar las transacciones que se realicen con valores, propiciando el desarrollo del mercado.¹ Las Bolsas de Valores no llevan a cabo operaciones de crédito, ni celebran por sí mismas operaciones bursátiles, sino que su objetivo principal es proveer un lugar en el cual los miembros de la propia Bolsa puedan concurrir para realizar la compra y venta de valores a nombre y por cuenta de sus clientes.

Martín Marmolejo González la define como el lugar donde se desarrolla un mercado organizado de intermediarios que representan los intereses de particulares, sociedades mercantiles y del mismo Estado en el libre intercambio de valores, dentro de las reglas establecidas, tanto por este último a través de sus diversas dependencias, como por los intermediarios que participan en el propio mercado.²

La Ley del mercado de valores³ establece que las Bolsas de Valores tienen por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado respectivo a través de las actividades siguientes:

- a) Establecer locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y demanda de valores.
- b) Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores inscritos en bolsa, sus emisores y las operaciones que en ella se realicen.
- c) Hacer publicaciones sobre las materias señaladas en el inciso anterior.
- d) Velar por el estricto apego de las actividades de sus socios a las disposiciones que les sean aplicables.

¹ Villegas H., Eduardo y Ortega O., Rosa María, El Nuevo Sistema Financiero Mexicano, Ed. Pac, México, 1995, p.167

² Marmolejo González, Martín, *Op.cit.*, p.5

³ Ley del Mercado de Valores, artículo 29

- e) Certificar las cotizaciones en bolsa.
- f) Realizar aquéllas otras actividades análogas y complementarias de las anteriores que autorice la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

La Bolsa de Valores también puede definirse como el lugar en una determinada área geográfica donde se concentra el máximo número de operaciones y negociaciones del mercado de valores.⁴ De no existir, las negociaciones se fraccionarían en una serie de mercados pequeños e innumerables, los cuales serían inadecuados para que hubiera continuidad y solidez en las negociaciones.

En este capítulo se expondrán los antecedentes del mercado de valores en México, y posteriormente se analizará la evolución legislativa que nuestro país ha tenido en materia de información privilegiada, desde un punto de vista cronológico.

2.1 Antecedentes del mercado de valores en México.

Cervantes Ahumada⁵ señala que las Bolsas de Valores cuentan con una tradición hispana, en el sentido de que los mercados generales, o las bolsas de mercancías son una institución muy generalizada: los griegos la llamaron *emporium*, los romanos *collegium mercatorium*, mientras que los indígenas precolombinos les llamaron *tianguis*.⁶ Sin embargo, las “Lonjas” españolas son el antecedente de las Bolsas de Valores, ya que sus acciones eran considerados como papel comercial y se negociaban fácilmente. Se puede decir que realizaban operaciones bursátiles propiamente dichas, ya que cotizaban e intercambiaban tanto mercancías como valores.

La primera Bolsa de Valores moderna se estableció en Amberes en 1531, con la finalidad de terminar con las “Lonjas” públicas, agrupando en un solo lugar a comerciantes y a las operaciones que éstos realizaban con valores y mercancías.

⁴ Igartúa Araiza, Octavio, *Op. cit.*, p.228

⁵ Cit. por Erick Carvallo Yáñez, *Op. cit.*, p.134

⁶ En México, el intercambio de mercancías y valores se realizaba en el Tianguis de Tlatelolco, muchas veces de manera especulativa entre los habitantes de esta ciudad. Es del que se tienen mayores vestigios.

El mercado de valores en América Latina tiene un grado de desarrollo muy pobre en comparación con el de Europa y Estados Unidos, de manera que no tienen la misma importancia en el mercado financiero las bolsas latinoamericanas y las europeas o norteamericanas.

Las Bolsas de Valores latinoamericanas comparten algunos rasgos comunes, como, por ejemplo: su estructura como sociedades anónimas o equivalentes y que el capital social es aportado por los propios socios, quienes son los únicos que tienen acceso al recinto y a las operaciones ahí celebradas.

Por lo que concierne a nuestro país, durante la época de la Colonia las operaciones mercantiles estuvieron regidas por las Ordenanzas de Burgos y Sevilla, e inclusive las Ordenanzas de Bilbao. En este periodo no puede decirse que existía una materia bursátil propiamente dicha, ya que se encontraba dispersa en distintas disposiciones.

Miguel Acosta Romero⁷ explica que en 1862 existió un reglamento y unos estatutos de corredores, que establecían algunas juntas mercantiles y una Lonja de México. El mismo autor señala que, sin embargo, no fue sino hasta 1880 cuando se llevaron a cabo las primeras operaciones bursátiles, las cuales fueron ejecutadas en las oficinas de la Compañía Mexicana de Gas, en donde mexicanos y extranjeros comerciaban con títulos mineros.

El fundamento constitucional del desarrollo del Derecho sobre mercado de valores y la Bolsa fue establecido en el año de 1883, ya que se le otorgó a la Federación la facultad legislativa en toda la materia mercantil, que aún se encuentra plasmada en el artículo 73, fracción X de nuestra Constitución. Dicho precepto constitucional establece que el Congreso de la Unión tiene la facultad de legislar en toda la República sobre hidrocarburos, minería, industria cinematográfica, comercio, juegos con apuestas y sorteos, intermediación y servicios financieros, energía eléctrica y nuclear, y para expedir leyes del trabajo reglamentarias del artículo 123 constitucional.

⁷ Acosta Romero, Miguel, *Op.cit.*, p. 987

Los tres Códigos de Comercio mexicanos que fueron emitidos durante el siglo XIX, en 1854, 1884 y 1888 contemplaban operaciones con valores, así como la Ley de Sociedades Anónimas de 1888. Durante el último tercio de ese siglo operaron en México una serie de bolsas clandestinas, en las cuales se llevaban a cabo operaciones de especulación.

Para eliminar estas irregularidades, y pensando en la seguridad del público, en 1887 el Gobierno Federal otorgó una concesión a Francisco Aspe y Alfredo Labadie para establecer una Bolsa Mercantil, fundándose de esta manera la primera bolsa en la ciudad de México. Sin embargo, esta bolsa funcionó sin reglamentación legal especializada, y solamente el otorgamiento de su concesión implicó un fundamento jurídico específico.⁸

Un año después se aprobó el establecimiento de una segunda bolsa, a la cual se le llamó Bolsa Nacional de México. No obstante, ésta funcionó de una manera muy limitada. Para el año de 1896 existía un grupo de personas que se dedicaron a comerciar con valores tanto públicos como privados, pero en realidad no formaban parte del sistema de crédito, ni del mecanismo de inversión, debido a que su organización era deficiente y su movimiento se redujo al mínimo.⁹

Algunos años después, en 1907, una parte de los miembros de esta sociedad se estableció en las oficinas de la Compañía de Seguros la Mexicana, y en 1910 cambiaron su denominación y su estructura a Bolsa Privada de México, Sociedad Cooperativa Limitada. Entre sus actividades se comprendía el registro de valores públicos, mineros, bancarios e industriales, y estaba integrada por socios que serían agentes y suscriptores.¹⁰

Al año siguiente, en 1910, se acordó adoptar el nombre de Bolsa de Valores de México, Sociedad Cooperativa Limitada. Octavio Igartúa Araiza comenta al respecto que esta organización "funcionó conforme a lineamientos de carácter autorregulatorio,

⁸ Frisch Philipp, Walter, La actuación de los "insiders" en México, Ars Iuris, Número 9, 1993, p.87

⁹ *Idem*, p.989

¹⁰ Igartúa Araiza, Octavio, *Op.cit.*, p.12

cooperando ininterrumpidamente en las inestables condiciones políticas y económicas que vivió el país, pero reflejando un crecimiento notorio en la negociación de valores mineros y bancarios principalmente."¹¹

Por lo que concierne a la legislación aplicable en materia bursátil, en 1910 por decreto del Presidente Venustiano Carranza se autorizó la reanudación de las operaciones de cambio, y se establecieron las casas de cambio. Sin embargo, no les fue concedida la autorización para llevar a cabo operaciones con valores. Posteriormente, el presidente Carranza emitió un segundo decreto el 18 de julio de ese mismo año, por el cual autorizó la apertura de una Bolsa de Valores, bajo la vigilancia e intervención de la Secretaría de Hacienda.

La Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios de 1926 fijó el criterio de otorgar valor oficial únicamente a las cotizaciones de Bolsa de Valores que contaran con la concesión respectiva. También estableció las bases para la formación de las bolsas y para llevar a cabo la calificación de valores. Prohibió todas las transacciones que tuvieran el carácter o la apariencia de operaciones al azar. Esta Ley logró la consolidación del proceso legislativo que se había desarrollado hasta entonces, y sentó las bases que permanecieron a pesar de reformas posteriores.

En julio de 1928 se publicó un decreto por el cual el Gobierno Federal reconoció que, debido a la naturaleza de las operaciones llevadas a cabo en las bolsas de valores, la Comisión Nacional Bancaria era la adecuada para ejercer la facultad de intervención, en lugar de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Dicho decreto establece la sujeción de las Bolsas de Valores y las transacciones que en ellas se realizaban a la inspección de la Comisión Nacional Bancaria.

Continuando con la evolución legislativa, la Ley General de Instituciones de Crédito de 1932 comprende ya un capítulo específico sobre las Bolsas de Valores, consideradas como organizaciones auxiliares de crédito. Este ordenamiento establecía que las Bolsas de

¹¹ *Idem*, p.15

Valores tenían que ser sociedades de capital variable, las cuales únicamente podían operar por concesión otorgada por el Gobierno Federal. La ley establece que serán materia de contratación en bolsa los valores y efectos públicos, los títulos de crédito y los valores para efectos mercantiles emitidos por particulares, por sociedades o por empresas legalmente constituidas. Por primera vez se señalan los requisitos que deben cumplirse para llevar a cabo la inscripción de valores. Entre éstos destaca la obligación de informar semestralmente de la situación financiera de las emisoras, ya que se establece que únicamente con los valores inscritos podrá operarse en remate.

Estimamos que la principal importancia de la Ley General de Instituciones de Crédito de 1932 es que contiene disposiciones cuya finalidad es otorgar seguridad al inversionista en sus transacciones. La preocupación del legislador por brindar tal seguridad se refleja en la limitación de las operaciones bursátiles respecto de aquellos valores que hayan sido inscritos en bolsa, y por lo tanto hayan cumplido con los requisitos que la propia Ley establece. Al respecto creemos conveniente señalar el siguiente comentario de Octavio Igartúa, quien opina que tales disposiciones "...consignan ya la génesis de los principios de información periódica y de respaldo financiero, mediante la exigencia de la presentación de los estados financieros de la empresa que haya hecho la emisión certificados por contador público titulado".¹²

En el Diario Oficial del 20 de febrero de 1933 se publicó el Reglamento sobre Bolsas de Valores, bajo el nombre de "Reglamento del capítulo tercero del título segundo de la Ley General de Instituciones de Crédito", de 1932. Este reglamento estableció que el Reglamento Interior de cada Bolsa de Valores debía de contener las reglas a las que deben de sujetarse las operaciones que se lleven a cabo en la bolsa, las cuales a su vez deben de ser de acuerdo a la Ley.

En agosto de ese mismo año la Secretaría de Hacienda otorgó una concesión para que se estableciera la Bolsa de Valores en la Ciudad de México, y el 5 de septiembre siguiente se constituyó la Bolsa de Valores de la Ciudad de México, adoptando la forma de

¹² *Idem*, p. 14

una sociedad anónima, con sesenta personas como socios fundadores. Estuvo sujeta a la inspección de la Comisión Nacional Bancaria, por disposición del decreto presidencial de 1928, el cual comentamos en párrafos anteriores.

En el año de 1940 se publicó la Ley de Ofrecimiento Público de Acciones. Dicha Ley establece por primera vez el concepto de oferta pública de acciones, la cual podía hacerse mediante las siguientes maneras: publicaciones en periódicos invitando a la suscripción de títulos, transmisiones radiotelefónicas, mediante avisos colocados en lugares públicos, o la circulación de comunicaciones escritas que tuvieran la misma finalidad.

La misma Ley de Ofrecimiento Público de Acciones de 1940 creó una Comisión que tenía a su cargo vigilar el mercado de valores público. Esta comisión fue el antecedente de la Comisión Nacional de Valores, la cual fue creada por decreto publicado el 16 de abril de 1946. En épocas anteriores, la legislación que existía no era suficiente para desarrollar el mercado de valores, por lo que el legislador decidió motivar su crecimiento protegiendo los derechos de los tenedores de valores, para aumentar de esta manera la confianza del inversionista.

Era necesario estimular la aportación de recursos en el mercado de valores, mediante la creación de una institución con funciones de vigilancia, la cual garantizara que los intereses del público inversionista no fueran lesionados por las personas que intervinieran de manera directa o indirecta en la emisión y oferta de valores.

Los objetivos principales eran evitar las transacciones con valores fraudulentos, vigilar todos los valores que se ofrecieran al público, someter a las emisoras a una vigilancia permanente y vigilar el funcionamiento de la Bolsa de Valores. Fue así como nació la Comisión Nacional de Valores, hoy Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), como organismo autónomo, colegiado y técnico.

En 1953 se expidió la Ley de la Comisión Nacional de Valores, que otorgó a este organismo la facultad de emitir regulaciones específicas respecto del mercado de valores, o

circulares. Se estableció que funcionaría como colegio con la representación del sector público y privado, con independencia de cualquier grupo político o financiero. Actualmente, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores es el organismo encargado de regular el mercado de valores, de vigilar las disposiciones aplicables a dicho mercado y quienes participen en él, e inspeccionar el funcionamiento de la Bolsa de Valores.

La evolución legislativa continúa, y en 1975 se promulga la Ley del Mercado de Valores, la cual es el ordenamiento que rige en la actualidad al mercado de valores y sus integrantes. El panorama en la materia bursátil sufre cambios con la promulgación de esta ley, ya que por primera vez se reúnen en un solo ordenamiento todas las disposiciones aplicables al mercado de valores. Se otorgan facultades más amplias en materia de reglamentación y vigilancia a la Comisión Nacional de Valores. Sin embargo, en un principio no contenía disposiciones respecto de la información privilegiada.

2.2 Evolución legislativa.

2.2.1 Decreto publicado el 28 de diciembre de 1983, mediante el cual se adiciona el artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores.

En párrafos anteriores mencionamos que la Ley del Mercado de Valores no mencionaba el concepto de información privilegiada. Su regulación no tuvo lugar sino hasta el año de 1983, ante la necesidad de evitar que las personas relacionadas con la emisión de valores y los intermediarios en el mercado de valores que tuvieran acceso a la información privilegiada derivada de las emisoras la utilizara en perjuicio de los inversionistas. Esta reforma de 1983 es de vital importancia, ya que introduce el concepto de “información privilegiada”.

A través de esta reforma se adicionó el artículo 16 bis a la Ley del Mercado de Valores, el cual prohíbe el uso indebido de la información privilegiada. Esta prohibición se emitió respecto de aquellas personas que, por su posición con relación a las emisoras o del

propio mercado de valores, tuvieran acceso a información que las emisoras aún no hubieren divulgado.

El artículo hace una enumeración de estas personas, tales como administradores, funcionarios, accionistas y comisarios de las sociedades emisoras, las casas de bolsa y bolsas de valores, sus cónyuges, servidores públicos y los integrantes de la junta de gobierno de la Comisión Nacional de Valores. Desafortunadamente, este listado dejó fuera a todas las personas que de manera directa o indirecta, sin basarse en su posición o función tuvieran acceso a la información privilegiada.

A continuación se transcribe el texto del artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores, para posteriormente analizarlo:

Art.16 bis.- Las personas que por su posición respecto de sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, o del mercado de valores en general, tengan acceso a información privilegiada relativa a una de dichas sociedades en particular, deberán abstenerse de efectuar operaciones con cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad, en beneficio propio o de terceros, mientras la citada información no sea divulgada entre el público inversionista.

Las citadas personas y emisoras se ajustarán al siguiente régimen:

I. Se entiende por información privilegiada la relativa a una sociedad emisora de valores inscritos en el citado Registro, que en los términos de la presente ley debe proporcionarse a la Comisión Nacional de Valores, al público inversionista y, en su caso a la bolsa de valores correspondiente, conforme a los criterios de carácter general que emita la citada Comisión, aún no divulgada entre el público inversionista y cuyo conocimiento, por su naturaleza, pueda influir en los precios de cotización de los valores emitidos por dicha sociedad;

Respecto de esta primera parte del artículo 16 bis, hay que destacar que es la primera vez que se reguló en México el uso de la información privilegiada. Sobre el motivo que impulsó esta reforma, Walter Frisch opina que tal motivo no consiste en situaciones negativas, concretamente efectuadas en el sector de la información privilegiada, sino que el legislador tendió a una actualización de su contenido.¹³ Se trata, en consecuencia, de un desarrollo legislativo a través de la introducción de una institución moderna.

¹³ Frisch Philipp, Walter, *Op. cit.*, p. 91

Un segundo aspecto de esta reforma es que si bien introduce por primera vez el concepto de información privilegiada, éste no está en si definido, sino que únicamente se señalan sus características. El legislador utiliza el término información privilegiada "no divulgada entre el público inversionista". Como medio de divulgación estimamos que deben considerarse no únicamente las publicaciones sobre el mercado de valores que se realicen por la Comisión Nacional de Valores¹⁴, sino cualquier otro medio aplicado para llevar a cabo la misma divulgación, por ejemplo las noticias en los periódicos.

La fracción segunda del artículo 16 bis establece que:

- II. Quedan incluidos en lo dispuesto en el primer párrafo de este artículo:
- a) Los administradores, funcionarios y comisarios de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios;
 - b) Los accionistas de las indicadas sociedades que detenten el control del diez por ciento o más de acciones representativas de su capital social;
 - c) Los cónyuges de las personas a que se refieren los incisos a) y b) de esta fracción;
 - d) Los servidores públicos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y de las entidades de la administración pública paraestatal por ellas coordinadas, cuyas actividades los relacionen directamente con la promoción, regulación y control del mercado de valores;
 - e) Los vocales y secretarios de la junta de gobierno de la Comisión Nacional de Valores y los servidores públicos de la misma;
 - f) Los accionistas que detenten el control del diez por ciento o más de las acciones representativas del capital social de las casas de bolsa, así como los administradores, funcionarios, empleados y apoderados para celebrar operaciones con el público de estas últimas;
 - g) Los administradores, funcionarios y empleados de las bolsas de valores y de las instituciones para el depósito de valores;

El legislador eligió determinar un listado en forma casuística de todas las personas que son sujetos o que se presume que poseen esta información privilegiada. Consideramos que esto no es lo más adecuado, ya que al limitar las formas de actuación a una enumeración casuística, surgirán otro tipo de operaciones y actuaciones con información privilegiada que no encuadren exactamente en los supuestos de ley.

¹⁴ Artículo 41, fracción XII Ley del Mercado de Valores.

El grupo de personas que tienen acceso a la información privilegiada está reducido, ya que solamente contempla a los sujetos que se encuentren en una relación directa con una determinada sociedad emisora. No se regula a las personas que por otros medios pudieran llegar a obtener esta información, y la limitación respecto de los primeros se concreta a que deben abstenerse de realizar operaciones con determinados valores. No está prohibido, por ejemplo, divulgar la esta información privilegiada a terceros que no estén vinculados con la sociedad emisora, dejando abierta la posibilidad de que tal información se de a conocer a personas que obtendrán un beneficio en detrimento del público inversionista.

Consideramos que la enumeración casuística de los sujetos que obtienen información privilegiada no es correcta, ya que, como lo comentamos en el primer capítulo, una persona puede llegar a obtenerla de manera indirecta, y actuar en el mercado de valores con una ventaja que no tienen los demás inversionistas. Por otra parte, el artículo enumera primeramente a sujetos directamente relacionados con la emisora, pero después incluye a personas que no están en esta relación directa, como los cónyuges de los accionistas.

Opinamos que se debió de haber establecido que cualquier persona que obtenga, de manera directa o indirecta, información privilegiada respecto de una determinada sociedad emisora, deberá abstenerse de utilizarla y de transmitirla a otra con la finalidad de obtener un beneficio o evitar un perjuicio.

El inciso d) de esta fracción II del artículo que se comenta, prevé que los funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y de la Comisión Nacional de Valores deben abstenerse de realizar operaciones debido a que son personas vinculadas con el mercado en general. Consideramos que este precepto es correcto, pero, sin embargo, no existe un precepto que incluya a los sujetos de manera indirecta se relacionan con el mercado de valores.

Como ejemplo de lo anterior podemos citar a los contadores públicos, abogados u otros asesores de una sociedad emisora. Como habíamos señalado anteriormente, el

legislador omitió incluir en esta reforma a todos los sujetos que, ya sea por su función o por cualquier otra circunstancia, se encuentren en una posición en la que tengan acceso a la información privilegiada de determinada emisora.

La redacción de la fracción tercera del mismo artículo es la que a continuación se señala:

III. Tendrán como obligaciones complementarias:

a) Las personas a que se refieren los incisos a) al c) de la fracción anterior informarán a la comisión Nacional de Valores de las operaciones que realicen con valores emitidos por la sociedad a que se encuentren vinculados en los términos de los propios incisos;

b) Las personas señaladas en los incisos d) al g) de dicha fracción informarán a dicha comisión de todas las operaciones que realicen con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios;

c) Las sociedades emisoras informarán a la propia Comisión Nacional de Valores de cualquier cambio en la composición de su consejo de administración, así como de las renunciaciones y nuevas designaciones de funcionarios y comisarios, dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha en que dichos eventos se produzcan. La misma obligación tendrán los accionistas respecto de las variaciones en el porcentaje de su tenencia accionaria, que impliquen la adquisición o pérdida de control de acciones que representen diez por ciento o más del capital de la sociedad de que se trate.

La Comisión, mediante disposiciones de carácter general, determinará la forma y términos en que deberán proporcionarse las informaciones a que se refieren los incisos anteriores;

Respecto de las facultades de la Comisión Nacional de Valores, se establece que ésta podrá “mediante disposiciones de carácter general”, determinar la información que debe ser entregada a la propia Comisión, al público inversionista y a las casas de bolsa. Consideramos que las circulares tienen como ventaja la flexibilidad para hacer posible la introducción de cambios y lineamientos al mercado bursátil.

Otro comentario que se puede formular respecto de esta fracción tercera del artículo 16 bis, es que incluye el concepto de “obligaciones complementarias”. En nuestra opinión, este concepto está inspirado en el Derecho Norteamericano. Como lo veremos en el último capítulo de esta investigación, la Ley de bolsas de valores de 1934 (*Securities Exchange*

Act de 1934) prevé una serie de obligaciones de informar, para todos los directores y funcionarios de una sociedad emisora, y para cualquier persona que sea propietario de más del 10% de las acciones de una misma clase.

IV. Las operaciones celebradas en contravención a lo dispuesto en este artículo, aprovechando información privilegiada, darán lugar a que:

a) Estén afectadas de nulidad relativa y a que la contraparte perjudicada por su celebración pueda demandar ante los tribunales competentes su anulación y el pago de los perjuicios causados.

Dicha acción prescribirá a los seis meses, contados a partir de que la información privilegiada haya sido divulgada entre el público inversionista;

b) La Secretaría de Hacienda y Crédito Público imponga a cada uno de los infractores multa hasta por dos veces el monto del beneficio que origine la operación de que se trate.

La imposición de la multa no libera a los infractores de las acciones que procedan y de las demás responsabilidades que sean a su cargo;

c) Las personas a que se refieren los incisos f) y g) de la fracción II, quedan inhabilitados para desempeñar actividades en el mercado de valores. La Comisión Nacional de Valores dictará las medidas que aseguren la efectiva inhabilitación de que se trata.

Además de las obligaciones señaladas en las disposiciones anteriores, las personas a que se refieren los incisos d) y e) de la fracción II, sólo podrán invertir en acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, por conducto de fideicomisos constituidos para ese único fin en instituciones o sociedades nacionales de crédito, o en acciones representativas del capital de sociedades de inversión, absteniéndose de realizar cualquier inversión directa, por sí o a través de interpósita persona. El incumplimiento de esta disposición será sancionado con la destitución del puesto en los términos del capítulo II del título tercero de la Ley Federal de Responsabilidades de los Servidores Públicos.

Consideramos erróneo que en la fracción cuarta se haya establecido la nulidad relativa¹⁵ respecto de todos los actos que constituyan una violación de los preceptos del artículo 16 bis. La parte perjudicada podía demandar ante los tribunales competentes a fin de devolver las cosas al estado en que se encontraban, junto con el pago de los perjuicios

causados, así como la imposición de multas hasta de dos veces el monto del beneficio obtenido y la inhabilitación de los accionistas de importancia, administradores, funcionarios, y empleados de la bolsa de valores, y finalmente la destitución de los servidores públicos que incumplieron con la prohibición de aprovecharse de la información privilegiada.

Sobre este punto, estimamos que es conveniente tomar en cuenta la opinión de Rodolfo León León. Dicho autor señala que, a su conocimiento, jamás se demandó con base en esta reforma la nulidad de una negociación bursátil llevada a cabo con uso de información privilegiada. El autor considera que, de lo contrario, "...se hubiera causado un gran perjuicio al mercado y en especial a la seguridad que debe de haber en las transacciones bursátiles, de haberse querido hacer efectiva la consecuencia de esta nulidad, regresando las cosas al estado que guardaban con anterioridad a la violación."¹⁶

Concurrimos con la opinión de Rodolfo León León, ya que si se hubiera aplicado esta disposición respecto de la nulidad relativa, el mercado de valores hubiera sufrido un gran trastorno. En la actualidad, el intentar llevar a cabo la nulidad relativa hubiera alterado de una manera grave el funcionamiento del mercado de valores, debido al volumen de operaciones que se celebran día con día, y a que éstas se llevan a cabo por medio de asientos contables y electrónicos.

Otra de las consecuencias ocasionadas por la contravención a la prohibición del uso de información privilegiada es el reclamo de perjuicios causados. Esta disposición es incompleta, ya que la contraparte perjudicada solamente puede reclamar el pago de perjuicios, sin poder reclamar los daños. En el párrafo siguiente se establece que la acción prescribe "... a los seis meses, contados a partir de que la información haya sido divulgada ante el público inversionista..." Sobre este punto consideramos que la prescripción debería

¹⁵ Recordemos que la nulidad relativa sólo puede hacerse valer en ciertos plazos y por la persona protegida por este tipo de nulidad.

¹⁶ León León, Rodolfo, Regulación del Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Mexicano. Ed. Academia Mexicana de Derecho Bursátil y los Mercados Financieros, A.C., México, 1993.

de comenzar a correr a partir de la fecha en que se realizó la operación con información privilegiada.

En conclusión, podemos señalar que esta reforma por la cual se añadió el artículo 16 bis a la Ley del Mercado de Valores representó un gran avance, ya que es la primera vez que se reguló el uso de la información privilegiada. No obstante, en términos generales, la redacción de este artículo fue incompleta e imprecisa.

2.2.2 Disposiciones de carácter general emitidas por la Comisión Nacional de Valores.

Después de la promulgación del artículo 16 bis, la Comisión Nacional de Valores emitió diversas circulares sobre el uso de la información privilegiada. La finalidad de estas circulares es dar a conocer criterios de carácter general, y fueron expedidas con fundamento en el artículo 16 bis. En esta parte de este capítulo analizaremos las circulares 11-12 y 11-11¹⁷, sin embargo, consideramos necesario hacer primero una breve referencia a los antecedentes, la naturaleza y las facultades de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

a) Antecedentes de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

El antecedente más remoto es la Comisión que fue creada por la Ley que establece los requisitos para la venta de acciones de sociedades anónimas del año de 1940. Esta Comisión estaba integrada por tres titulares, dos de ellos nombrados por el Presidente de la República, y el tercero designado por la Bolsa de Valores de la Ciudad de México. Sus facultades se resumían a la autorización o cancelación del ofrecimiento público de acciones de sociedades anónimas, para lo cual la Comisión estaba facultada para verificar la información presentada por los interesados.

¹⁷ La Comisión Nacional de Valores emitió también la Circular 11-11 bis (publicada en el Diario Oficial el día 13 de junio de 1985) y la Circular 11-13 (publicada en el Diario Oficial el día 8 de octubre de 1986). Éstas tienen como propósito regular las características de la información que debe proporcionarse a la Comisión, las bolsas de valores y al público inversionista. Sin embargo su contenido no es relevante para esta investigación, por lo que no se comentan.

En el año de 1946 se crea la Comisión Nacional de Valores, mediante decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 16 de abril de 1946. El artículo primero de este decreto la definía como un organismo autónomo. Sin embargo, no se definía en qué consistía dicha autonomía. Este breve decreto de tres artículos se concretó a establecer su composición, atribuciones y presupuesto.¹⁸ Debido a la falta de una ley que desarrollara las bases de su funcionamiento, la Comisión Nacional de Valores creó un reglamento de decreto que fue publicado en el Diario Oficial de la Federación el 7 de septiembre de 1946.

El 4 de julio del año siguiente, en 1947, se publicó el Reglamento Interior de la Comisión Nacional de Valores, el cual estableció con precisión el funcionamiento de la Junta de Representantes y una serie de órganos auxiliares de dicha Junta, como el Presidente de la Comisión, el Comité de Cuentas y el Secretario de Actas.

Fue hasta el 31 de diciembre del año de 1953 cuando se publicó en el Diario Oficial de la Federación la Ley de la Comisión Nacional de Valores, la cual estableció diversas reformas en cuanto a las atribuciones de la Comisión. Por medio de esta Ley, la Comisión quedó facultada para:

- Opinar sobre el establecimiento de bolsas de valores e inspeccionar su funcionamiento en materia de valores.
- Llevar a cabo la suspensión de la cotización en bolsa de un valor.
- Ordenar la cancelación de la cotización en bolsa de determinado valor.
- Aprobar la publicidad y propaganda de los valores que se ofrezcan al público inversionista.
- Realizar el análisis del estado y las tendencias del mercado de valores en el país.
- Ser árbitro en cualquier controversia que se suscite respecto de títulos o valores.

¹⁸ Igartúa Araiza, Octavio, *Op.cit.*, p.254

Finalmente, en el año de 1995 se publicó¹⁹ la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, en la cual se fusionaron las atribuciones y facultades tanto de la Comisión Nacional Bancaria como de la Comisión Nacional de Valores.

b) Organización y naturaleza de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

La CNBV cuenta con una Junta de Gobierno, un Presidente, un Vicepresidente, una Contraloría Interna y direcciones generales y unidades administrativas.²⁰ La Junta de Gobierno está integrada por diez vocales y el Presidente de la Comisión (quien lo es también de la Junta) y dos Vicepresidentes. La Secretaría de Hacienda y Crédito Público designará cinco vocales, el Banco de México tres y las Comisiones Nacionales de Seguros y Fianzas y del Sistema del Ahorro para el retiro un vocal cada una.²¹

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores se creó como un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, dotado de autonomía técnica y facultades ejecutivas. La Administración Pública Federal, constituida por las Secretarías de Estado y Departamentos Administrativos ha llevado a una centralización perjudicial para la Administración misma, para el país y los particulares.²² Este perjuicio consiste en que se ha desarrollado una burocracia que impide la agilidad y funcionamiento de la propia Administración Pública. Para atenuar los inconvenientes de la centralización, se ha recurrido a la delegación de facultades administrativas, a la desconcentración y a los convenios de coordinación con las Entidades Federativas.

La Ley Orgánica de la Administración Pública Federal²³ incorporó la figura de la desconcentración administrativa, estableciendo que para la eficaz atención y despacho de los asuntos de su competencia, las Secretarías de Estado y los Departamentos Administrativos podrán contar con órganos administrativos desconcentrados que les estarán

¹⁹ Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 28 de abril de 1995

²⁰ Ley de la CNVB, artículo 10.

²¹ Ley de la CNVB, artículo 11.

²² Fraga, Gabino, *Derecho Administrativo*, Ed. Porrúa, México, 1996, p. 195

²³ Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 29 de diciembre de 1976.

jerárquicamente subordinados, y tendrán facultades específicas para resolver sobre la materia dentro del ámbito territorial que se determine en cada caso.²⁴

La desconcentración puede definirse como la transferencia a un órgano inferior de una competencia, o un poder de decisión ejercido por los órganos superiores, disminuyendo, relativamente, la relación de jerarquía y subordinación.²⁵ La desconcentración permite la realización de actividades técnicas que requieren un grado de especialización, y que en consecuencia la actuación de la Administración Pública sea más rápida y más flexible.

Andrés Serra Rojas²⁶ señala que las características de la desconcentración administrativa son las siguientes:

- Es una forma que se sitúa dentro de la centralización administrativa, debido a que el organismo no se desliga de este régimen.
- No gozan de autonomía económica, aún cuando se señalan casos de excepción.
- La relación jerárquica se atenúa, pero no se elimina para limitar su labor, pero el poder central se reserva amplias facultades de mando y decisión, de vigilancia y competencia.
- La autonomía técnica es la verdadera justificación de la desconcentración.
- La competencia se ejerce dentro de las facultades centralizadas del Gobierno Federal.

La creación de los órganos desconcentrados del poder central logra agilizarlo, permite seguir más de cerca su actuación con una mayor rapidez, economía y responsabilidad. La CNBV como todo órgano desconcentrado, reúne las siguientes características: tiene su creación en una Ley, ya que se trata de una delegación de facultades; depende de un órgano de la Administración Centralizada (en este caso se trata de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público); su competencia deriva de ese mismo órgano, ya que no se le otorgan facultades que no correspondan originariamente al delegante, y su patrimonio es el mismo que el patrimonio de la Federación.

²⁴ LOAPF, artículo 17.

²⁵ Concepto de Enrique Satagués Laso, citado por Sierra Rojas, Andrés, Derecho Administrativo, Ed. Porrúa, México, 1974, p. 501.

²⁶ Serra Rojas, Andrés, *Op.cit.*, p. 503.

c) Facultades de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

La Comisión tiene por objeto supervisar y regular, en el ámbito de su competencia, a las entidades financieras²⁷, con le finalidad de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto, en protección de los intereses del público.²⁸ Además, como hemos mencionado con anterioridad, está encargada de vigilar la debida observancia de la Ley del Mercado de Valores. Las facultades de la Comisión están contenidas tanto en el artículo cuarto de la Ley de la CNBV, como en el artículo cuadragésimo primero de la Ley del Mercado de Valores.

Respecto de las facultades de la CNBV, únicamente señalaremos que éstas se pueden agrupar, de manera general, en los siguientes rubros:

- Facultades de aprobación y autorización, por ejemplo respecto de la oferta pública de valores, de la cancelación de inscripción de los valores cuando sea solicitada por los emisores, de la apertura, cambio o clausura de las oficinas de las casas de bolsa.
- Facultades de opinión, ante la SHCP, por ejemplo respecto del otorgamiento de concesiones, por parte de la Secretaría de Hacienda, a las Bolsas de Valores.
- Facultades de juicio y ordenadoras, como juzgar si se han satisfecho los requisitos necesarios para obtener y mantener los registros de los valores en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- Facultades de inspección y vigilancia, por ejemplo en el caso de contravención a las disposiciones que regulan el uso de información privilegiada, la Comisión está facultada para dictar las medidas que aseguren la inhabilitación del desempeño de actividades en el mercado de valores por parte de los infractores.

²⁷ Entre otras, podemos mencionar: sociedades controladoras de grupos financieros, casas de bolsa, especialistas bursátiles, bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, instituciones calificadoras de valores.

²⁸ Ley de la CNBV, artículo 2°.

- Facultad de emitir disposiciones de carácter general, en lo que concierne a nuestro estudio, para determinar la información que los emisores deben proporcionar a la propia Comisión, a la bolsa de valores correspondiente y al público, y la forma y términos en que deben proporcionar la información privilegiada los sujetos que la Ley del Mercado de Valores considera como poseedores de información privilegiada.

La facultad de dictar disposiciones de carácter general es una potestad concedida a la Comisión únicamente respecto de las materias que son de su competencia. Efraín Moto Salazar²⁹ define a las circulares como "las disposiciones dictadas por los Secretarios de Estado, jefes de departamento u otras dependencias oficiales, y que tienen por mira aclarar y facilitar a los empleados oficiales determinados aspectos de la ley, para que éstos la apliquen con mayor equidad." Gabino Fraga³⁰ sostiene que las circulares "pueden ser de orden interno que sólo obliguen a los empleados administrativos o contener verdaderas disposiciones reglamentarias de la ley en cuyo caso, expedidas por la autoridad competente, producen efecto jurídico respecto a los administrados."

La circular administrativa no ha sido completamente precisada por la doctrina, ya que su contenido es muy variable y en la práctica administrativa contiene decisiones, interpretaciones, normas generales de apreciación o procedimientos internos.³¹

La emisión de circulares en materia bursátil obliga a todos los componentes del sistema financiero, así como a los particulares que intervienen en uso de esos servicios.³² Las circulares tienen como ventaja la flexibilidad y la ausencia de formulismos. Serán obligatorias para los particulares cuando se publiquen en el Diario Oficial de la Federación³³.

²⁹ Citado por Villoro Toranzo, Miguel, Introducción al Estudio del Derecho, Ed. Porrúa, Décima Edición, México, 1993, p.307

³⁰ Fraga, Gabino, *Op. cit.*, p.167.

³¹ Acosta Romero, *Op. cit.*, p. 925 El mismo autor señala que la circular debe de estar subordinada a la Ley y al Reglamento.

³² Carvallo Yáñez, Erick, *Op.cit.*, p.19

³³ *Idem.*

De esta manera, las reglas y acuerdos generales emitidos por la Comisión son substancialmente legislativos y formalmente administrativos, ya que contienen normas y obligaciones para los destinatarios, y emanan de un órgano que a su vez depende del Poder Ejecutivo.

Las circulares en materia bursátil se agrupan por números, correspondiendo la Serie 10 a intermediarios, la Serie 11 a emisores de valores, la Serie 12 a Sociedades de Inversión y la Serie 13 a Agrupaciones Financieras.

d) Circular 11-12 Que establece criterios generales de información privilegiada.

Esta circular fue publicada en el Diario Oficial de la Federación el 18 de enero de 1985, con la finalidad de otorgar seguridad jurídica al público inversionista respecto de la realización de operaciones en el mercado de valores. Los criterios emitidos contenían lo que la Comisión Nacional de Valores estimaba como información privilegiada.

La Comisión determinó en el primer criterio ciertos hechos y actos económicos, contables, jurídicos y administrativos que constituían información privilegiada, enumerándolos en forma casuística en diecinueve fracciones. No transcribiremos todas las fracciones, sino que únicamente señalaremos, como ejemplos: los acuerdos de los órganos de administración y comités directivos, los cambios de directores generales, los programas de expansión así como sus costos de financiamiento y plazos de ejecución, huelgas y conflictos colectivos, etc.

Al respecto consideramos que no pueden enumerarse todos los casos que pudieran presentarse de una manera limitativa, debido a los cambios y a la evolución constante tanto del Derecho como de las actividades y relaciones de las personas que participan en el mercado de valores. Sin embargo, mediante esta circular se amplía el concepto de información privilegiada, ya que el artículo 16 bis se limitaba a señalar únicamente sus características.

En el segundo criterio de esta circular se establecen los casos en que se considera que la información privilegiada ha sido divulgada entre el público inversionista, y a su vez remite a las disposiciones de la circular 11-11, expedida por la Comisión el 18 de diciembre de 1984. Ésta considera que la información se ha divulgado cuando se da a conocer a la propia Comisión.

Esta circular 11-12 quedó sin efectos como consecuencia de las reformas que sufrió la Ley del Mercado de Valores publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 4 de enero de 1990.

e) Circular 11-11 Relativa a la información que debe proporcionarse a la Comisión Nacional de Valores, al público inversionista y, en su caso, a la Bolsa de Valores.

Esta circular fue publicada en el Diario Oficial de la Federación el día 23 de enero de 1985. La finalidad de esta circular es redefinir cuál es la información económica, contable, jurídica y administrativa que deben de proporcionar a la propia Comisión todas las sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

En el considerando tercero señala que es necesario concentrar dicha información en un mismo cuerpo normativo. Otro de sus objetivos es expedir las disposiciones correspondientes a la información de operaciones con valores inscritos en el mismo Registro que se debe entregar, de acuerdo con el artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores, para integrar el régimen jurídico sobre la información privilegiada.

El primer capítulo de las disposiciones de esta circular, establece la información que las emisoras cuyos valores estén inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios deben proporcionar a la Comisión, la cual es de tipo económica, contable y administrativa. De manera ejemplificativa podemos citar el estado de situación financiera anual, la relación de las inversiones que se hayan llevado a cabo en acciones, obligaciones u otros valores, estados financieros, relación de los integrantes del

consejo de administración, etc. Esta información a su vez se clasifica en información anual, trimestral y adicional, y se establecen los plazos para su presentación.

El capítulo tercero se titula "Disposiciones complementarias", y establece una serie de obligaciones que deben cumplir las sociedades emisoras cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, Sección Valores. La primera obligación que se establece es que las emisoras deben designar a funcionarios que sean responsables de proporcionar y divulgar la información prevista en el capítulo primero de la circular.

Dentro del mismo capítulo, la disposición décima establece la obligación que tienen las emisoras de divulgar al público inversionista la información privilegiada a que se refieren el artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores y las circulares emitidas por la propia Comisión. La misma disposición indica que esta información se revela al momento en que es entregada a la Comisión. Estimamos que esto es incorrecto, ya que el destinatario de esta información es el público inversionista. La finalidad de la legislación es proteger los intereses de los inversionistas, por lo que es incongruente que se tome en cuenta el momento en que se entregue a la Comisión Nacional de Valores.

Por otra parte, la información debe darse a conocer en cuanto se tenga conocimiento de ella, o al día hábil siguiente, ya que en un plazo mayor daría la oportunidad a que se llevaran a cabo un gran número de operaciones en perjuicio de los demás inversionistas.

La tercera obligación que se establece es la de efectuar y publicar las aclaraciones y correcciones sobre la información ambigua, errónea o falsa que se divulgue entre el público inversionista, cuando tal información se considere privilegiada. Estas aclaraciones o correcciones deberán de efectuarse a más tardar al día hábil siguiente de aquél en que se haya divulgado dicha información entre el público.

Finalmente, las emisoras deben de entregar, de manera simultánea, a la bolsa de valores, la información a que se refiere la circular, a fin de que dicha información sea

distribuida entre los socios de la bolsa de valores y se ponga a disposición del público inversionista para su consulta.

Varias secciones de esta circular fueron derogadas por reformas a la Ley de Valores sobre información privilegiada, publicadas el 4 de enero de 1990.

2.2.3 Decreto del día 28 de diciembre de 1989 mediante el cual se adicionan los artículos 16 bis al 16 bis 8 de la Ley del Mercado de Valores.

El 4 de enero de 1990 se publicó el Decreto de Adiciones y Reformas a la Ley del Mercado de Valores, el cual reformó totalmente la regulación sobre el uso de la información privilegiada. Este decreto introdujo una nueva redacción del artículo 16 bis, y la incorporación de los artículos 16 bis 1 al 16 bis 8. Todas las disposiciones que existían anteriormente en materia de información privilegiada quedaron sin efecto a partir de estas reformas, incluyendo las circulares 11-12 y 11-11 que analizamos en el punto anterior.

Procederemos a transcribir el texto de los artículos y a realizar el análisis correspondiente:

Artículo 16 bis- Las personas que tengan información privilegiada relativa a una sociedad emisora de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, deberán de abstenerse de realizar operaciones en beneficio propio o de terceros, con cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad, mientras la citada información tenga el carácter indicado.

Se entiende por información privilegiada la que proceda del emisor y a la cual el público no tenga acceso, cuyo conocimiento por este pueda influir en los precios de los valores emitidos por la misma sociedad u otra.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a propuesta de la Comisión Nacional de Valores, expedirá las disposiciones y criterios relativos a este artículo.

Primeramente, es preciso señalar que por medio de estas reformas se introduce un nuevo concepto de información privilegiada. La prohibición de realizar operaciones con

información privilegiada se amplía, en el sentido de que se refiere a personas "que tengan información privilegiada", y no únicamente de personas que "por su posición respecto de sociedades emisoras" (redacción anterior del artículo 16 bis) tengan acceso a dicha información. Consideramos que este cambio es acertado, debido a que incluye a personas que no se encuentran directamente relacionadas con la sociedad emisora y es aplicable, en consecuencia, a cualquier persona.

En nuestra opinión, este artículo 16 bis no contempla aún otras formas por las cuales es posible cometer un abuso utilizando información privilegiada, debido a que únicamente prohíbe realizar operaciones en beneficio propio o de terceros, y no prohíbe divulgar la información privilegiada a un tercero.

El legislador omitió sobre este punto incluir el supuesto que una persona comunique información que tiene el carácter de privilegiada a un tercero. Por otra parte, este artículo únicamente prohíbe utilizar información privilegiada "en beneficio propio o de terceros", sin extender tal prohibición al supuesto que la información privilegiada se utilice para evitar un perjuicio, lo cual es una actividad a la que frecuentemente se recurre.

El último párrafo de este artículo señala que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público estará facultada para "expedir disposiciones y criterios relativos a este artículo". Anteriormente era la Comisión Nacional de Valores la facultada para emitir dichos criterios, y estimamos que a dicha Comisión debe corresponder esta facultad, debido a sus atribuciones específicas sobre el mercado de valores.

Art. 16 bis 1- Para efectos de esta ley se presume que pueden tener acceso a información privilegiada relativa a las emisoras de que se trate:

- I. Los administradores, directivos, gerentes, factores, comisarios y secretarios de órganos colegiados de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios;
- II. Los accionistas de las indicadas sociedades que detentan el control del diez por ciento o más de acciones representativas de su capital social;

- III. Los prestadores de servicios independientes a dichas sociedades y sus asesores en general, así como los factores de las empresas y negocios de publicidad e impresión, cuando haya participado, asesorado o colaborado con una sociedad emisora, en cualquier evento que pueda influir en los precios de cotización de los valores emitidos por dicha sociedad;
- IV. Los accionistas que detentan el control del diez por ciento o más del capital social de las casas de bolsa y de los especialistas bursátiles, así como los administradores de ambos y de las sociedades de inversión, cuando se ubiquen en cualquiera de los casos previstos en las fracciones I a III respecto de las sociedades emisoras.
- V. Los administradores de las bolsas de valores y de las instituciones para el depósito de los valores, cuando se ubiquen en cualquiera de los casos previstos en las fracciones I a III respecto de las sociedades emisoras.

Las personas a que se refiere la fracción II de este artículo, deberán informar a la comisión Nacional de Valores respecto de las variaciones en el porcentaje de su tenencia accionaria, que impliquen la adquisición o pérdida de control de acciones que representen diez por ciento o más del capital de la sociedad de que se trate, dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha en que dichos eventos se produzcan.

Este artículo vuelve a incluir un listado de personas respecto de las cuales se presume que pueden ser poseedoras de información privilegiada, con algunas variaciones respecto del listado anterior. Por ejemplo, se excluyen los cónyuges de las personas que se mencionaban en el artículo, y en lugar de mencionar a los "funcionarios" de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, nombra a directores, gerentes y factores.

Reiteramos que no es lo más conveniente establecer un catálogo de personas que pueden tener acceso a la información privilegiada, ya que prácticamente cualquier persona puede tener acceso a ella, y la Ley no puede prever todos los supuestos posibles. No obstante, relacionando el artículo 16 bis 1 con el 16 bis, este listado de personas debe de considerarse como enunciativo, y no limitativo.

Este artículo contiene, a nuestro juicio, una contradicción entre las últimas dos fracciones, la cuarta y quinta, y las fracciones primera a tercera, ya que se presume que los accionistas de las casas de bolsa que detentan más del 10% del capital social o los

administradores de las bolsas de valores y de las instituciones para el depósito de valores tienen acceso a información privilegiada cuando se encuentren en los supuestos de las fracciones primera a tercera: cuando además sean administradores, gerentes, factores o prestadores de servicios independientes. La contradicción radica en que las fracciones primera a tercera incluye a cualquier persona, sin hacer la distinción sobre si dichas personas son accionistas de una casa de bolsa o administrador de una Bolsa de Valores.

El plazo de diez días hábiles que se establece para que los accionistas de sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios informen a la Comisión Nacional de Valores sobre las variaciones en el porcentaje de su tenencia accionaria, es una innovación que consideramos que es acertada, ya que otorga certeza a las operaciones que se realicen en el mercado de valores.

Art. 16 bis 2- Las personas a que se refiere el artículo anterior, sin perjuicio de lo dispuesto por el artículo 16 bis, se abstendrán de realizar directamente o a través de interpósita persona, la adquisición de cualquier clase de valores emitidos con la sociedad con la que se encuentren relacionados en virtud de su encargo o vínculo, durante un plazo de tres meses contado a partir de la última enajenación que hayan realizado respecto de cualquier clase de valores emitidos por la sociedad de que se trate.

Lo dispuesto en este artículo no será aplicable a las operaciones con valores que realicen las sociedades de inversión, las instituciones de crédito, así como las instituciones de seguros y fianzas.

Este artículo se encuentra estrechamente relacionado con el artículo anterior, debido a que establece una prohibición para las personas enumeradas en el artículo 16 bis 1. Tal prohibición consiste en no realizar, en un plazo de tres meses, dos operaciones contrarias: una de adquisición o compra de acciones, y otra de enajenación o de venta, respecto de los valores emitidos por la sociedad con la cual esas personas se encuentran relacionadas. Estas operaciones también están prohibidas a la inversa, es decir, que primero se vendan las acciones y después se compren.

La prohibición se extiende a operaciones "por interpósita persona", lo cual es un acierto, ya que se elimina la posibilidad de que se eluda esta prohibición legal al actuar a través de un tercero.

Es importante distinguir entre el artículo 16 bis y el artículo 16 bis 2, ya que este último prohíbe a determinadas personas realizar dos operaciones contrarias, ya sea compra y venta de valores o viceversa, dentro de un plazo de tres meses contados a partir de la última operación, y el 16 bis prohíbe el uso de información privilegiada en general, sin limitar la prohibición a determinadas personas o a determinado plazo. En nuestra opinión no se trata de artículos que se excluyan entre sí, debido a que son supuestos distintos.

Mediante el artículo 16 bis 2, se limitan las operaciones con información privilegiada, ya que las personas que tengan dicha información no tendrán oportunidad de usarla en su beneficio, debido al plazo de tres meses que tendrá que transcurrir antes de que puedan realizar una operación de venta o compra de acciones. Es importante recordar que en el mercado de valores un plazo de tres meses puede significar una enorme diferencia en lo que se refiere a ganancias o pérdidas.

Art. 16 bis 3- La Comisión Nacional de Valores estará facultada para investigar presuntas infracciones a lo dispuesto en los artículos 16 bis y 16 bis 2.

Sobre este artículo únicamente señalaremos que estimamos adecuado que sea la Comisión la encargada de investigar las presuntas infracciones a las disposiciones del artículo 16 bis y 16 bis 2, ya que, como lo habíamos señalado con anterioridad, dicha Comisión es la encargada de mantener y fomentar el desarrollo del sistema financiero y de vigilar la debida observancia de la Ley del Mercado de Valores.

Art. 16 bis 4- Las infracciones a lo dispuesto por los artículos 16 bis y 16 bis 2, darán lugar a:

- I. Tratándose del artículo 16 bis, a la imposición de una multa administrativa a la persona que haya utilizado indebidamente información privilegiada, que será aplicada por la Comisión Nacional de Valores, hasta por el importe de dos veces el beneficio de la operación de que se trate, más la cantidad que resulte de aplicar a dicho beneficio una tasa igual a la del rendimiento promedio aritmético que hayan generado las acciones de sociedades de inversión de renta fija, durante los seis meses anteriores a la fecha de la operación, y

- II. Tratándose del artículo 16 bis 2, a la imposición de una multa administrativa a la persona que haya realizado la operación indebida, que será aplicada por la Comisión Nacional de Valores, hasta por el monto del beneficio obtenido. En caso de no existir beneficio, la multa será por el importe de 200 a 3,000 veces el salario mínimo general vigente en el Distrito Federal, según la gravedad de la infracción, a juicio de la Comisión Nacional de Valores. La multa establecida en esta fracción se aplicará conjuntamente con la prevista en la fracción I, cuando se infrinjan ambos preceptos.

Sin perjuicio de lo establecido en la fracción I, la parte afectada, en su caso, podrá demandar ante los tribunales competentes la indemnización correspondiente, que no podrá exceder de dos veces el importe del beneficio obtenido, sin que la infracción de lugar a la nulidad de la operación celebrada.

La Comisión Nacional de Valores sólo estará obligada ante la autoridad judicial a rendir los informes que le solicite en casos concretos.

Estas reformas rompen con el tipo de infracciones y sanciones que anteriormente estaban previstas para aquellas personas que hicieran un uso indebido de información privilegiada. Afortunadamente se deroga el sistema de nulidad relativa que estaba previsto en el antiguo artículo 16 bis, para establecerse dos tipos de sanciones por dos infracciones distintas, ya sea que se trate de infracción al artículo 16 bis o 16 bis 2.

Anteriormente correspondía a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público la facultada de imponer multas administrativas a los infractores, sin embargo este artículo 16 bis 4 establece dicha facultad a favor de la Comisión Nacional de Valores. El legislador incrementó la sanción aplicable, ya que la multa no equivale únicamente al monto del beneficio obtenido, sino que, tratándose del artículo 16 bis, se aplica adicionalmente una tasa igual al rendimiento promedio que hayan generado las acciones de sociedades de inversión de renta fija.

Sin embargo, al igual que en el artículo 16 bis comentado con anterioridad, el legislador omitió el supuesto de que la información privilegiada se haya utilizada para evitar un perjuicio, lo cual es una forma de actuación en esta materia. Al respecto transcribimos el comentario hecho por Erick Carvalho Yáñez³⁴, en el sentido de que: "Desafortunadamente la Ley del Mercado de Valores... omite expresar qué sucederá en el

³⁴ Carvalho Yáñez, Erick, *Op. cit.*, p. 187

caso de que no exista beneficio para los *insiders* o que éste no pueda cuantificarse, lo cual daría lugar a la no aplicación de la multa como sanción a esta infracción."

La consecuencia de esta omisión es que, en el supuesto en que no exista un beneficio obtenido, sino una pérdida evitada (concepto que no contempla la disposición legal en comento), la sanción de la multa administrativa no podría ser aplicada.

Respecto de la fracción segunda, aún cuando se señala el mínimo y máximo entre los cuales la Comisión Nacional de Valores está facultada para imponer una multa administrativa a la persona que haya realizado la operación indebida, no se señalan las bases para determinarla. Sobre este punto, la Suprema Corte³⁵ ha establecido que las leyes, al establecer multas, deben contener las reglas adecuadas para que las autoridades que las imponen tengan la posibilidad de fijar su monto o cuantía, tomando en cuenta la gravedad de la infracción, la capacidad económica del infractor, y todas aquellas circunstancias que tiendan a individualizar la sanción³⁶.

Art. I6 bis 5- El procedimiento administrativo de la Comisión Nacional de Valores en cuanto a la imposición de las multas previstas en el artículo anterior, se sujetará a las siguientes normas:

- I. La Comisión Nacional de Valores oírá previa audiencia al presunto infractor, quien en un plazo de quince días hábiles a partir de la notificación correspondiente deberá manifestar lo que a su interés convenga, y
- II. La Comisión Nacional de Valores, de constatar las infracciones, impondrá la multa administrativa correspondiente.

Sobre este brevísimo artículo 16 bis 5, consideramos que, aún cuando representa el primer procedimiento especial para los casos en que se contravenga la prohibición de realizar operaciones con información privilegiada, no es posible agotar la garantía de audiencia únicamente mediante una audiencia en la cual el presunto infractor manifieste lo que a su derecho convenga.

³⁵ MULTAS FIJAS. LAS LEYES QUE LAS ESTABLECEN SON INCONSTITUCIONALES. Jurisprudencia emitida en 1995, consultada en www.scjn.gob.mx, al 13 de Junio de 1999 a las 22:15 horas.

³⁶ Esta obligación del legislador deriva de los artículos 22 y 31, fracción IV, de la Constitución Federal, el primero prohíbe las multas excesivas, mientras el segundo aporta el concepto de proporcionalidad.

Ignacio Burgoa señala que la garantía de audiencia está a su vez integrada por cuatro garantías específicas.³⁷

- Que se siga un juicio en contra de la persona a quien se pretenda privar de alguno de los bienes jurídicos tutelados por el artículo 14 Constitucional (la vida, la libertad, las posesiones, propiedades o derechos de la persona).
- Que tal juicio se substancie ante tribunales previamente establecidos (órganos jurisdiccionales o autoridades administrativas de cualquier tipo que normal o excepcionalmente realicen actos de privación).
- Que en el mismo se observen las formalidades esenciales del procedimiento.
- Que el fallo respectivo se dicte conforme a las leyes existentes con antelación al hecho o circunstancia que hubiere motivado el juicio.

El mismo autor señala que la autoridad que dirima un conflicto tiene que "otorgar la oportunidad de defensa para que la persona que va a ser víctima de un acto de privación externe sus pretensiones opositoras al mismo"³⁸, y una segunda oportunidad dentro del procedimiento para probar los hechos en los que finque tales pretensiones opositoras.

Nuestra opinión respecto del artículo 16 bis 5, es que no se respeta la garantía de audiencia, debido a que no se observan las formalidades esenciales del procedimiento, la oportunidad de defensa apenas se concede, y no se prevé una segunda oportunidad probatoria. En consecuencia, se deja al presunto infractor en un estado de inseguridad jurídica, al ser sometido a un procedimiento que no le permite rendir pruebas ni presentar alegatos en su defensa.

Art. 16 bis 6- La acción prevista en el artículo 16 bis 4 de esta ley, prescribirá a los seis meses contados a partir de la fecha en que se realizó la operación correspondiente. En el mismo plazo caducará la facultad de la Comisión Nacional de Valores para imponer las multas establecidas en dicho precepto.

³⁷ Burgoa Oruhuella, Ignacio, Diccionario de Derecho Constitucional, Garantías y Amparo, Ed. Porrúa, Cuarta Edición, México, 1996, p. 53

³⁸ *Idem*, p. 56

correspondiente. En el mismo plazo caducará la facultad de la Comisión Nacional de Valores para imponer las multas establecidas en dicho precepto.

Los plazos de prescripción y caducidad establecidos en este artículo se interrumpirán al iniciarse los procedimientos relativos.

En la fracción cuarta del artículo 16 bis derogado se establecía que las acciones para combatir las infracciones prescribían a los seis meses contados "a partir de que la información se haya divulgado al público inversionista". Este artículo 16 bis 6 es más acertado, debido a que la prescripción comienza a correr a partir de la fecha en que la persona con acceso a información privilegiada realizó la operación en beneficio propio o de terceros.

Art. 16 bis 7- Solamente podrán invertir en acciones y certificados de aportación patrimonial inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, por conducto de fideicomisos constituidos para ese único fin en instituciones de crédito, o bien en acciones representativas del capital social de sociedades de inversión, absteniéndose de realizar cualquier otra inversión directa en acciones y certificados de aportación patrimonial inscritos en el Registro citado, por sí o a través de terceros, las siguientes personas:

- I. Los servidores públicos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y de las entidades de la administración pública federal por ella coordinadas, cuyas actividades se relacionen directamente con la promoción, regulación y control del mercado de valores, según clasificación que establezca mediante acuerdo dicha Secretaría;
- II. Los vocales y secretario de la junta de gobierno de la Comisión Nacional de Valores y los servidores públicos de la misma;
- III. Los directivos, empleados o apoderados para celebrar operaciones con el público y apoderados operadores de las casas de bolsa, especialistas bursátiles y sociedades operadoras de sociedades de inversión, que no tengan el carácter de administradores de dichos intermediarios, y
- IV. Los directivos y empleados de las bolsas de valores e instituciones para el depósito de valores.

Los servidores públicos que contravengan esta disposición serán sancionados con la destitución del puesto en los términos del capítulo II del título tercero de la Ley Federal de Responsabilidades de los Servidores Públicos.

En los demás casos, la infracción a este artículo será sancionada con el veto temporal de tres meses hasta cinco años para desempeñar actividades en el mercado de valores que requieran ser autorizadas conforme a esta ley, correspondiendo dictar la resolución a la Comisión Nacional de Valores, previa audiencia del interesado.

Por medio de este artículo 16 bis 7, se incluye en la limitación de invertir únicamente en acciones y certificados de aportación patrimonial por conducto de fideicomisos, constituidos con ese único fin, a los directivos, empleados o apoderados para celebrar operaciones con el público y apoderados operadores de las casas de bolsa, y a los directivos y empleados de las bolsas de valores e instituciones para el depósito de valores. La fracción segunda del derogado artículo 16 bis únicamente establecía esta limitación respecto de los servidores públicos de la SHCP y las entidades de la administración pública federal coordinadas por dicha Secretaría, cuyas actividades se relacionen directamente el mercado de valores, y a los vocales y secretario de la junta de gobierno de la Comisión Nacional de Valores y sus servidores públicos.

Estimamos que la redacción de este artículo es acertada, debido a que se contempla que la actuación de las personas señaladas puede darse por sí o a través de terceros, y una sanción rigurosa, que puede consistir en la destitución para los servidores públicos y el veto temporal en los demás casos, el cual no estaba contemplado anteriormente.

Art. 16 bis 8- Se exceptúan de lo dispuesto por el artículo 16 bis de esta ley, las operaciones de compraventa de valores realizados conforme a planes de opción de compra de acciones o certificados de aportación patrimonial para empleados y trabajadores de sociedades cuyas acciones estén inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y para empleados y trabajadores de sus subsidiarias, cuando hayan sido previamente aprobados por una asamblea general de accionistas, o bien por el consejo directivo cuando se trate de sociedades nacionales de crédito. Esta excepción será aplicable siempre que las fechas de adquisición y venta de los valores se encuentren preestablecidas en los planes correspondientes.

Tampoco será aplicable lo dispuesto en el artículo 16 bis a las operaciones de compraventa sobre acciones representativas del capital de sociedades de inversión, ni sobre títulos de renta fija a cargo de las instituciones de crédito.

Respecto de este último artículo 16 bis 8, nuestra opinión es que rompe totalmente con la regulación contenida en los artículos que le preceden. Esta disposición es

incongruente, ya que introduce excepciones en materia de información privilegiada, debido a que el artículo 16 bis establece una prohibición general de "abstenerse de realizar operaciones en beneficio propio o de terceros, con cualquier clase de valores emitidos por la propia sociedad", en la cual no una hace distinción en el sentido de permitir este tipo de operaciones respecto de determinadas personas o valores.

El artículo en comento establece la posibilidad de celebrar operaciones con información privilegiada, en las siguientes circunstancias: que se trate de operaciones de compraventa de valores (conforme a planes de opción de compra de acciones o certificados de aportación patrimonial) para empleados y trabajadores de sociedades cuyas acciones estén inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y para empleados y trabajadores de sus subsidiarias, que además hayan sido previamente aprobados por una asamblea general de accionistas, siempre que las fechas de adquisición y venta de los valores se encuentren preestablecidas.

El segundo párrafo permite que cualquier persona realice operaciones utilizando información privilegiada, ya sea en beneficio propio o de terceros, cuando estas operaciones sean con acciones de sociedades de inversión. Consideramos que la Ley no debe prohibir las operaciones con información privilegiada realizadas con determinados valores y, por otra parte, permitir las respecto de otros valores.

Las operaciones descritas con anterioridad serán lícitas, y en consecuencia la parte perjudicada no tendrá las acciones previstas en el artículo 16 bis 4, por lo que no podrán conseguir que se sancione a las personas que resulten beneficiadas. El hecho de que por medio de esta disposición se permita realizar operaciones con información privilegiada, es inconsistente con las características y el objeto de la propia Ley del Mercado de Valores. Esta Ley establece que deberá de ser aplicada en el sentido de procurar el desarrollo equilibrado del mercado de valores y una sana competencia del mismo³⁹.

³⁹ Artículo primero de la LMV.

En consecuencia, la finalidad de la Ley del Mercado de Valores es lograr la igualdad de oportunidades para los inversionistas participantes en el mercado de valores, y la actuación beneficiada con información privilegiada es incompatible con esta meta, dado que se viola el principio de igualdad de oportunidades generales y no coincide la misma actuación con una situación equilibrada en el mercado de valores.⁴⁰

Los artículos que se añadieron a la Ley del Mercado de Valores y las circulares analizadas en este capítulo de nuestra investigación constituyen la evolución legislativa en nuestro país en materia de información privilegiada. Es preciso señalar que esta evolución abarca un periodo de seis años, durante el cual se creó una reglamentación en la que se establece, en términos generales: la definición de información privilegiada, una presunción respecto de determinados sujetos que la Ley considera que pueden tener acceso a información privilegiada, acciones para ser ejercitadas por la parte perjudicada, un procedimiento administrativo ante la Comisión Nacional de Valores con la finalidad de investigar las presuntas infracciones, y la imposición de las sanciones correspondientes por la propia Comisión de Valores.

A continuación procederemos a realizar el análisis de la regulación vigente en nuestro país en materia de información privilegiada, el cual versará sobre reformas a los artículos 16 bis a 16 bis 8, la introducción de sanciones adicionales por el uso indebido de información privilegiada y una circular dirigida a las sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

⁴⁰ Frisch Philipp, Walter, *Op. cit.*, p. 93

CAPÍTULO III: REGULACIÓN VIGENTE EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.

3.1. Regulación vigente.

Las reformas más recientes en materia de información privilegiada a la Ley del Mercado de Valores son las del 23 de julio de 1993. Dichas reformas, publicadas en el Diario Oficial de la Federación en la fecha señalada, fueron la respuesta a las exigencias de que nuestro mercado de valores se desarrollara en condiciones más competitivas, y como señala Miguel Acosta Romero¹ “sin perder de vista que la salvaguarda de los derechos del público inversionista resulta vital para dotar al sector bursátil de un mayor campo de operaciones y promover su internacionalización.”

La reforma no sólo se refirió a la información privilegiada. Entre otros aspectos que podemos mencionar está la implementación de un capítulo sobre operaciones internacionales, creándose así el sistema internacional de cotizaciones. Durante los años anteriores a estas reformas, la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores experimentó un aumento considerable, y con la adopción del Tratado de Libre Comercio con América del Norte se estableció la posibilidad de que casas de bolsa y bancos extranjeros puedan operar en México. Por estas razones, fue necesario que el mercado de valores mexicano no quedara rezagado, y se actualizara para poder responder a las relaciones comerciales y financieras con el exterior.

De esta manera, las reformas de 1993 también versaron sobre la materia de información privilegiada, ante la necesidad de lograr una mayor transparencia en las operaciones que se lleven a cabo en el mercado de valores, ya que de lo contrario, el uso indebido de información privilegiada podría no solo afectar a organismos e inversionistas mexicanos, sino también a extranjeros.

¹Acosta Romero, Miguel, *Op. cit.*, p.977

3.1.1 Decreto del 13 de julio de 1993 por el cual se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores.

El artículo tercero de la Ley del Mercado de Valores (LMV) establece la intervención de la Comisión Nacional de Valores, la cual podrá, mediante disposiciones de carácter general, establecer las características a las que debe sujetarse la emisión y la operación de valores, con la finalidad de “procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de los títulos, seguridad y transparencia a las operaciones, así como la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado.”

Las reformas introducidas por este decreto del 13 de julio de 1993, respecto de la información privilegiada, se pueden clasificar en dos grandes rubros: su definición y las sanciones por su uso indebido.

a) Artículos 16 bis a 16 bis 8, que definen y sancionan el uso de la información privilegiada.

Art. 16 bis- Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores materia de intermediación en el mercado de valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento del público.

Las personas que dispongan de información privilegiada, deberán abstenerse de efectuar operaciones en beneficio propio o de terceros, con cualquier clase de valores cuyo precio pueda ser influido por dicha información, en tanto ésta tenga el carácter indicado.

Por medio de estas reformas se amplía la definición de información privilegiada, debido a que no se limita a información que provenga de la sociedad emisora, sino que se refiere a cualquier conocimiento de actos, hechos o acontecimientos, y no exclusivamente a información que provenga del emisor.

La definición de información privilegiada sigue refiriéndose a cualquier clase de valor que sea materia de intermediación en el mercado de valores. Se elimina la facultad de

la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de expedir disposiciones y criterios sobre este artículo. A partir de esta reforma serán emitidos por la Comisión Nacional de Valores.

No obstante que este artículo tiene una mejor redacción que el 16 bis anterior, el legislador incurrió en el mismo error de no incluir dentro de dicha redacción la prohibición de divulgar la información privilegiada a terceros.

Art. 16 bis 1- Para los efectos de esta ley se presume que pueden tener acceso a información privilegiada relativa a las emisoras de que se trate:

- I. Los miembros del consejo de administración, directivos, gerentes, factores, auditores externos, comisarios y secretarios de órganos colegiados de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios;
- II. Los accionistas de las indicadas sociedades que detenten el control del diez por ciento o más de acciones representativas de su capital social;
- III. Los miembros del consejo de administración, directivos, gerentes y factores de las sociedades que detenten el control del 10% o más del capital social de las sociedades que se ubiquen en el supuesto de la fracción anterior;
- IV. Los prestadores de servicios independientes a dichas sociedades y sus asesores en general, así como los factores de cualquier empresa o negocio que haya participado, asesorado o colaborado con una sociedad emisora, en cualquier evento que pueda significar información privilegiada;
- V. Los accionistas que detenten el control del 5% o más del capital social de instituciones de crédito con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios;
- VI. Los accionistas que detenten el control del 5% o más del capital social de las sociedades controladoras de grupos financieros o de instituciones de crédito, así como quienes detenten el control del 10% o más del capital social de otras entidades financieras, cuando todas ellas formen parte de un mismo grupo financiero y al menos uno de los integrantes del grupo sea emisor de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y
- VII. Los miembros del consejo de administración de las sociedades controladoras y entidades financieras a que se refiere la fracción anterior.

Las personas a que se refiere la fracción II de este artículo, deberán informar a la Comisión Nacional de Valores respecto de las variaciones en el porcentaje de su

tenencia accionaria, que implique la adquisición o pérdida de control de acciones que representen diez por ciento o más del capital social de las sociedades de que se trate, dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha en que dichos eventos se produzcan.

Dentro del listado de personas que se presume que pueden tener acceso a información privilegiada, se incluye a los miembros del consejo de administración y a los auditores externos de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Por primera vez se hace referencia a los accionistas de instituciones de crédito con valores inscritos en el mencionado Registro, que detenten el control del 5% o más del capital social de dichas instituciones.

Igualmente, por primera vez se incluye a los accionistas de sociedades controladoras de grupos financieros o de instituciones de crédito, y de otras entidades financieras, cuando todas formen parte de un mismo grupo financiero. De esta manera se extiende la regulación sobre información privilegiada a un mayor número de integrantes del sistema financiero.

No obstante lo anterior, quedan eliminados de esta presunción los accionistas de casas de bolsa y especialistas bursátiles, al igual que los consejeros y las sociedades operadoras de inversión, lo cual nos parece erróneo, ya que por su posición son personas que tienen acceso a la información privilegiada.

Art. 16 bis 2- Las personas a que se refiere el artículo anterior, sin perjuicio de lo dispuesto por el artículo 16 bis, se abstendrán de realizar, directamente o a través de interpósita persona, la adquisición de cualquier clase de valores emitidos por la sociedad con la que se encuentren relacionados en virtud de su cargo o vínculo, durante un plazo de tres meses contado a partir de la última enajenación que hayan realizado respecto de cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad. Igual abstención deberá observarse para la enajenación y última adquisición realizada respecto de cualquier clase de valores emitidos por la sociedad de que se trate.

El plazo a que se refiere este artículo no será aplicable a las operaciones con valores que realicen por cuenta propia las casas de bolsa, los especialistas bursátiles, las sociedades de inversión y las instituciones de crédito, de seguros y de fianzas; ni a las operaciones que se realicen sobre títulos emitidos por instituciones de crédito, representativos de su pasivo a su cargo, y tampoco a aquellas operaciones que autorice expresamente la Comisión Nacional de Valores, cuando se trate de

reestructuraciones corporativas o recomposición de la tenencia accionaria de sociedades respecto de las que los títulos correspondientes se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Se introduce el segundo párrafo del artículo 16 bis 2, el cual dispone que la prohibición de realizar una adquisición de valores emitidos por la sociedad con la que estén relacionados, durante un plazo de tres meses a partir de la última enajenación (u operaciones en el orden inverso) tiene dos excepciones: respecto de operaciones con instrumentos de deuda emitidos por instituciones de crédito y respecto de reestructuraciones corporativas o recomposición de la tenencia accionaria.

Tratándose de la primera excepción, estimamos que se aplica tanto a las entidades financieras mencionadas en el mismo párrafo (casas de bolsa, especialistas bursátiles, sociedades de inversión, instituciones de crédito, de seguros y fianzas) como a las personas enumeradas en el artículo 16 bis 1. Sobre este punto, opinamos que no se debe de excluir a los instrumentos de deuda emitidos por instituciones de crédito, ya que éstos también son susceptibles de negociarse en el mercado secundario.

Por lo que concierne a la segunda excepción, consideramos que se trata de procesos en los cuales las operaciones son autorizadas y vigiladas estrechamente por la Comisión Nacional de Valores, por lo que consideramos que es posible excluirlas de lo que dispone este artículo.

Art. 16 bis 4- Las infracciones a lo dispuesto por los artículos 16 bis y 16 bis 2, darán lugar a:

- I. Tratándose del artículo 16 bis, a la imposición de una multa administrativa a la persona que utilizó indebidamente información privilegiada, que será aplicada por la Comisión Nacional de Valores, hasta por el importe de dos veces el beneficio obtenido en la operación de que se trate, más la cantidad que resulte de aplicar a dicho beneficio una tasa igual al promedio aritmético de los rendimientos que hayan generado las diez sociedades de inversión en instrumentos de deuda con mayor rentabilidad durante los seis meses anteriores a la fecha de la operación;
- II. Tratándose del artículo 16 bis 2, la imposición de una multa administrativa a la persona que haya realizado la operación indebida, que será aplicada por la

Comisión Nacional de Valores, hasta por el monto del beneficio obtenido. En caso de no existir beneficio, la multa será por el importe de 400 a 5 000 días de salario mínimo general vigente en el Distrito Federal, según la gravedad de la infracción, a juicio de la Citada Comisión Nacional de Valores. La multa establecida en esta fracción se aplicará conjuntamente con la prevista en la fracción I, cuando se infrinjan ambos preceptos.

Sin perjuicio de lo establecido en la fracción I, la parte afectada, en su caso, podrá demandar ante los tribunales competentes la indemnización correspondiente, que no podrá exceder de dos veces el importe del beneficio obtenido, sin que la infracción de lugar a la nulidad de la operación celebrada.

La Comisión Nacional de Valores sólo estará obligada ante la autoridad judicial a rendir los informes que le solicite en casos concretos.

Aún cuando la tasa que se aplica al beneficio obtenido se determina refiriéndola al promedio de los rendimientos generados por diez sociedades de inversión, opinamos que podría ser mejor definido si se especificara la forma de obtener el promedio aritmético.

La segunda innovación respecto a este artículo es el aumento del mínimo y el máximo entre los cuales la Comisión Nacional de Valores podrá fijar la multa en caso de no existir un beneficio en la operación indebida. Este aumento lo consideramos acertado, debido a que una de las razones que motivan a llevar a los *insiders* a llevar a cabo operaciones con información privilegiada es la ganancia considerable que se puede obtener, y el valor de dichas operaciones es bastante elevado.

Art. 16 bis 6- La acción prevista en el artículo 16 bis 4 de esta Ley, prescribirá un año después de la fecha en que se haya realizado la operación correspondiente. En el mismo plazo caducará la facultad de la Comisión Nacional de Valores para imponer las multas establecidas en dicho precepto.

Los plazos de prescripción y caducidad establecidos en este artículo se interrumpirán al iniciarse los procedimientos relativos.

La única diferencia entre este artículo y el anterior que se derogó, es que se amplía el plazo de prescripción para la acción prevista en el artículo 16 bis 4, a un año en lugar de seis meses como estaba previsto con anterioridad.

Art. 16 bis 7- Solamente podrán invertir en acciones y certificados de aportación patrimonial inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, por

conducto de fideicomisos constituidos para ese único fin en instituciones de crédito y en casas de bolsa, o bien en acciones representativas del capital de sociedades de inversión, absteniéndose de realizar cualquier otra inversión directa en acciones y certificados de aportación patrimonial inscritos en el Registro citado, por sí o a través de terceros, las siguientes personas:

I y II. ...

- III. Los directivos, empleados o apoderados para celebrar operaciones con el público y apoderados operadores de las casas de bolsa, especialistas bursátiles y sociedades operadoras de sociedades de inversión, que no sean miembros de su consejo de administración;
- IV. Los directivos y empleados de las sociedades controladoras y entidades financieras a que se refieren las fracciones V y VI del artículo 16 bis 1 de esta Ley, que no sean miembros de su consejo de administración, y
- V. Los directivos y empleados de las bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, así como los miembros del consejo de administración, directivos y empleados de las instituciones calificadoras de valores.

Las personas a que se refiere este artículo no podrán intervenir en las decisiones de inversión de los fideicomisos que constituyan, debiendo quedar reservada dicha facultad a la determinación exclusiva de la entidad fiduciaria que reciba el encargo.

Los servidores públicos que contravengan esta disposición serán sancionados con la destitución del puesto en los términos del capítulo II del título tercero de la Ley Federal de Responsabilidades de los Servidores Públicos.

En los demás casos, la infracción a este artículo será sancionada con el veto temporal de tres meses hasta cinco años para desempeñar actividades en el mercado de valores que requieran ser autorizadas conforme a esta Ley, correspondiendo dictar la resolución a la Comisión Nacional de Valores, la que además podrá inhabilitar a los responsables para desempeñar un empleo, cargo o comisión dentro del sistema financiero mexicano, por el mismo periodo de tres meses hasta cinco años. Para dictar la resolución correspondiente, se otorgará previa audiencia del interesado.

En esta prohibición se incluye tanto a directivos como a empleados de sociedades controladoras de grupos financieros, y a miembros del Consejo de Administración, directivos y empleados de las instituciones calificadoras de valores. El hecho de que se incluya en esta disposición tanto a directivos como a empleados nos parece adecuado, debido a que en materia de información privilegiada existe la creencia de que únicamente los altos funcionarios tienen acceso a dicha información. Sin embargo, nosotros estimamos

que no se debe de regular exclusivamente la actuación de los altos funcionarios, sino también la del resto de los empleados.

Por otra parte, consideramos acertada la decisión del legislador de prohibir a las personas enumeradas en este artículo la participación en los órganos de decisión de los fideicomisos que se constituyan. Esto es con la finalidad de que haya transparencia en las operaciones que se realicen a través de los fideicomisos.

Por último, se añadió una sanción adicional, consistente en que la Comisión Nacional de Valores podrá inhabilitar a las personas que contravengan esta disposición, salvo los servidores públicos, para desempeñar un cargo o comisión en el sistema financiero, por un periodo de tres meses a cinco años.

Art. 16 bis 8- Se exceptúan de lo dispuesto por el artículo 16 bis 7, fracciones III, IV y V de esta ley, las operaciones de compraventa de valores realizadas conforme a planes de opción de compra de acciones o certificados de aportación patrimonial para empleados y trabajadores de sociedades con esa clase de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y para empleados y trabajadores de sus subsidiarias, cuando hayan sido previamente aprobados por una asamblea general de accionistas, o bien por el consejo directivo cuando se trate de sociedades nacionales de crédito. Esta excepción será aplicable siempre que las fechas de adquisición y venta de los valores se encuentren preestablecidas en los planes correspondientes.

La modificación a este artículo 16 bis 8 consiste en que la excepción prevista ya no se refiere a la prohibición de realizar operaciones con información privilegiada en beneficio propio o de terceros, sino a la inversión en acciones y certificados de aportación patrimonial por conducto de fideicomisos, únicamente respecto de los directivos y empleados de las casas de bolsa, sociedades controladoras de grupos financieros o instituciones de crédito, Bolsas de Valores e instituciones para el depósito de valores.

Se eliminó el segundo párrafo del antiguo artículo 16 bis 8, el cual se refería a adquisiciones de acciones representativas del capital social de sociedades de inversión y a títulos de renta fija a cargo de instituciones de crédito.

b) Delitos en materia de información privilegiada.

De vital importancia para nuestro estudio resulta este decreto del 13 de julio de 1993, debido a que no sólo se amplió la regulación contra los abusos de información privilegiada, sino que, además, por primera vez se introducen conductas específicas que se tipifican como delitos en materia de información privilegiada, contempladas en los artículos 52 bis 2 y 52 bis 3.

Antes de realizar el análisis correspondiente, debemos señalar que, al igual que el resto de los delitos en materia bursátil, para la procedencia de estos delitos es necesario que exista petición de la Secretaría de Hacienda, previa opinión de la Comisión Nacional de Valores. Proseguiremos a transcribir los artículos para efectuar el posterior análisis.

Art. 52 bis 2- Serán sancionados con prisión de seis meses a cinco años y multa de dos veces el beneficio obtenido o la pérdida evitada, los miembros del consejo de administración, directores, gerentes y factores de sociedades emisoras de los valores, títulos de crédito o documentos a que se refiere el artículo 3º de esta ley:

- I. Que, a sabiendas, en prospectos de información al público o por cualquier otra vía, mediante la difusión de información falsa relativa a la sociedad emisora con la que se encuentren vinculados, obtengan un lucro indebido o se eviten una pérdida, directamente o por interpósita persona, a través de la adquisición y/o enajenación de los valores, títulos de crédito o documentos a que se refiere el primer párrafo de este artículo, emitidos por la propia sociedad;
- II. Que mediante el uso indebido de información privilegiada definida en el artículo 16 bis de la presente ley, proveniente de la sociedad emisora con la que se encuentren vinculados, obtengan un lucro indebido o se eviten una pérdida, directamente o por interpósita persona, a través de la adquisición y/o enajenación de los valores, títulos de crédito o documentos señalados en el primer párrafo de este artículo, emitidos por la propia sociedad, siempre que se produzca una variación igual o mayor al 10 % entre los precios de compra o de venta de las operaciones efectuadas por cualquiera de las personas a que se refiere dicho primer párrafo, antes de que la información privilegiada sea hecha del conocimiento del público, y el precio de mercado de los valores, títulos de crédito o documentos emitidos por la sociedad con la que se tenga el vínculo.

Para los efectos de este delito, se considera precio de mercado al promedio del último precio de cierre registrado en bolsa, de los valores, títulos de crédito o

documentos correspondientes, durante los diez días hábiles siguientes a la fecha en que la citada información privilegiada haya sido puesta en conocimiento del público.

Las mismas penas consignadas en este precepto se impondrán a las personas que desempeñen funciones directivas, empleos, cargos o comisiones en las casas de bolsa u otras entidades que intervengan como asesores en operaciones de oferta pública de los valores, títulos de crédito o documentos de que se trata, cuando realicen las conductas tipificadas en las fracciones I y II, dentro de los treinta días hábiles previos y posteriores a la fecha en que concluya la oferta pública respectiva.

Primeramente, es preciso señalar que este artículo 52 bis 2 únicamente es aplicable respecto de aquellas personas que sean miembros del consejo de administración, directores, gerentes y factores de sociedades emisoras de valores y casas de bolsa, de manera tal que se requiere una calidad específica en el sujeto activo del delito. En nuestra opinión, esto no es lo más adecuado, tomando en consideración que no se incluye a otras personas reguladas por los artículos 16 bis al 16 bis 8.

Por primera vez, se introduce en nuestra legislación sobre información privilegiada el concepto de "pérdida evitada", el cual estimamos es trascendente en esta materia, ya que muchas veces quienes llevan a cabo operaciones con información privilegiada no desean obtener un lucro, sino evitar una pérdida en la cual incurrirá el resto del público inversionista.

La fracción primera no tipifica un abuso de información privilegiada en estricto sentido, sino el uso de mecanismos para defraudar, ya sea mediante información que se proporcione al público o cualquier otro, que implique una difusión de información falsa respecto de la sociedad emisora con la que se encuentran relacionadas las personas enumeradas en el primer párrafo. Lo anterior significa que para la integración del tipo penal se requiere de dos elementos: el de la información falsa y el del lucro o que se evite una pérdida.

Esta fracción primera está limitada en dos sentidos: primeramente, en el sentido de que el tipo exige una calidad específica en el sujeto activo, de manera tal que únicamente se sancionará a miembros del consejo de administración, factores, gerentes y directores,

cuando se debió de haber redactado de una manera más general. En segundo lugar, exige que los valores y las personas que lleven a cabo la conducta descrita estén vinculados con la sociedad emisora de esos valores, en lugar de prohibir una práctica general.

La fracción segunda del artículo 52 bis 2 establece una prohibición al uso indebido de información privilegiada, sin embargo también está limitada en el sentido de que se refiere únicamente a información proveniente de la sociedad emisora con la que exista un vínculo, y no se aplicará en aquellos casos en que dicha información provenga de otra emisora.

Esta fracción segunda contempla un tipo penal que requiere de los siguientes tres elementos:

- a) Primeramente, el uso de la información privilegiada, antes de que sea del conocimiento del público.
- b) El lucro o el evitarse una pérdida mediante la compra o la venta de valores.
- c) Que exista una variación igual o mayor al 10 % entre los precios de compra y de venta de los valores.

El penúltimo párrafo define qué es lo que se considera precio de mercado y la forma en que éste será determinado, estableciendo un plazo de diez días hábiles siguientes a la fecha en que la información privilegiada se dio a conocer al público, para realizar el promedio correspondiente. El último párrafo consigna las mismas penas para las personas que desempeñen funciones directivas, cargos o comisiones en las casas de bolsa u otras entidades que intervengan como asesores en operaciones de oferta pública de los valores. Se delimita un plazo de treinta días hábiles previos y posteriores a la fecha en que concluya la oferta pública, dentro del cual dichas personas pueden incurrir en este delito.

Por lo que concierne al artículo 52 bis 3, dicho establece la procedencia de los delitos previstos en el artículo 52 bis 2, los cuales únicamente se perseguirán a petición de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa opinión de la Comisión Nacional de Valores.

El mismo artículo señala que las multas previstas en el artículo 52 bis 2, se impondrán tomando en cuenta el salario mínimo general vigente en el Distrito Federal, en la fecha en que se realice la conducta sancionada. Los delitos contemplados en el artículo 52 bis 2, no excluyen la imposición de las sanciones que conforme a otras leyes sean aplicables.

Antes de finalizar el presente análisis, estimamos que es necesario señalar que estas reformas que se llevaron a cabo en el año de 1993 guardan una relación estrecha con el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 1989-1994, el cual estableció la modernización del Estado Mexicano como uno de sus principales objetivos. El PND establece dentro de sus objetivos y estrategias que la modernización implica llevar a cabo la adaptación de las instituciones y la innovación tanto de prácticas como de actitudes, así como implementar iniciativas económicas, técnicas y financieras den una mayor presencia del país en los mercados internacionales.²

Como parte de este PND, el Acuerdo Nacional para la Recuperación Económica con Estabilidad de Precios establece como metas en materia de actividad económica el alcanzar de manera gradual un crecimiento sostenido de la actividad económica y reducir la inflación. De estas consideraciones surgen tres líneas de estrategia para la política económica general: la estabilización continua de la economía, la ampliación de la disponibilidad de recursos para la inversión productiva y la modernización económica.

Una de las políticas previstas en la primera de estas líneas de estrategia, la estabilización continua de la economía, es una política financiera encaminada a lograr el mejoramiento de los servicios que prestan las instituciones financieras del país. El PND establece que "para estimular el fortalecimiento del ahorro y su permanencia en la economía nacional, se continuará la modernización a fondo del sistema financiero."³

² Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, Poder Ejecutivo Federal, Secretaría de Programación y Presupuesto, Primera Edición, 1989, p. 17

³ PND 1989-1994, p.63

La segunda línea de estrategia, la ampliación de la disponibilidad de recursos para la inversión productiva, establece que los recursos necesarios para financiar el aumento de la inversión sólo pueden provenir de un mayor ahorro interno y de una reducción de las transferencias de recursos al exterior. El PND señala que "la modernización del sistema financiero serán factores fundamentales para la consecución de este fin."⁴

En consecuencia, dentro de esta línea de estrategia se incluye la modernización financiera, reconociendo la importancia que habían cobrado los intermediarios financieros, y la integración que habían alcanzado los mercados financieros del mundo. Este rubro de modernización financiera señala que la modernización del país requiere de un sistema financiero amplio y diversificado, debido a la evolución de los mercados financieros, la cual es consecuencia una mayor integración económica mundial. Por estas razones, el PND contempla los siguientes propósitos:

- Examinar la reglamentación relativa al mercado de valores, para garantizar el sano y eficiente funcionamiento de los mercados.
- Articular mejor las funciones de los intermediarios financieros, se dotará a cada uno de ellos de los elementos legales y reglamentarios necesarios para su mejor desempeño en el ámbito de su competencia.
- Modernizar la regulación de los intermediarios financieros, especialmente del mercado de valores, para permitir flexibilidad de adaptación a las condiciones imperantes y evitar prácticas que lesionen los intereses del público.

La Planeación es una actividad del Estado que es necesaria para establecer prioridades conforme a una escala de valores o de cuestiones políticas en la que se determine qué es lo que se debe de alcanzar, cómo se debe alcanzar y qué medios se deben utilizar para obtener esas finalidades, que pueden ser a corto, mediano o largo plazo.⁵ Jorge Witker la define como "un conjunto complejo de diversos actos jurídicos y no jurídicos, legales y administrativos, generales o particulares, que entroncan entre sí formando el

⁴ *Idem.*

⁵ Acosta Romero, Miguel, Segundo Curso de Derecho Administrativo, Ed. Porrúa, Segunda Edición, México, 1993, p. 816

sistema que ha de orientar la política económica del Estado en un periodo determinado de un país."⁶

Respecto de la categoría jurídica del PND, Miguel Acosta Romero⁷ explica que se trata de un documento que, al ser un instructivo que contiene los lineamientos de política de gobierno señalados por el Presidente de la República, es obligatorio para todos los niveles de jerarquía dentro de la Administración Pública Federal, y un documento en el cual deben de basarse los gobiernos de los Estados y municipales para llevar a cabo una coordinación con el Ejecutivo Federal.⁸

El PND no es un documento forzoso, sino un catálogo de acciones del Gobierno Federal. No obstante, su importancia para nuestro estudio radica en que diversas leyes o reformas a leyes ya existentes, así como reglamentos, son una consecuencia o son motivados por las acciones del Gobierno previstas en el PND, de manera tal que los objetivos de las leyes o las reformas a éstas están estrechamente vinculados al Plan, el cual siempre tiene una temporalidad de seis años.

Tal es el caso de las reformas a la Ley del Mercado de Valores en materia de información privilegiada analizadas en este apartado, las cuales coinciden con los objetivos del Plan al tener la finalidad de: garantizar el sano y eficiente funcionamiento del mercado de valores, modernizar la regulación de los intermediarios financieros, permitir la adaptación a las condiciones cambiantes de los mercados financieros y evitar prácticas que lesionen los intereses del público.

3.1.2 Circular 11-28, Dirigida a las sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a las Bolsas de Valores.

⁶ Witker V, Jorge, Derecho Económico, Ed. Harla, México, 1997, p. 66.

⁷ *Op. cit.*, p. 849

⁸ El autor señala que no se trata de una ley, puesto que no sigue el procedimiento previsto en el artículo 71 de la Constitución Federal, ni participa en su debate y aprobación el Congreso de la Unión, ni de un reglamento,

Esta circular fue publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de diciembre de 1997⁹. Reconoce en sus Considerandos que la divulgación oportuna de la información relativa a eventos capaces de influir en los precios de los valores que se negocian en el mercado de valores, constituye una condición necesaria para dar mayor certidumbre e igualdad en la toma de decisiones de inversión.

También establece que resulta conveniente utilizar los medios electrónicos en la difusión de todos los actos, hechos o acontecimientos que constituyan dichos eventos relevantes, para lograr que su revelación pública sea más expedita. Finalmente, considera que es necesario que las bolsas de valores tengan la facultad de, una vez divulgada la información sobre hechos relevantes, requerir a las emisoras información adicional, o que rectifiquen o aclaren la mencionada información.

La circular 11-28 establece la forma y los términos en que las sociedades de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios deben dar a conocer al público toda información sobre "hechos relevantes". Introduce el concepto de hechos o eventos relevantes, y lo define como "todos aquellos actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en el precio de los valores que son materia de intermediación en el mercado de valores." Este concepto es sin perjuicio de que la Bolsa de Valores pueda establecer en su reglamento interior, de manera enunciativa, actos, hechos o acontecimientos que consideren como hechos relevantes.

Cada sociedad emisora puede determinar, bajo su responsabilidad, qué información sobre eventos relevantes darán a conocer al público, y aquella cuya revelación habrán de diferir. En el supuesto en que opten por diferir cierta información, están obligadas a tomar las medidas necesarias para que esta información sea conocida por el menor número posible de personas. Se deberá de llevar un registro que contenga los nombres de estas personas, la fecha y hora en que adquirieron conocimiento de la información, y un

ya que no está expedido conforme al artículo constitucional 89, fracción I, ni es obligatorio para el sector privado ni para las entidades federativas y municipios.

⁹ Fue expedida por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

compromiso de confidencialidad. Esta información conservará el carácter de privilegiada para todos los efectos legales.

Se establece una limitación respecto de la información susceptible de ser diferida, en el sentido de que no podrá diferirse aquella información sobre actos o hechos consumados, ni cuando se presenten “movimientos inusitados” de los valores relacionados con esta información. Considera como movimiento inusitado cualquier cambio en la oferta o demanda de los valores, o bien en su precio, que no sea consistente con su comportamiento histórico, y que adicionalmente no sea posible explicarlo en base a la información a la que tenga acceso el público inversionista.

Las personas responsables de divulgar y proporcionar la información privilegiada son el presidente del consejo de administración, el director general y los funcionarios con un nivel jerárquico inmediato inferior al último, que por sus funciones conozcan o deban tener conocimiento de los eventos relevantes. Además de los mencionados con anterioridad, cada emisora podrá designar a un funcionario para que sea el encargado ante la Comisión de Valores y la Bolsa de Valores de proporcionar y divulgar la información sobre los hechos relevantes.

La circular en comento también señala las siguientes facultades para la Bolsa de Valores y la Comisión Nacional de Valores:

- a) Ante cualquier movimiento inusitado en el mercado de valores, la Bolsa de Valores tendrá la facultad de requerir a las emisoras para que informen y divulguen las causas que originaron dicho movimiento. En caso de desconocerlas, deberán formular una declaración en este sentido.
- b) La Comisión de Valores podrá proceder de la misma manera.

- c) La Bolsa de Valores podrá adicionalmente requerir a las emisoras que proporcionen mayor información sobre los hechos relevantes, cuando a su juicio ésta sea insuficiente.
- d) También tendrá la facultad de ordenarles que rectifiquen, aclaren o ratifiquen dicha información en caso de que sea confusa.
- e) La Bolsa de Valores podrá requerir que se rectifique o niegue algún evento relevante, cuando éste haya sido divulgado por terceros entre el público inversionista, y que debido a su incorrecta interpretación pueda afectar o influir en la cotización de valores. En este caso, la Bolsa de Valores deberá de informar inmediatamente a la Comisión de Valores que han formulado tal requerimiento.
- f) Tanto la Comisión como la Bolsa de Valores, con motivo de la divulgación de información sobre hechos relevantes, podrán suspender la cotización de los valores de una emisora.

Finalmente, la circular señala la forma por la cual las emisoras deberán de divulgar la información sobre los eventos capaces de influir en los precios de los valores. El procedimiento es el siguiente: la información será enviada por telefax a la Vicepresidencia de Supervisión Bursátil de la Comisión de Valores y a la Bolsa de Valores. Se hará llegar al público inversionista a través de, por lo menos, dos medios de comunicación electrónica, y un periódico de circulación nacional. Adicionalmente, la información se entregará por escrito a la Comisión de Valores, a más tardar al día hábil siguiente al que se envió por telefax. Deberá contener la firma autógrafa de alguno de los funcionarios responsables de divulgar la información (el presidente del consejo de administración, el director general y los funcionarios con un nivel jerárquico inmediato inferior al último, que por sus funciones conozcan o deban tener conocimiento de dichos eventos relevantes).

Respecto de esta circular 11-28, primeramente podemos señalar que introduce el concepto de "hechos relevantes". Este concepto se refiere a actos o hechos en sentido

genérico, sin limitarlos a información financiera, administrativa o contable. En este sentido se asemeja al término de "información material no pública" que se utiliza en la doctrina y en el Derecho Norteamericano, el cual representa cualquier tipo de información de carácter interno de la empresa, sin limitarla a información de naturaleza financiera, administrativa o contable.

La circular hace una distinción entre estos hechos relevantes y la información privilegiada, debido a que otorga el carácter de información privilegiada "para todos los efectos legales" únicamente a aquellos hechos relevantes que una sociedad emisora haya decidido diferir su divulgación. En nuestra opinión no debe establecerse distinción entre ambos conceptos, ya que en esencia representan lo mismo.

Sobre la opción que tienen las sociedades emisoras de diferir cierta información sobre hechos relevantes, y de tomar las medidas necesarias para que la información no divulgada sea conocida por el mínimo número de personas, nuestra opinión es que es un error que las emisoras tengan la facultad de decidir qué información divulgar y cuál diferir su divulgación, aún cuando la emisora deba de llevar un registro minucioso sobre las personas y el momento en que adquirieron tal información. Lo que motiva esta opinión es que la divulgación oportuna de información sobre eventos que puedan influir en los precios de los valores es una condición necesaria para dar certidumbre e igualdad en la toma de decisiones. Este principio está incluido en los propios Considerandos de la circular.

Otro concepto distinto a los previstos en la Ley del Mercado de Valores es el de "movimiento inusitado". El artículo 16 bis de la LMV hace referencia a actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores, mientras que la definición de un "movimiento inusitado", no solo se refiere a cambios en los precios de los valores, sino también a cambios en su oferta y a su demanda, y requiere además que dichos cambios no sean consistentes con el comportamiento histórico de los valores y que no puedan explicarse con base a la información a la que tiene acceso el público inversionista.

En otra de sus disposiciones, la circular señala expresamente quiénes son los funcionarios responsables de proporcionar y divulgar la información privilegiada, y la facultad de cada emisora de designar a un funcionario encargado de divulgar la información sobre hechos relevantes. En el mismo sentido que uno de los comentarios anteriores, no estimamos correcto que se haga una distinción entre ambos conceptos.

Las facultades de las Bolsas de Valores y la Comisión Nacional de Valores previstas en esta circular tienen la finalidad de establecer una supervisión y vigilancia más estricta, por medio de las siguientes facultades: de requerir a las emisoras que informen y divulguen las causas o más información sobre hechos relevantes, o por medio de la facultad de ordenar que rectifiquen esta información. No obstante, no se establece un plazo para que la sociedad emisora aclare o rectifique la información.

Finalmente, la circular describe de manera detallada la manera en que se debe divulgar la información sobre hechos relevantes, poniendo énfasis en la importancia de la utilización de los medios electrónicos para lograr una revelación más rápida de los actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores.¹⁰ Se señalan por lo menos dos medios de comunicación electrónica y un periódico de circulación nacional. Este punto nos parece acertado, ya que el destinatario de la información debe ser el público inversionista, y determina el momento en que se considera que la información ha sido divulgada. Anteriormente, la circular 11-11 consideraba divulgada la información en el momento en que se entregaba a la Comisión Nacional de Valores.

3.2 Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros.

El 18 de enero de 1999, se publicó en el Diario Oficial de la Federación la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros, la cual entró en vigor noventa días después de su publicación. Este nuevo ordenamiento tiene como objeto la protección y

¹⁰ La LMV fue una de las primeras leyes que previeron la utilización de los medios electrónicos para la contratación y celebración de actos. El artículo 91 de la LMV establece que las partes podrán pactar

defensa de los derechos e intereses del público usuario de los servicios financieros, que prestan las instituciones debidamente autorizadas.¹¹ La ley persigue crear y fomentar entre los usuarios una cultura adecuada sobre el uso de las operaciones y los servicios financieros, por lo que se establece una vigilancia sobre la información que proporcionen las instituciones financieras sobre su operación a los usuarios que contraten sus servicios, así como los procedimientos para solucionar sus inconformidades a través de la nueva Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF).

3.2.1 La Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF).

La nueva CONDUSEF sustituye el área de quejas de las Comisiones Nacionales Bancaria y de Valores, de Seguros y Fianzas y de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, implementando medios de solución para las controversias que se presenten ante este sector y sus usuarios. La relación de esta nueva ley con nuestra materia de estudio es lo siguiente: a partir del mes de mayo de 1999, la CONDUSEF sustituyó el área de quejas de la Comisión Nacional de Valores, y atiende las quejas como órgano único respecto de todos los servicios financieros.

Esta nueva Comisión es un organismo público descentralizado con personalidad jurídica y patrimonio propios, y autonomía técnica para dictar sus resoluciones. La ley señala que contará con Delegaciones Regionales, Estatales o Locales, las cuales estarán jerárquicamente subordinadas. Entre las facultades que se enumeran en el artículo décimo primero de la ley se encuentran las siguientes:

- Atender y resolver las consultas que sean presentadas por los usuarios, sobre los asuntos de su competencia.

libremente el uso de carta, telégrafo, télex, telefax o cualquier otro medio electrónico, de cómputo o telecomunicaciones para el envío de las órdenes de los inversionistas.

¹¹ Artículo primero de la LPDUSF.

- Resolver las reclamaciones que formulen los usuarios, sobre los asuntos que son competencia de la Comisión.
- Llevar a cabo el procedimiento de conciliación entre los usuarios y las instituciones financieras, de conformidad con los términos que la propia ley establece.
- Fungir como árbitro en amigable composición o de estricto Derecho, en los conflictos que se originen por operaciones o servicios que los usuarios hayan contratado con las instituciones financieras.
- Brindar el servicio de orientación jurídica y asesoría legal a los usuarios, en las controversias que se entablen ante los tribunales entre éstos y las instituciones financieras, con motivo de operaciones o servicios que los usuarios hayan contratado.
- Proporcionar información a los usuarios sobre los servicios y productos que ofrecen las instituciones financieras.
- Analizar y autorizar la información sobre los servicios y productos que ofrezcan las instituciones financieras que esté dirigida a los usuarios.
- Informar al público sobre la situación de los servicios que prestan las instituciones financieras.

3.2.2 Procedimiento de conciliación y arbitraje ante la CONDUSEF.

El procedimiento conciliatorio inicia con la presentación de la reclamación del usuario ante la CONDUSEF, la cual deberá de presentarse dentro del término de tres meses a partir de que se suscite el hecho que la produce. La Comisión citará a las partes a una junta de conciliación, la cual se realizará dentro de los veinte días hábiles siguientes, contados a partir de la fecha en que se recibió la reclamación. De manera adicional, la Comisión solicita un informe a la institución financiera, cuya omisión produce la consecuencia de que se tendrán por ciertas las manifestaciones del usuario.

En la junta conciliatoria, se exhortará a las partes a conciliar sus intereses. En el supuesto en que sí se llegue a una conciliación, el cumplimiento del compromiso queda a cargo de la institución financiera, la cual será sancionada con una multa de cien a mil veces el salario mínimo general diario vigente en el Distrito Federal.

En el supuesto contrario, en el que no sea posible lograr una conciliación entre las partes, la CONDUSEF invitará a las partes para que la designen como árbitro, ya sea en amigable composición o en juicio arbitral de estricto derecho, a elección de las partes. Si las partes no aceptan someterse al arbitraje, se podrá acudir ante los tribunales competentes. Sobre el procedimiento de conciliación, es preciso señalar que, debido a su naturaleza conciliatoria, no es forzoso que las partes acudan a él, sin embargo es recomendable, ya que es un antecedente que posteriormente será tomado en cuenta por los tribunales.

Respecto del procedimiento de arbitraje, las partes tienen la opción de elegir una de las siguientes modalidades: arbitraje en amigable composición o de estricto Derecho. En el juicio arbitral de amigable composición las partes facultan a la CONDUSEF para resolver la controversia "en conciencia, a verdad sabida y buena fe guardada"¹², y elaboran de común acuerdo y previa opinión de la CONDUSEF los puntos de la controversia, las etapas, formalidades y términos a los cuales se sujetará el arbitraje.

A diferencia del arbitraje en amigable composición, en el arbitraje de estricto Derecho las partes se someten a las disposiciones de la propia Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros que determinan las etapas, formalidades y términos del juicio arbitral, que podemos resumir de la siguiente manera:

- a) Presentación de la demanda por el usuario, dentro de un plazo de cinco días hábiles contados a partir del siguiente al de la celebración del compromiso arbitral, acompañada de pruebas.
- b) Contestación de la demanda por parte de la institución financiera, dentro de un plazo de cinco días hábiles contados a partir del día siguiente a aquél en que surta efectos la notificación, acompañada de los documentos que respalden excepciones, defensas y pruebas.

¹² Artículo 73 LPDUSF.

- c) Apertura del juicio a prueba durante un plazo de quince días hábiles, de los cuales cinco serán para el ofrecimiento de pruebas y diez para su desahogo.
- d) Formulación de alegatos durante un plazo común para ambas partes de ocho días hábiles.
- e) Emisión del laudo respectivo por parte de la CONDUSEF, estableciendo las medidas para que sea ejecutado. Se considera sentencia ejecutiva.
- f) Cumplimiento del laudo por parte de la institución financiera, dentro de los cinco días hábiles posteriores a su notificación. En caso de que no dar cumplimiento, la institución será sancionada con una multa de quinientos a mil veces el salario mínimo general diario vigente en el Distrito Federal impuesta por la CONDUSEF.
- g) Ejecución del laudo, corresponde a la CONDUSEF mandar pagar a la persona en cuyo favor se dictó el laudo, estando facultada para la aplicación de multas y el auxilio de la fuerza pública como medidas de apremio.
- h) En caso de que no se cumpla el requerimiento de la CONDUSEF, el laudo deberá de ejecutarse por la vía judicial ante un juez civil o mercantil, quien requerirá a la institución la comprobación del pago de las prestaciones a que se obligó en un plazo de setenta y dos horas. Si la institución omite comprobar este pago, el juez ordenará a la CONDUSEF que le imponga una multa, la cual será hasta por el importe de lo condenado, sin perjuicio de la orden de pago a la persona beneficiada. La institución tendrá un plazo de quince días hábiles para cumplir con el requerimiento, contados a partir de su recepción.

Antes de concluir este apartado, señalaremos que la CONDUSEF no está facultada para emitir dictámenes, anteriormente el usuario podía solicitar un dictamen ante la Comisión Nacional de Valores, y este documento constituía prueba plena. Por otra parte, la

CONDUSEF tiene una amplia facultad de imponer multas, ya que puede sancionar a las instituciones financieras por el incumplimiento o contravención a las disposiciones de la ley, como por ejemplo: no proporcionar a la CONDUSEF la información para hacer del conocimiento de los usuarios el estado que guardan las operaciones relacionadas con el servicio que hayan contratado, no comparecer a la junta de conciliación, incumplir con los acuerdos convenidos en la junta de conciliación que den solución a las reclamaciones, no cumplir el laudo arbitral.

Finalmente, la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros establece que la CONDUSEF brindará un servicio de orientación jurídica y de defensa legal a los usuarios, a través de un grupo de defensores, quienes proporcionarán orientación y defensoría legal a solicitud de los usuarios que lo soliciten y comprueben insolvencia económica.¹³

¹³ Si de los estudios socioeconómicos la CONDUSEF comprueba que la persona no es sujeto de recibir este servicio, podrá orientarle y asesorarle por única vez para su defensa.

CAPÍTULO IV: REGULACIÓN EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO COMPARADO: ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA

4.1 El Mercado de Valores en Estados Unidos de Norteamérica.

4.1.1 Desarrollo del Mercado de Valores en Estados Unidos.

El surgimiento de las bolsas de valores en Estados Unidos, fue consecuencia de una serie de circunstancias que favorecieron la creación y el desarrollo de un mercado sólido de dinero y de capitales. Después de la Independencia de los Estados Unidos, la ciudad de Filadelfia se convirtió en el primer centro comercial y financiero de la nueva nación¹. Distintos factores a nivel nacional se conjugaron para que en el año de 1790 se estableciera en Filadelfia la primera bolsa de valores en Estados Unidos, tales como el desarrollo de los bancos, el auge de las actividades industriales y comerciales, y la costumbre tanto en los ciudadanos como en las autoridades de utilizar los valores como objeto de inversión o instrumento financiero.

No obstante que la primera bolsa de valores se estableció en la ciudad de Filadelfia, en la ciudad de Nueva York existía un volumen importante de valores que eran materia de operaciones, a través de la reunión de varios comisionistas bajo un árbol frente al número 68 de la calle *Wall Street*. En este lugar, diariamente se reunían veinticuatro comerciantes y subastadores para comerciar acciones².

En el año de 1792, Leonard Bleeker y otros veintitrés corredores acordaron lo que vendría a ser el antecedente de la Bolsa de Valores de Nueva York (BVNY). Tal acuerdo fue en el siguiente sentido: "solamente prometer y cumplir entre nosotros con comprar o

¹ Dos de los principales bancos del país, el Banco de los Estados Unidos y el Banco de Norteamérica, se localizaban en Filadelfia, por lo cual la primera Bolsa de Valores se estableció también en dicha ciudad.

² Narrado por Luke F. Smith, en Un principiante en Wall Street, Ediciones Sistemas de Información Contable y Administrativa Computarizados, S.A de C.V, México, 1997, p. 67.

vender cualquier tipo de acción sin cobrar una comisión cuando menos del 1% sobre el valor de la operación".³

No fue hasta el año de 1817 cuando se organizaron en una asociación de carácter privado bajo el nombre de *New York Exchange Board*. A partir de esta fecha se adoptó un principio que se ha convertido en un uso a escala mundial, el cual consiste en guardar el anonimato de los nombres de los clientes. Tres años después, en 1820, los periódicos locales iniciaron la práctica de destinar espacio en las publicaciones para informar al lector sobre cuestiones bursátiles.

Algunos años después, como consecuencia del crecimiento en la industria ferroviaria, las acciones de las compañías ferroviarias fueron objeto de especulación en la *New York Exchange Board*, de tal manera que en el año de 1837 ocurrió el primer pánico de dicha bolsa de valores, y hacia el último tercio de ese siglo los inversionistas de esta Bolsa tuvieron distintos problemas, debido a que el mercado era aun incierto y se producían pérdidas.

Miguel Acosta Romero⁴, citando al autor Ripley, considera que el auge de la BVNY se debió a los siguientes factores:

- La aparición de la figura de la compañía controladora y la concentración creciente del control que ha acompañado la consolidación de los negocios.
- La tendencia del público en general, particularmente a partir del año de 1914, a destinar sus ahorros en la compra de valores de las sociedades anónimas como fuente de ganancia adicional.
- La emisión de acciones sin derecho a voto, así como la tendencia de los propietarios de pequeños lotes de acciones con derecho a voto, a no ejercer este derecho.

³ Citado por Acosta Romero, Miguel, *Op. cit.*, p. 986.

⁴ *Op. cit.*, p.987.

- El control actual de la dirección empresarial por un grupo de accionistas bien integrado que actúan como una unidad.

Los estatutos de la Bolsa de Nueva York, vigentes desde 1936, establecen que la dirección de la bolsa será llevada a cabo por un Consejo integrado por treinta y dos miembros, entre los cuales eligen a un Presidente. El Presidente a su vez designa a otros comités que trabajan en áreas específicas. Por lo que concierne al número de miembros de la bolsa, tal cifra está limitada a 1375 miembros.

En el siglo XX la BVNY alcanza su máximo desarrollo, consolidándose a nivel mundial, incluso desplazando a la bolsa de Londres.⁵ Hacia el año de 1920, la Bolsa de valores de la ciudad de Nueva York había crecido hasta el punto en el que podía manejar un volumen diario de más de 9 millones de acciones. Actualmente se manejan varios miles de millones de dólares, con un promedio de volumen de 300 millones de acciones diarias⁶. Por lo anterior, dicha bolsa de valores es considerada como la antecesora de todas las bolsas del mundo.

Actualmente existen en Estados Unidos, además de la *New York Exchange Board*, tres bolsas de valores más, las cuales operan de manera simultánea con la *New York Exchange Board*. La *American Stock Exchange* es la segunda en importancia, y tiene su sede también en la ciudad de Nueva York. En Chicago se encuentra la *Midwest Stock Exchange*, y en Los Ángeles y San Francisco se encuentra la *Pacific Coast Exchange*. A estas dos últimas se les denomina bolsas regionales, debido a que históricamente cada una de ellas era el único lugar en el cual era posible realizar el intercambio de acciones que eran de interés para los inversionistas de esa región en particular.⁷

⁵ Establecida en 1773.

⁶ Cifras descritas por Like F. Smith, *Op. cit.*, p. 68

⁷ F. Sharpe, William; J. Alexander, Gordon y V. Bailey, Jeffrey, *Investments*, Prentice Hall Inc., Estados Unidos, 1995, p. 53.

la principal es la *New York Exchange Board*, en la cual se negocian las acciones de las empresas más grandes y renombradas. El resto de las bolsas de valores opera de manera simultánea, y aunque son bolsas menores en cuanto a su tamaño y el número de acciones que negocian, todas son importantes para el funcionamiento del mercado de valores a escala nacional.

En el segundo nivel del mercado de valores en Estados Unidos se negocian las acciones de aquellas compañías de menor tamaño, o cuya cantidad de acciones en circulación es menor. A este segundo nivel se le denomina *Over the Counter Market*, o "mercado sobre el mostrador", debido a que no se refiere a las acciones que cotizan en las bolsas de valores, sino únicamente a las que se negocian en el sistema NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automatic Quotations*, o Cotizaciones Automáticas de la Asociación Nacional de Operadores de Valores).⁸

El NASDAQ no es un centro como la BVNY, en donde los operadores establecen un contacto directo entre sí, realizando un intercambio de órdenes de compra y venta de valores, sino que se trata de un sistema automatizado de información que proporciona los precios de cotización de las acciones que no se negocian en una bolsa, sino entre operadores de dicho sistema. El NASDAQ comenzó a funcionar en 1971, y fue creado por la NASD (*National Association of Securities Dealers*), la cual es una asociación de corredores y operadores cuya finalidad es supervisar la actuación de sus miembros, y está facultada para expulsar a aquellos miembros que se compruebe que han realizado prácticas poco éticas.

La NASD fue creada en el año de 1938, a través de una reforma a la *Securities Exchange Act* de 1934 (Ley de bolsas de valores de 1934). Es la única asociación de corredores y operadores que existe en Estados Unidos, y su objetivo es prevenir las actuaciones fraudulentas de sus miembros, así como promover los principios de justicia y

⁸ El término "sobre el mostrador" deriva de la práctica antigua por la cual, en la época posterior a la independencia de los Estados Unidos, los inversionistas compraban acciones en los bancos, y las transacciones se llevaban a cabo sobre el mostrador del banco. El término se utiliza en la actualidad para referirse a aquellas acciones que no se negocian en una bolsa, sino que únicamente implican la intervención de operadores de valores.

equidad entre los corredores y operadores del "mercado sobre el mostrador". La propia *Securities Exchange Act* de 1934 establece que la NASD tiene a su cargo la creación, el mantenimiento y la obligación de hacer cumplir un código de ética de corredores y operadores.⁹

4.1.2 La *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Debido a que las comisiones de valores en distintos países llevan a cabo funciones o actividades que son propias del Estado, su naturaleza jurídica es distinta en cada país, y dependerá de la estructura administrativa o del centralismo que impere en el sistema en particular del que se trate. Octavio Igartúa Araiza señala que la tendencia universal es que las comisiones, por la índole de su función o por el carácter técnico de la misma, deben incluirse dentro del concepto de organismos autónomos, o al menos, de servicios desconcentrados, partiendo siempre del supuesto de que lo esencial para que puedan desarrollar su actividad con eficiencia, es que estén dotados de independencia respecto del poder central.¹⁰

a) Objeto de la *Securities and Exchange Commission*.

La *Securities and Exchange Commission* (SEC) es la agencia federal creada por la *Securities Exchange Act* de 1934 que regula la emisión de valores en el mercado primario y el intercambio de valores en el mercado secundario.¹¹ Antes de la creación de la SEC, la vigilancia del cumplimiento de la *Securities Act* de 1933 (Ley de Valores de 1933) era llevada a cabo por la Comisión Federal de Comercio (*Federal Trade Commission*).

La SEC también puede definirse como un organismo independiente, imparcial, regulador y quasijudicial, cuyo objetivo principal es vigilar el cumplimiento de las leyes

⁹ Consultado en www.sec.gov, el 25 de junio de 1999 a las 22:30 horas, *The work of the SEC: A publication of the Office of Public Affairs, Policy Evaluation and Research*, artículo elaborado por la SEC, junio de 1997.

¹⁰ Igartúa Araiza, Octavio, *Op.cit.*, p.285.

¹¹ F. Sharpe, William; J. Alexander, Gordon y V.Bailey, Jeffrey, *Op.cit.*, p. 1022.

federales en materia de valores.¹² El objetivo de estas leyes es proteger a los inversionistas que intervienen de una manera honesta en el mercado de valores, y asegurar que dichos inversionistas tengan acceso a toda la información que esté relacionada con los valores que se negocian en dicho mercado. La SEC también regula a otras personas que se relacionan con el inversionista, como las firmas que se dedican a la compra y venta de valores y los asesores en inversiones, ya sea que se trate de personas físicas o morales.¹³

La SEC entrega un reporte anual al Congreso de los Estados Unidos, respecto del cumplimiento de las leyes federales en materia de valores, y al igual que la CNBV de México, la SEC no garantiza el valor o el éxito de una determinada inversión, ya que es el propio inversionista quien debe de juzgar y tomar una decisión respecto de la adquisición de valores que se ofrecen en el mercado de valores.

Respecto de las leyes federales que se encarga la SEC de vigilar su observancia, podemos mencionar las siguientes¹⁴:

- La *Securities Act of 1933* (Ley de Valores de 1933)
- La *Securities Exchange Act of 1934* (Ley de bolsas de valores de 1934)
- La *Public Utility Holding Company Act of 1935* (Ley de compañías controladoras de servicios públicos de 1935)
- La *Trust Indenture Act of 1939* (Ley de contratos de bonos de fideicomiso de 1939)
- La *Investment Company Act of 1940* (Ley de compañías de inversión de 1940)
- La *Investment Adviser Act of 1940* (Ley de asesores de inversiones de 1940)

b) Organización de la SEC.

¹² Como veremos más adelante en este capítulo, a diferencia de México, en Estados Unidos existe legislación tanto Estatal como Federal en materia de valores.

¹³ Consultado en www.sec.gov, el 25 de junio de 1999 a las 22:00 horas, The U.S. Securities and Exchange Commission: What it is, What it does, artículo realizado por la SEC, junio de 1997.

¹⁴ *Idem*.

La SEC está dirigida por un cuerpo de cinco miembros, integrado por cuatro Comisionados y un Presidente, todos ellos designados por el Presidente de los Estados Unidos, previo consejo y aprobación del Senado. Este grupo toma las principales decisiones sobre la política de todo el organismo y debe autorizar toda acción de la SEC para llevar a cabo la ejecución de las leyes en materia de valores. Son designados por un periodo de cinco años, y no más de tres miembros pueden pertenecer al mismo partido político.¹⁵

De manera adicional, la SEC cuenta con personal altamente calificado, integrado por abogados, contadores, analistas financieros, economistas y otros profesionistas. La oficina principal de la SEC se encuentra en Washington, D.C., además de contar con once oficinas regionales. Este organismo está dividido en cinco departamentos de la siguiente manera.

El primero de ellos es el Departamento de Finanzas Corporativas¹⁶, el cual tiene a su cargo la responsabilidad de que las sociedades emisoras registradas ante la SEC cumplan con todos los requisitos de declaraciones y revelación de información. El Departamento de Regulación de Mercado¹⁷ tiene a su cargo la vigilancia y regulación de quienes participan en el mercado de valores, como por ejemplo las bolsas de valores, así como de las prácticas y operaciones del mercado y las políticas que afectan la operación de dicho mercado.¹⁸

Por otra parte, el Departamento de Administración de Inversiones¹⁹ supervisa las actividades llevadas a cabo por los asesores de inversión, sean estos personas físicas o morales, de manera tal que tanto la publicidad como las operaciones de ventas que dichos asesores lleven a cabo sean con apego a la ley. Este mismo departamento recibe y tramita las declaraciones de estos asesores de inversión y sus apoderados, y reportes que se entregan de manera periódica a la SEC.

¹⁵ *Idem.*

¹⁶ *Division of Corporate Finance.*

¹⁷ *Division of Market Regulation.*

¹⁸ Consultado en www.sec.gov, el 25 de junio de 1999 a las 22:00 horas, *The U.S. Securities and Exchange Commission: What it is, What it does*, artículo realizado por la SEC, junio de 1997.

¹⁹ *Division of Investment Management.*

las declaraciones de estos asesores de inversión y sus apoderados, y reportes que se entregan de manera periódica a la SEC.

El Departamento de Observancia de Leyes²⁰ tiene a su cargo hacer cumplir las leyes federales en materia de valores. Entre sus facultades se encuentran la investigación de posibles violaciones a dichas leyes, y formular recomendaciones para que sean consideradas por la SEC. Finalmente, la Oficina de Inspecciones e Investigaciones²¹, con la finalidad de proteger al público inversionista, lleva a cabo y coordina la inspección de corredores, asesores de inversión y bolsas de valores para determinar si las actividades llevadas a cabo por éstos cumplen por lo establecido en las leyes federales de valores.

c) Facultades de la SEC.

Al igual que otras agencias federales en Estados Unidos, la SEC tiene la facultad de emitir reglas y regulaciones para cumplir con su objetivo, la facultad de investigar posibles violaciones a las leyes de su competencia y de imponer penas.²² Como lo hemos señalado con anterioridad, es responsabilidad de la SEC dar cumplimiento a las leyes federales sobre valores, y para lograr dicho objetivo, cuenta con diversas facultades que podemos agrupar, de manera general, en los siguientes rubros:

- Facultades de aprobación y autorización, por ejemplo, tratándose de la oferta pública de valores, o del registro de valores que toda emisora debe llevar a cabo ante la propia SEC.

- Facultad de emitir opiniones, en procedimientos llevados ante la propia Comisión respecto de las conclusiones a que la propia Comisión ha llegado en la investigación, o respecto de las leyes federales cuyo cumplimiento supervisa, al igual que emitir

²⁰ *Division of Enforcement.*

²¹ *Office of Compliance Inspections and Examinations.*

²² E. Roszkowski, Mark, *Business Law: Principles, Cases and Policy*, Tercera Edición, Editorial Harper Collins, Estados Unidos, 1992, p. 1042.

opiniones sobre proyectos de ley que puedan afectar sus actividades, o cuando tal opinión sobre un determinado proyecto de ley sea solicitada por el Congreso Federal.

- Facultades de juicio y ordenadoras, tales como juzgar si las emisoras registradas ante la propia Comisión cumplen con todos los requisitos legales, o bien documentos tales como las solicitudes de registro de nuevos valores, de apoderados, los reportes anuales y documentos sobre fusiones cumplen con todos los requisitos legales necesarios.
- Facultades de supervisión sobre la actividad llevada a cabo en el mercado secundario y quienes participan en este mercado, incluyendo a las bolsas de valores.
- Facultades de inspección, las cuales se ejercen respecto de asesores de inversión y las bolsas de valores, para determinar si han incurrido en violaciones a la ley, o deficiencias en las actividades que llevan a cabo. La SEC también realiza inspecciones respecto de una materia específica, un sector o industria, un área geográfica determinada, o bien como consecuencia de ciertas transacciones o eventos que la SEC considera irregulares.
- Facultad de emitir reglas y regulaciones conforme sea necesario para la realización de sus funciones, y revisar aquellas que hayan sido adoptadas, cuando éstas ya no cumplan con su objetivo o su aplicación resulte difícil. Por medio de esta facultad, la SEC ha regulado procedimientos y ha definido términos contenidos en distintas leyes federales. Esta misma facultad hace posible que la Comisión expida los formatos que deben de ser utilizados para cumplir con las obligaciones de revelación de información ante la propia Comisión.²³

Además de las facultades señaladas con anterioridad, es posible que la Comisión entable procedimientos administrativos contra intermediarios o empresas que estén obligados a presentar información a la Comisión. En casos de violaciones a las leyes

²³ Información obtenida en www.sec.gov, el 25 de junio de 1999 a las 22:30 horas, The work of the SEC: A publication of the Office of Public Affairs, Policy Evaluation and Research, artículo elaborado por la SEC, junio de 1997, y en E. Roszkowski, Mark, *Op. cit.*, p. 1043.

federales, está facultada para excluir a los intermediarios del ejercicio profesional o suspender sus operaciones hasta por un año.

No obstante lo anterior, es preciso señalar que la SEC únicamente tiene autoridad civil, de manera tal que en el supuesto de fraude o cualquier violación penal, la SEC presenta los hechos ante el Departamento de Justicia, recomendando que se entable una acción penal. El Departamento de Justicia, por medio de los Fiscales, procede a presentar la evidencia ante un gran jurado federal, para obtener un *indictment* (orden por escrito que contiene los cargos contra una persona determinada) y proceder a un juicio penal.

4.2 Evolución legislativa.

Antes de iniciar el análisis de la regulación en Estados Unidos en materia de información privilegiada, es necesario señalar que, a diferencia de la legislación en México, la cual es federal, en Estados Unidos existe tanto legislación estatal como federal en materia de operaciones con valores. Hacia el final del siglo XIX, el crecimiento industrial en los Estados Unidos se logró en gran parte debido a la venta de valores de distintas empresas e industrias. Aunque la mayoría de estas operaciones constituían inversiones legítimas, existían algunas que no lo eran, y las Legislaturas Locales comenzaron a expedir leyes en materia de valores.

En el año de 1911, el estado de Kansas fue el primero en aprobar la primera ley para regular la venta y la distribución de valores. Los demás estados aprobaron leyes similares, de manera tal que todos los demás estados de la Unión Americana cuentan con legislación en materia de valores.²⁴ En la actualidad, a estas leyes estatales se les denomina las "leyes de cielo azul", debido a que su principal objetivo es prevenir esquemas de especulación que no tienen otro fundamento que algunos pies de cielo azul. Algunos autores señalan que

²⁴ E. Roszkowski, Mark, *Op. cit.*, p. 1041.

"State blue sky laws were passed to prevent speculative schemes which have no more basis than so many feet of blue sky".²⁵

Aunque las leyes estatales difieren de un estado a otro, la mayoría de ellas prohíben conductas fraudulentas en la venta de valores, exigen el registro de ciertos valores cuya venta se realice dentro del estado y de corredores y apoderados. No obstante la existencia de legislación a nivel estatal, ésta resulto inadecuada tratándose de fraudes perpetuados en una escala mayor, es decir, a nivel nacional. Después de la caída del mercado en el año de 1929, la cual fue ocasionada en gran medida por la emisión de acciones fraudulentas, el Congreso Federal comenzó a expedir leyes en materia de valores²⁶, ejerciendo la facultad de regular el comercio interestatal que le otorga la Constitución norteamericana en su Artículo primero, Sección Octava, por la cual el Congreso está facultado para regular el comercio, no sólo con otros países, sino entre los estados también. En el año de 1956 se logró cierta uniformidad, al ser aprobada por la mayoría de los estados la *Uniform Securities Act*.

Sobre este punto, es preciso señalar que el sistema norteamericano difiere del mexicano en cuanto a que los valores están sujetos a las leyes de cualquier estado donde éstos se ofrezcan o se vendan. En consecuencia, en el sistema norteamericano las leyes federales y estatales se aplican de manera concurrente en cualquier transacción de valores hasta el límite en que se produzca un conflicto. En caso de conflicto, prevalece la ley federal sobre la estatal, debido a la cláusula de supremacía de la Constitución de los Estados Unidos.²⁷

En esta investigación no pretendemos llevar a cabo un análisis exhaustivo de la legislación norteamericana en materia de información privilegiada, debido a la diversidad de leyes estatales y federales que en materia de valores que existen. Únicamente dedicaremos nuestro estudio a las disposiciones de aquellas leyes federales que regulan la

²⁵ F. Sharpe, William; J. Alexander, Gordon y V. Bailey, Jeffrey, *Op. cit.*, p.81.

²⁶ La legislación federal en materia de valores está integrada por las siguientes seis leyes: la *Securities Act* de 1933, la *Securities Exchange Act* de 1934, la *Public Utility Holding Company Act* de 1935, la *Trust Indenture Act* de 1939, la *Investment Company Act* de 1940 y la *Investment Advisers Act* de 1940.

²⁷ Artículo sexto de la Constitución norteamericana.

materia de información privilegiada, haciendo un análisis genérico y en orden cronológico de la intervención del Congreso Federal en la actividad del mercado de valores.

4.2.1 *Securities Act* de 1933 (Ley de Valores de 1933).

La *Securities Act* de 1933 fue la primera legislación importante dirigida en forma específica hacia el mercado de valores. Esta ley sometió al mercado primario a la regulación federal, sin ocuparse del mercado secundario. Es conocida como la ley de "verdad en valores"²⁸, debido a que persigue dos objetivos principales: exige que los emisores de nuevos valores emitan información verdadera respecto de los valores a los posibles inversionistas, y prohíbe el fraude en la venta de valores.

Para lograr los objetivos anteriores, la ley exige la difusión de información financiera y el registro ante la SEC tanto de los emisores como de la oferta pública que se pretenda llevar a cabo. La difusión de esta información debe de ser a través de medios escritos, de manera tal que quede una constancia que compruebe el cuál es el contenido de esa información. De esta manera, los emisores potenciales deben de llenar una declaración de registro ante la SEC, y las declaraciones falsas quedan sujetas a penas por delitos penales.²⁹ La finalidad de tal registro es lograr la difusión de hechos materiales relacionados con la sociedad emisora y los valores cuya venta ofrece, de manera tal que el inversionista esté informado y pueda decidir sobre su adquisición en base a esa información.

Aún cuando esta ley no regula en específico las transacciones con información privilegiada, la Sección 17 de dicha ley, denominada Transacciones Interestatales Fraudulentas prohíbe este tipo de transacciones. Esta sección, aunque breve en cuanto a su

²⁸ *The "truth in securities" law.*

²⁹ W. Kolb, Robert, *Inversiones*, Ed. Limusa, México, 1997, p.203.

extensión, establece que es ilegal realizar ofertas o ventas de valores en el comercio interestatal³⁰ mediante:³¹

- El uso de cualquier recurso, artefacto, plan o artificio con la finalidad de defraudar; o
- La presentación de una declaración falsa o alguna omisión en una declaración; o
- La realización de cualquier transacción, práctica o negocio que produzca o pueda producir los efectos de un fraude.

La regulación contenida en la *Securities Act* de 1933 contiene conceptos genéricos, de manera tal que únicamente habla de "fraude" y de cualquier "recurso", "artefacto" o "plan". Es importante señalar que la ley no definió de manera específica el abuso de información privilegiada, sino que únicamente estableció el fraude o conductas que tuvieran la finalidad de defraudar o que produjeran los efectos de un fraude. En nuestra opinión, si hubiera sido posible sancionar el abuso de información privilegiada encuadrándolo en el fraude, ya que el fraude es "un término genérico que incluye todos los medios que pueden ser concebidos por el hombre, a los cuales un individuo recurre para obtener una ventaja sobre otro individuo por medio de sugerencias falsas o la supresión de la verdad... incluyendo cualquier medio injusto por el cual una persona es engañada."³²

Otro punto importante de la ley en comento es que se prevé que las tres conductas mencionadas en párrafos anteriores sean realizadas de manera directa o indirecta, lo cual es un elemento importante en la materia de nuestro estudio, tomando en cuenta las distintas formas de actuación que un *insider* puede llevar a cabo.

Si bien esta ley no contiene una Sección especial en donde regule las operaciones con información privilegiada, su importancia radica en que es la primera ley dirigida específicamente al mercado de valores, y fue la primera intervención del Congreso Federal

³⁰ En la Sección 2 de la ley se define al comercio interestatal como: el intercambio o el comercio con valores, o cualquier transportación o comunicación relacionada con dicho intercambio, entre Estados; entre el Distrito de Columbia y cualquier Estado; entre un Territorio de los Estados Unidos y un Estado; entre un país extranjero y un Estado, Territorio o el Distrito de Columbia; o dentro del Distrito de Columbia.

³¹ *Securities Act* de 1933, Sección 17, inciso a), puntos 1,2 y 3.

³² Black's Law Dictionary, Sexta Edición, West Publishing Company, 1991, p.455.

después del colapso financiero de 1929 y de la Gran Depresión. El problema principal en esa época era someter al control del Gobierno Federal las fases de emisión, venta e inversión en valores, y la Ley de Valores de 1933 es la primera respuesta que dio el Congreso ante este problema.

Otro aspecto relevante de esta ley es que el legislador atribuye gran importancia al papel que tiene la información en el mercado de valores, y la necesidad de que el público inversionista tenga acceso a ella en la toma de decisiones.

4.2.2. *Securities Exchange Act* de 1934 (Ley de bolsas de valores de 1934).

Debido a que la Ley de Valores de 1933 únicamente regulaba el mercado primario, al año siguiente se promulgó la Ley de bolsas de valores de 1934, con la finalidad de extender la regulación federal al mercado secundario. Por virtud de esta ley, el Congreso extendió su doctrina de protección al inversionista hacia las bolsas de valores que operaban en el mercado secundario.

Entre otros aspectos, la *Securities Exchange Act* de 1934 establece determinadas obligaciones a los directores y a los funcionarios de las sociedades emisoras, así como a cualquier persona que posea más del diez por ciento de las acciones de una misma clase. El objetivo de estas disposiciones es controlar al personal que tiene acceso a información privilegiada, y están encaminadas a restringir los abusos de información material y confidencial que no aún no se encuentra al alcance del público inversionista. Las Secciones de esta ley a las cuales nos referiremos son: Sección 10, 16, 20 y 21A.

a) Sección 10: Regulación al uso de artefactos manipuladores y engañosos.

El inciso b) de esta Sección contiene una disposición muy similar a la de la Ley de Valores de 1933. Establece que es ilegal el uso de cualquier medio del comercio interestatal o cualquier instalación de una bolsa de valores, para llevar a cabo cualquier manipulación o engaño que esté relacionado con la compra o venta de valores.

Este inciso contempla la posibilidad de que esta actuación sea de manera directa o indirecta, y prohíbe el uso de las bolsas de valores para estos fines de manipulación o engaño, de la siguiente manera:

Será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, el uso de cualquier medio o instrumento del comercio interestatal o del correo o cualquier instalación de una bolsa de valores:

b) Utilizar o emplear, en relación con una compra o venta de cualquier valor, cualquier artefacto manipulador o engañoso en contravención a las reglas emitidas por la Comisión que estime necesarias o apropiadas para el interés del público o para la protección de inversionistas.

b) Sección 16: Directores, Funcionarios y Accionistas principales.

Esta Sección impone las siguientes obligaciones a todos los directores y funcionarios de una sociedad emisora, y a cualquier persona que sea propietario de más del 10% de las acciones de una misma clase:³³

- Entregar un reporte a la SEC (y a la bolsa de valores respectiva) al momento de efectuar el registro de dichas acciones o dentro de un plazo de diez días posterior a la fecha en la que se adquirió la propiedad de dichas acciones. En este reporte se debe de señalar la cantidad de acciones que se poseen.
- Posteriormente, entregar un reporte mensual a la SEC si durante el mes anterior se realizó algún cambio en la titularidad de esas acciones. Este reporte mensual debe indicar la cantidad de acciones que se poseen al cierre del mes, y los cambios en la titularidad de las acciones que ocurrieron.

El inciso b) de la Sección en comento establece que, con el objeto de evitar el uso injusto de información que pudo haber sido obtenida por tal propietario, director o funcionario en virtud de su relación con la sociedad emisora, cualquier ganancia que haya

³³ *Securities Exchange Act* de 1934, Sección 16, inciso a).

sido obtenida por compras y ventas, o por ventas y compras de títulos emitidos por la sociedad, realizadas dentro de un periodo de seis meses (contado a partir de la primera operación de compra o de venta de valores), podrá ser exigida y recuperada por la sociedad emisora.

Este derecho a recuperar la ganancia obtenida se otorga a la sociedad emisora, y puede ser ejercido por cualquier accionista que sea poseedor de títulos emitidos por la emisora, en nombre y en beneficio de la emisora. La ley dispone que se debe acudir ante la Corte de Distrito competente³⁴, y la acción prescribe a los dos años, contados a partir de que se obtuvo la ganancia. Un aspecto importante es que la sociedad emisora únicamente puede recuperar la ganancia obtenida, y no puede exigir el pago de otra indemnización como serían los perjuicios.

Respecto de esta Sección 16, es preciso señalar que se trata de una regulación aplicable únicamente a aquellos sujetos que tienen acceso a la información privilegiada por motivo de su trabajo en una sociedad emisora. Únicamente está dirigida a funcionarios de alto nivel, dejando fuera a otros sujetos tales como corredores. Efectuando una correlación entre la Sección 10 y 16, se trata de una regulación que primeramente establece conceptos genéricos y posteriormente obligaciones específicas a determinadas personas.

La Sección 16 tiene una doble finalidad: primeramente prevenir el uso injusto de información privilegiada en operaciones a corto plazo, la cual pudo haber sido obtenida por el *insider* como resultado de su relación con la sociedad emisora. En segundo lugar, imponer obligaciones de informar a las personas que poseen, de manera directa o indirecta, más del 10% de las acciones de una misma clase de una sociedad emisora.³⁵

Esta ley data del año de 1934, y haciendo una comparación con nuestra legislación en México, recordaremos que no fue hasta el año de 1983 cuando se introdujo por primera

³⁴ La estructura de las Cortes Federales en Estados Unidos es la siguiente, de menor a mayor jerarquía: Cortes de Distrito, Cortes de Apelación y la Suprema Corte de Justicia.

³⁵ E. Roszkowski, Mark, *Op. cit.*, p. 1065.

vez el concepto de información privilegiada y la regulación para evitar su utilización en detrimento del público inversionista.

c) Sección 20 A: Responsabilidad derivada de transacciones con información privilegiada.

La propia Sección establece cómo se incurre en una violación a las disposiciones contenidas en ella, y esto es mediante la compra o la venta de un título valor en posesión de información material que no es pública. La Sección establece una responsabilidad para toda persona que haya incurrido en la violación anterior. Dicha responsabilidad implica que toda persona que haya comprado o vendido valores de esa misma clase tiene el derecho de entablar un procedimiento, ante la Corte de Distrito competente, contra el poseedor de esa información material.³⁶

La responsabilidad se traduce en un pago de daños, es decir, en una compensación pecuniaria a cargo de quien, teniendo información material que aún no era pública, llevó a cabo ventas o compras de valores. La sanción pecuniaria que se imponga no podrá exceder la ganancia obtenida o la pérdida evitada en la transacción o transacciones que son objeto de la contravención a la ley.

El derecho de exigir el pago de daños debe de ejercitarse dentro de un periodo de cinco años, contado a partir de la fecha en la que se llevó a cabo la última transacción. En el supuesto en que una persona comunique a otra dicha información material, no pública, se establece la misma responsabilidad para ambas, tanto para quien la comunica como para quien recibe la información confidencial. El pago de daños previsto en esta Sección es sin perjuicio de las facultades tanto de la SEC como del Procurador Federal o *Attorney General*, las cuales están contenidas en la Sección 21 A siguiente.

Esta Sección introduce dos elementos que en nuestra opinión son de gran importancia en una regulación de las operaciones realizadas con información privilegiada. Primeramente, el concepto de "ganancia obtenida o pérdida evitada", el cual se refiere a la

³⁶ *Securities and Exchange Act* de 1934, Sección 20 A, inciso a).

diferencia entre el precio de compra o de venta de una acción y el precio de esa misma acción una vez que la información privilegiada ha sido hecha del conocimiento público.³⁷

Recordemos que una de las críticas que en el segundo capítulo de esta investigación hicimos a la regulación en nuestro país, era precisamente que no se incluyó el concepto de pérdida evitada sino hasta el año de 1993. Como lo hemos señalado en esta investigación, la importancia de tal concepto radica en que en muchos casos quienes llevan a cabo operaciones con información privilegiada no desean obtener un lucro, sino evitar una pérdida en la cual incurrirá el resto del público inversionista.

El segundo elemento es sancionar la comunicación entre un poseedor de información privilegiada y un tercero, lo cual consideramos que es de gran importancia, ya que la transmisión de esta información es una violación al deber de discrecionalidad de quienes tienen acceso a esa información de determinada emisora.

d) Sección 21 A: Sanciones por efectuar operaciones con información privilegiada

La diferencia entre las Secciones 16, 20 A y la Sección en comento radica en que en la Sección 16, es la sociedad emisora o el inversionista quien tiene la facultad de entablar un procedimiento judicial contra el director, funcionario o poseedor de acciones que cometió un abuso de información privilegiada, con el fin de recuperar la ganancia obtenida por esa persona, sin que sea posible la intervención de la SEC. Por otra parte, las Sección 20 A establece el derecho, para cualquier persona, a iniciar un procedimiento judicial en contra de cualquier persona que poseyendo información privilegiada haya comprado o adquirido valores, para obtener el pago de daños. A diferencia de las Secciones anteriores, la Sección 21 A faculta a la SEC para iniciar un procedimiento ante los tribunales. Es importante señalar que las disposiciones de la Sección 20 A pueden ser ejercitadas por los particulares sin perjuicio de que la SEC decida ejercitar la facultad que se le concede bajo la Sección 21 A.

³⁷ *Securities and Exchange Act* de 1934, Sección 21 A, inciso f). Sin embargo, este concepto debería de ser más preciso, ya que para determinar el último precio de la acción se toma en cuenta "un periodo razonable" de tiempo después de que la información fue divulgada.

La facultad de la SEC de acudir ante la Corte de Distrito competente debe de ejercerse dentro de un plazo de cinco años, contado a partir de la fecha en que se realizó la operación, en contra de dos personas:

- Quien poseyendo información material no pública, compró o vendió valores, o divulgó tal información, o/y
- Quien de manera directa o indirecta, al momento de que se efectuó la violación a la ley, controlaba de manera directa o indirecta a la persona que incurrió en dicha violación.

Sobre este punto, estimamos que la finalidad de esta disposición de la ley es evitar que aquellos sujetos que tengan un rango superior dentro de una sociedad emisora se confabulen con sus inferiores para llevar a cabo transacciones con información privilegiada, y evitar que esta información sea transmitida dentro de la empresa para evitar su divulgación.

La ley establece dos penas distintas que serán impuestas por la Corte, dependiendo de la persona de que se trate. En este sentido, prevé una pena pecuniaria que no podrá exceder de tres veces el beneficio obtenido o la pérdida evitada como resultado de la operación u operaciones con información privilegiada,³⁸ y si se trata de la persona que de manera directa o indirecta controlaba a la persona que incurrió una violación a la ley, la pena pecuniaria no excederá ya sea de un millón de dólares o de tres veces el beneficio obtenido o la pérdida evitada, lo que resulte mayor.³⁹ En un apartado posterior, a la primera de estas personas se le denomina "persona controlada" y a la segunda "persona controladora".

Sobre esta figura de "persona controladora", la *Securities Exchange Act* no señala quiénes son éstas, ni detalles sobre la naturaleza de la relación entre ésta y quien incurrió

³⁸ *Securities and Exchange Act* de 1934, Sección 21 A, inciso a), punto 2.

³⁹ *Securities and Exchange Act* de 1934, Sección 21 A, inciso a), punto 3.

en una violación a la ley. Estimamos que como una "persona controladora" puede ser el empleador, o cualquiera que esté facultado para supervisar, dirigir o controlar la política o las actividades de otro. Únicamente señala que respecto de esta "persona controladora" se deberá de comprobar lo siguiente:

- (i) Que conocía, o que actuó con indiferencia, ante el hecho de que era probable que la "persona controlada" realizara el acto o los actos objeto de la violación; y
- (ii) Que no tomó las medidas necesarias para evitar o prevenir que tales actos ocurrieran.

Es importante señalar que las acciones que están previstas en la Sección 20 A y 21 A son susceptibles de ejercitarse sin perjuicio una de la otra. La SEC no es competente para conocer de procedimientos penales, sino que únicamente puede presentar los hechos ante el Departamento de Justicia y recomendar que se entable acción penal. El Departamento de Justicia, por medio del *United States' Attorney's Office*⁴⁰, iniciará el proceso penal.

4.2.3 Regla 10b-5: Uso de medios manipuladores y engañosos.

La Sección 23 de la *Securities and Exchange Act* de 1934 establece la facultad de la SEC de expedir las regulaciones y reglas que sean necesarias para poner en práctica las disposiciones de las leyes que administra. Por medio de esta facultad, la Comisión puede clasificar personas, valores, transacciones, declaraciones, reportes, y establecer distintos requisitos para cada una de estas clasificaciones. En el proceso de elaboración de una regla o regulación, la Comisión toma en consideración el impacto que tal disposición tendrá sobre la competencia dentro del mercado de valores.

⁴⁰ La Sección 32 de esta misma ley señala que comete un delito cualquier persona que intencionalmente viole cualquiera de las disposiciones de la Ley, sus reglas o regulaciones, o quien intencionalmente haga declaraciones falsas o engañosas en cualquier documento presentado ante la SEC. La conducta anterior se sanciona con una pena pecuniaria de hasta un máximo de un millón de dólares, o privación de la libertad por un máximo de diez años, o ambas.

En ejercicio de esta facultad, la SEC ha emitido trece reglas bajo la *Securities Exchange Act* de 1934, agrupadas bajo el título de Medios y Artefactos Manipuladores y Engañosos (*Manipulative and Deceptive Devices and Contrivances*). La regla que interesa a nuestro estudio es la Regla 10b-5: Uso de medios manipuladores y engañosos, del año de 1942, la cual señala que:⁴¹

Será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, el uso de cualquier medio o instrumento para el comercio interestatal o en cualquier bolsa de valores:

- a) Utilizar cualquier medio, esquema o artificio para defraudar,
- b) Hacer cualquier declaración falsa sobre un hecho, u omitir señalar la existencia de un hecho relevante para la elaboración de la declaración, o
- c) Realizar cualquier acto, práctica comercial u operaciones de negocios que produzcan o puedan producir el efecto de un fraude o engaño respecto de cualquier persona, en relación con la compra o venta de cualquier valor.

La regla 10b-5 contiene una serie de disposiciones que prohíben de manera genérica al fraude. Se prohíbe el fraude o el engaño en la compra o en la venta de cualquier título valor por cualquier persona. El autor Mark E. Roszkowski explica que la Suprema Corte ha sostenido que quien demande invocando esta regla debe de ser un comprador o un vendedor de los valores de que se trate.⁴² La Suprema Corte también ha determinado que es necesario que las partes prueben la intención de engañar, manipular o defraudar. En consecuencia, la conducta negligente por sí sola es insuficiente para exigir responsabilidad bajo la Regla 10b-5.

La importancia de esta regla en comento es que es posible aplicarla para evitar operaciones con información privilegiada, o *insider trading*. No hay que perder de vista que la responsabilidad que se determine bajo esta regla no puede ir más allá de la conducta que se describe en la Sección 10 (b) de la *Securities Exchange Act* de 1934, y que las penas que pueden imponerse son únicamente las que están previstas en esta misma ley.

⁴¹ Consultada en www.seclaw.com, 8 de agosto de 1999 a las 17:30 horas, *Securities Laws, Rules, Regulations and Information*, recopilación de Mark J. Astarita, Esq., publicación del Centro de Derecho Corporativo por el Centro de Textos Electrónicos de Derecho.

⁴² En el caso *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 95 S. Ct. 1917 (1975), citado por E. Roszkowski, Mark, *Op. cit.*, p. 1066.

4.3 Casos relevantes en materia de información privilegiada.

No obstante las facultad de la SEC de emitir reglas, las Cortes Federales y la Suprema Corte han emitido las reglas más claras en materia de información privilegiada. Como veremos en esta sección de nuestro estudio, a lo largo de los años posteriores a la emisión de la Regla 10b-5 por parte de la SEC, las decisiones de la Suprema Corte de Justicia han ido evolucionando de tal manera que han esclarecido y unificado la ley en materia de *insider trading*.

4.3.1 *In the matter of Cady, Roberts & Co.*⁴³

Este caso fue resuelto por la Comisión de Valores en el año de 1961, y fue el primer caso en el cual la SEC aplicó la Regla 10b-5 para un caso de información privilegiada.⁴⁴ En este caso la SEC concluyó que una persona incurre en una violación a la regla mencionada por medio de la compra o venta de valores en base a información material, no pública si es un *insider* de la empresa cuyas acciones se negocian, ya que infringe un deber fiduciario que debe guardar respecto de los accionistas de la empresa.

El razonamiento de la SEC en este caso es el siguiente: primeramente, que la Regla 10b-5 se aplica a transacciones efectuadas con valores por "cualquier persona". En segundo lugar, la Ley ha impuesto a determinadas personas (funcionarios, accionistas mayoritarios y directores) la obligación de divulgar información material. Esta obligación es debido a que se trata de hechos materiales que son conocidos por ellos en virtud de su puesto, pero que no son conocidos por el resto de los inversionistas, y que, de ser conocidos, influirían en sus decisiones de inversión. En consecuencia, el no divulgar esta información bajo estas circunstancias constituye una contravención a las disposiciones contra el fraude.

⁴³ 40 S.E.C. 907 (1961)

⁴⁴ Brodsky, Edward, *Insider Trading: The Misappropriation Theory*, The New York Law Journal, The New York Law Publishing Company, 13 de noviembre de 1996.

No obstante que la Ley prevé una obligación especial para los *insiders* corporativos, la SEC concluyó que dicha obligación no debe de limitarse únicamente a las personas que la Ley enumera, ya que la obligación se basa en dos elementos:

- (i) Primero: la existencia de una relación que permite el acceso, directo o indirecto, a información cuyo uso está previsto únicamente para fines corporativos y no para el beneficio de cualquier persona.
- (ii) Segundo: la injusticia inherente en el hecho de que una persona saque provecho de tal información, a sabiendas de que no está al alcance de las personas con las que negocia.

Este caso señala de manera patente que todo *insider* que posea información material, no pública tiene la obligación de ya sea divulgarla o abstenerse de efectuar operaciones en base a ella. Este deber se hace extensivo no sólo a los *insiders* corporativos, sino también a aquellos empleados que adquieren esta información. La responsabilidad también recae sobre los *tippees*, quienes adquieren información de o a través de *insiders* que han incumplido con dicho deber.

4.3.2 *Chiarella v. United States*.⁴⁵

Este caso fue resuelto por la Suprema Corte en el año de 1980. La doctrina relaciona este caso con *Dirks v. Securities and Exchange Commission* (el cual explicaremos en el apartado siguiente) debido a que ambos casos introdujeron claridad y unidad al Derecho aplicable al *insider trading*.⁴⁶ Durante la década de los años ochenta, la Suprema Corte se apartó de las ideas sostenidas con anterioridad por la SEC, rechazando la noción de que

⁴⁵ 445 U.S. 222 (1980)

⁴⁶ Macey, Jonathan R., *SEC's Insider Trading Proposal: Good Politics, Bad Policy*, Policy Analysis 101, publicado por The Cato Institute, 31 de marzo de 1998.

toda persona que posea información material, no pública y corporativa tiene un deber general hacia el mercado de valores, el cual exige que den a conocer dicha información.⁴⁷

La teoría que se aplicaba antes de que la Suprema Corte decidiera los casos *Chiarella* y *Dirks* era la "Equal access theory"⁴⁸, en la cual el fundamento para fincar responsabilidad es únicamente la posesión de información privilegiada. De esta posesión de información privilegiada se deriva una obligación para su poseedor de revelarla, con el fin de que todos los inversionistas tengan las mismas posibilidades de tener acceso a la información. Dicha teoría establece que quien esté en posesión de información importante debe revelarla al público inversionista, o si decide no hacerlo, debe abstenerse de contratar con los valores o hacer recomendaciones mientras la información siga siendo desconocida para el público.

En lugar de seguir el razonamiento anterior, la Suprema Corte estableció en *Chiarella v. United States* que el deber de divulgar información, o de abstenerse de efectuar operaciones en base a ella, no deriva de la mera posesión de información no pública. Tal deber surge de la existencia de una relación fiduciaria entre el sujeto poseedor de información privilegiada y la emisora y sus accionistas.⁴⁹ De manera adicional, debe de existir una manipulación o engaño en la actividad del sujeto para quebrantar esa relación fiduciaria. Este razonamiento constituye la Teoría Clásica de *insider trading*.

4.3.3 *Dirks v. Securities and Exchange Commission*.⁵⁰

La Teoría Clásica de *insider trading* también fue sostenida por la Suprema Corte al resolver este caso. Sin embargo, a diferencia del caso *Chiarella*, en donde la Teoría Clásica únicamente se estableció respecto de los funcionarios, directores y miembros permanentes de una empresa (también denominados *corporate insiders*), el caso *Dirks* extiende el

⁴⁷ *Idem*.

⁴⁸ Teoría sostenida por Cortes de Circuito, más no por la Suprema Corte.

⁴⁹ La Suprema Corte estableció que una relación contractual de naturaleza fiduciaria es el requisito necesario para imponer responsabilidad bajo la Regla 10b-5 de la SEC.

⁵⁰ 463 U.S. 646 (1983)

ámbito de aplicación de la Teoría Clásica a aquellas personas que mantuvieron una relación (de naturaleza fiduciaria) temporal con una empresa (*temporary insiders*). Tal es el caso de los abogados, contadores y otros prestadores de servicios externos para la empresa, que no pertenecen de manera permanente a ella.

Un segundo aspecto relevante de este caso, decidido en 1983, es que la Suprema Corte elaboró una regla para solucionar el problema de fincar responsabilidad a los *tippees*. La regla definida por la Suprema Corte consiste en los siguientes tres aspectos:

- (i) En primer lugar, para que un *tippee* sea responsable, la persona de la cual adquiere la información privilegiada (el *tipper*) debe de haber quebrantado una relación fiduciaria.
- (ii) El *tippee* debe de adquirir el deber fiduciario del *tipper*. Esto ocurre sólo si el *tippee* sabía o debía de saber que el *tipper* ha quebrantado un deber fiduciario al darle a conocer la información.
- (iii) Para que un *tippee* sea responsable de realizar transacciones en base a esa información, el *tipper* debe de efectuar transacciones buscando un beneficio personal, como una ganancia pecuniaria o cualquier otro tipo de beneficio.

A diferencia de los *insiders*, quienes tienen deberes de naturaleza fiduciaria hacia la empresa y sus accionistas, el clásico *tippee* no mantiene esta relación. En consecuencia, debe de existir un incumplimiento en el deber fiduciario del *insider* para que el *tippee* adquiera la obligación de divulgar la información o abstenerse de efectuar operaciones. Como ya se había establecido por la Suprema Corte, la obligación de divulgar la información deriva de la relación entre las partes, y no de la mera adquisición de información debido a la posición de determinada persona dentro del mercado de valores.

La opinión de la Suprema Corte puede resumirse de la siguiente manera: la obligación de divulgar o de abstenerse del *tippee* deriva de la misma obligación de divulgación o abstención del *insider*. Un *tippee* debe de asumir el mismo deber fiduciario

del *insider*, debido a que ha adquirido información privilegiada de manera incorrecta. En consecuencia, un *tippee*⁵¹ asume el deber fiduciario hacia los accionistas de una empresa, que consiste en no efectuar operaciones con información material no pública, únicamente cuando: a) el *insider* a su vez ha quebrantado su deber fiduciario con los accionistas, dando a conocer la información al *tippee*, y b) el *tippee* sabe o debió de haber sabido la existencia de tal quebranto.⁵²

Un elemento adicional a este razonamiento es que la Suprema Corte también estableció que no habrá responsabilidad para los *tippees* que hayan efectuado operaciones en base a información privilegiada a menos que los *tippers* hayan obtenido un beneficio personal de cualquier tipo a cambio de haber entregado esta información a los *tippees*.

4.3.4 *United States v. O'Hagan*.⁵³

La posibilidad de fincar responsabilidad por *insider trading* a los *outsiders* es una cuestión que ha sido debatida por la Suprema Corte recientemente. Un *outsider* es definido en los Estados Unidos como "aquella persona que, en virtud de una relación de naturaleza "periférica" con una empresa es capaz de descubrir y adquirir información material no pública." ⁵⁴

El primero en proponer la idea de que un *outsider* debe de tener la obligación de abstenerse de realizar operaciones con información privilegiada o de divulgar dicha información, fue el Ministro Warren E. Burger, entonces Presidente de la Suprema Corte de Justicia, al emitir un voto particular en el caso *Chiarella* en el año de 1980. El Ministro Burger en su voto particular fue el creador de la Teoría de Malversación (*Misappropriation Theory*), por la cual a cualquier persona que se apropie indebidamente (un malversador) de

⁵¹ Recordemos que un *tippee* es aquella persona que adquiere información material, no pública, de un sujeto que mantiene una relación fiduciaria con la empresa a la cual dicha información pertenece.

⁵² E. Roszkowski, Mark, *Op. cit.*, p. 1072.

⁵³ 117 S. Ct. 2199 (1997)

⁵⁴ Concepto definido por el *Practising Law Institute*, en una conferencia presentada el 8 de septiembre de 1998. Consultada en www.seclaw.com, el 8 de agosto de 1999 a las 19:00 horas.

información confidencial y haga uso de ella debe de ser posible fincarle responsabilidad por *insider trading*.

Esta Teoría fue adoptada por el Segundo Circuito en el año de 1981⁵⁵. Cuando la teoría fue presentada ante la Suprema Corte por primera vez en 1987⁵⁶, la votación respecto de considerarla como base para establecer responsabilidad bajo la Regla 10b-5 se dividió en cuatro votos a favor y cuatro en contra, de manera tal que fue imposible alcanzar una mayoría para que la decisión tuviera el rango de precedente.

En años recientes las Cortes del Segundo, Séptimo y Noveno Circuito adoptaron la Teoría de Malversación, mientras que el Cuarto y el Octavo Circuito rechazaron la misma teoría⁵⁷, aumentando de esta manera la necesidad de que la Suprema Corte se pronunciara al respecto y resolviera la división entre las Cortes de Circuito.

Fue finalmente hasta el año de 1997 cuando la Suprema Corte se pronunció en sentido afirmativo de aceptar la Teoría de Malversación como base para fincar responsabilidad bajo la Regla 10b-5, al resolver el caso *United States v. O'Hagan*. Esta teoría extiende el alcance de la Regla 10b-5 hacia los *outsiders* que no tienen un deber fiduciario con los accionistas de la empresa cuyas acciones negocian. La teoría impone responsabilidad por violación a la Sección 10 (b) de la *Securities Exchange Act* de 1934 y violación a la Regla 10b-5 de la SEC a toda persona que:

- (i) Adquiera de manera deshonesta información material no pública y
- (ii) utilice dicha información en una transacción con valores;
- (iii) a pesar de que no exista un deber de naturaleza fiduciaria entre dicha persona y los accionistas de la sociedad.⁵⁸

⁵⁵ En el caso *U.S. v. Newman*, 664 F. 2d 12 (1981)

⁵⁶ En el caso *U.S. v. Carpenter*, 484 U.S. 19, 108 S. Ct. 316 (1987)

⁵⁷ Brodsky, Edward, Insider Trading: The Misappropriation Theory, The New York Law Journal, The New York Law Publishing Company, 13 de noviembre de 1996.

⁵⁸ *Idem*.

Recordemos que conforme a la Teoría Clásica se configura una violación a la Sección 10 (b) de la *Securities Exchange Act* de 1934 y a la Regla 10b-5 de la SEC cuando un *corporate insider* efectúa transacciones con valores de su empresa en base a información confidencial que ha obtenido debido a su posición dentro de la empresa. Tales transacciones constituyen el "mecanismo o artificio manipulador" consagrado en la Sección 10 (b) y la Regla 10b-5, debido a que existe una relación de confianza entre los accionistas de la empresa y el *insider*, que a su vez genera un deber de divulgar o de abstenerse de efectuar operaciones.⁵⁹

A diferencia de la Teoría Clásica, la Teoría de Malversación, un *outsider* incurre en una violación a las mismas disposiciones cuando realiza una malversación de información confidencial con el propósito de efectuar operaciones con valores, quebrantando un deber fiduciario que es debido a la fuente de la información, en lugar de los inversionistas con quien comercia.⁶⁰

Según la misma teoría, la malversación de información confidencial encuadra en la conducta descrita en la Sección 10 (b) de la *Exchange Act* de 1934, ya que dicha disposición exige que existan los siguientes dos elementos: una conducta "engañosa", y que se de "en relación a una compra o venta de valores".

El primero de estos elementos, la conducta engañosa, existe cuando el *outsider* finge lealtad a la persona de quien adquirió la información, pero de manera secreta utiliza dicha información para obtener un beneficio personal, ya que engaña y defrauda a la persona que constituye la fuente de la información. Este punto se basa en el siguiente razonamiento de la propia Suprema Corte: "La información confidencial de una empresa se considera como una propiedad sobre la cual la propia empresa tiene un derecho exclusivo de uso; la adquisición indebida de dicha información se equipara a un fraude similar a la malversación o el desfalco".⁶¹

⁵⁹ *Chiarella v. United States*, 455 U.S. 222, p. 228-229.

⁶⁰ *U.S. v O'Hagan*, 117 S. Ct. 2199, p. 8.

⁶¹ *United States v. Carpenter*, 484 U.S. 19, p.27.

Bajo la Teoría de Malversación, uno de los elementos centrales es que el *outsider* no revele su intención de efectuar operaciones en base a la información confidencial. Por el contrario, si el *outsider* da a conocer a la fuente de donde proviene la información, que planea realizar operaciones, no existe el "mecanismo o artificio manipulador", y en consecuencia, no incurre en una violación a la Sección 10 (b).

Respecto del segundo elemento que exige la Ley, que el uso engañoso de información confidencial sea "en relación a una compra o venta de valores", dicho elemento se actualiza en el momento en que el *outsider* utiliza la información confidencial en la compra o venta de valores. De esta manera, tanto la transacción efectuada como la violación al deber fiduciario coinciden, aún cuando la persona o entidad defraudada no es la otra parte en la transacción, sino la fuente de donde proviene la información no pública.

Finalmente, señalaremos que debido a que realizar operaciones (sin revelar esta actividad) en base a información material, no pública, que fue adquirida de manera indebida, defrauda tanto a la fuente de donde proviene la información como al público inversionista, la Teoría de Malversación es acorde a uno de los objetivos de la Ley de Bolsas de Valores de 1934: garantizar la honestidad en el mercado y promover la confianza en el inversionista.

Resumiendo lo expuesto en este capítulo, podemos resaltar que en Estados Unidos, en un principio las operaciones con información privilegiada se equipararon al fraude, y las disposiciones de ley posteriores que han sido aplicables evolucionaron de conceptos genéricos que sancionan conductas fraudulentas. Debido a que se parte de una concepción de fraude, no existe todavía una definición de información privilegiada dentro del Derecho Norteamericano, ya que la tarea de establecer reglas, principios y conceptos se ha dejado a las Cortes de Apelación a través de decisiones que constituyen precedentes.

Como resultado de la labor de los tribunales, por medio de los precedentes ha sido posible aplicar la regulación de información privilegiada no sólo a los *insiders* clásicos,

tales como los funcionarios y directores de las empresas, sino también a los *temporary insiders* y a los *outsiders*.

A diferencia de esta manera por la cual ha evolucionado la regulación del *insider trading* en Estados Unidos, en México la regulación de operaciones con información privilegiada se ha dado a través de reformas a la Ley del Mercado de Valores y la emisión de circulares por parte de la Comisión de Valores.

Tanto la doctrina como los distintos casos que se han resuelto en materia de *insider trading* han establecido distintos conceptos para referirse a los diversos sujetos que intervienen en operaciones con información privilegiada, como *insiders*, *tippers* y *tippees*, *temporary insiders*, *outsiders*. Esta diversidad de conceptos responde a las diversas formas de intervención que los sujetos pueden tener.

Un elemento muy importante dentro del Derecho Norteamericano es la existencia de un deber de naturaleza fiduciaria entre el *insider* y la fuente de la información, es decir la empresa y/o sus accionistas. La importancia de este elemento es que un *insider* incurre en una violación a la Ley y a la Regla 10b-5 si compra o vende valores basándose en información confidencial, debido a que infringe dicho deber fiduciario. Aún cuando el *tippee* no mantiene esta relación fiduciaria, para que el *tippee* asuma la obligación de divulgar información o abstenerse de efectuar operaciones, debe de existir un incumplimiento en el deber fiduciario que sí tiene el *insider*.

Un segundo elemento que es considerado como crucial para combatir los abusos de información privilegiada, es la injusticia inherente en el hecho de que una persona saque provecho de información confidencial, a sabiendas de que dicha información no está al alcance de las personas con las cuales negocia.

Respecto de la teoría de la Malversación, la cual es la que se aplica actualmente, es necesario que formulemos las siguientes consideraciones. En primer lugar, aún cuando en el caso *O' Hagan* la Suprema Corte determinó que la SEC debe demostrar la existencia de

una relación de naturaleza fiduciaria entre la persona que adquiere información confidencial y el sujeto que constituye la fuente de dicha información, esta relación fue descrita como una relación de discrecionalidad y confianza, y en consecuencia admite otro tipo de relaciones que no son estrictamente fiduciarias, haciendo posible imputar responsabilidad a los *outsiders*.

En segundo lugar, si el "malversador" de información o *outsider* da a conocer a la persona de la cual obtuvo la información privilegiada su intención de llevar a cabo operaciones basadas en esa información, no tendrá responsabilidad por *insider trading*. El razonamiento sobre este punto, es el siguiente: si el sujeto revela a la fuente su intención de utilizar información privilegiada, no existe un "mecanismo o artificio manipulador", debido a que el engaño o manipulación implican fingir fidelidad a la fuente de información; y si se da a conocer el propósito de efectuar operaciones en base a esa información, en consecuencia no existe un "mecanismo o artificio manipulador", y por lo tanto, no se incurre en una violación a la Sección 10 (b).⁶²

⁶² Algunos autores, como Edward Brodsky, hacen una crítica a la Teoría de la Malversación en este sentido: permite que el malversador evada la responsabilidad, debido a que tiene la opción de hacer una revelación selectiva (a la fuente de donde proviene la información confidencial) de su propósito de utilizar información privilegiada. Esta posibilidad no protege ni al mercado ni a los accionistas de las acciones que el malversador pueda emprender, y sin embargo le permite evadir responsabilidad.

CONCLUSIONES

La regulación del uso de información privilegiada es un aspecto de gran importancia para la eficiencia del mercado de valores, ya que lleva a una operación transparente del mercado y fomenta la confianza del público inversionista. Dentro del mercado de valores debe existir información que sea abundante, oportuna, y accesible, de manera tal que sea posible ganar la confianza del inversionista, para lograr en consecuencia que participen en nuestro mercado de valores el mayor número de inversionistas posible.

Es indispensable que nuestro mercado de valores proporcione seguridad al público inversionista en el sentido de que la información que tiene a su disposición es fidedigna y precisa, que además se trata de información a la cual se tiene acceso en un plano igualitario, y que dentro del mercado se ofrecen las mismas oportunidades para todos los que participen en él. La confianza que el público debe tener en el mercado es vital para éste, pues difícilmente se da cuando existen temores.

No será posible obtener la confianza del público inversionista a menos que exista en nuestro país una estructura legal que garantice que en nuestro mercado de valores se ofrecen oportunidades de inversión en un plano igualitario. La regulación del uso de la información privilegiada debe ser parte de esta estructura legal, de manera tal que se prohíban las operaciones que constituyan abusos de esta información de naturaleza confidencial, y que se establezcan sanciones para los infractores. De lo contrario, las personas que tengan acceso a información privilegiada obtendrán beneficios o evitarán pérdidas, colocando al resto de los inversionistas en un plano de desventaja, debilitando de esta manera la confianza del público inversionista y reduciendo su participación en el mercado de valores.

Durante la primera mitad del siglo XX, era común que los inversionistas en Estados Unidos usaran la información privilegiada para realizar inversiones. La *Securities Exchange Act* de 1934 incluyó la Sección 16 b), en la que se establece que las utilidades obtenidas en corto tiempo por el uso de información privilegiada son recobrables por la emisora. A partir de que la SEC emitió la regla 10b-5 para prohibir el uso de información privilegiada, se ha captado un cambio en el interés de determinar que conductas son legales

y cuáles son ilegales, el cual ha llevado al convencimiento, en los Estados Unidos, de quien adquiere o vende valores usando información de la que carece el público, no sólo actúa violando la ley, sino que su conducta se aparta de un comportamiento ético.

Efectuando una comparación entre la regulación de información privilegiada en México y en los Estados Unidos, la principal diferencia estriba en los medios a través de los cuales ha evolucionado dicha regulación. Debido a que México es uno de los países cuyo sistema legal se clasifica como perteneciente a la tradición del Derecho Civil, la regulación de los abusos de información privilegiada se ha dado a través de la adición de disposiciones a la ley (en este caso a la Ley del Mercado de Valores) y a través de la emisión de circulares. Por el contrario, debido a que los Estados Unidos pertenece a la familia de los países de Derecho Común o *Common Law*, la regulación en materia de información privilegiada ha sido consolidada a través de decisiones judiciales, ya sea de las Cortes de Circuito o de la Suprema Corte. En consecuencia, la jurisprudencia norteamericana es de suma relevancia, mientras que en nuestro país los criterios y la jurisprudencia en materia de información privilegiada es escasa o nula, además de que al modificarse la Ley, pierde fuerza nuestra jurisprudencia.

Respecto de la solución que se ha adoptado en nuestro país para combatir los abusos de información privilegiada, consideramos que los siguientes elementos son acertados. Primeramente, que la definición de información privilegiada se refiere a cualquier tipo de actos, hechos o acontecimientos, y no exclusivamente a información que provenga de la sociedad emisora. Además, se refiere a cualquier clase de valor que sea materia de intermediación en el mercado de valores. En segundo lugar, se establecen dos prohibiciones generales: la primer de ellas para cualquier persona, de utilizar en beneficio propio o de terceros información privilegiada hasta en tanto dicha información sea divulgada al público inversionista. La segunda prohibición es para las personas que están vinculadas con las sociedades emisoras y con el mercado, de realizar operaciones de compra y venta o viceversa de los valores emitidos por las sociedades con las cuales se encuentren vinculadas. Se establece la obligación para los accionistas de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, que detenten el

control del diez por ciento o más de acciones representativas de su capital social de informar a la Comisión Nacional de Valores de aquellas operaciones que impliquen la adquisición o pérdida del control de acciones que representen el diez por ciento o más de la sociedad de que se trate.

Como sanciones a infracciones a la ley, se prevén multas administrativas, y la parte afectada podrá demandar ante los tribunales competentes la indemnización correspondiente que no podrá exceder de dos veces el importe del beneficio que se haya obtenido. Nuestra legislación también contempla delitos en materia de información privilegiada, que prevén una sanción de seis meses a cinco años de prisión y multa de dos veces el beneficio obtenido o la pérdida evitada para los miembros del consejo de administración, directores, gerentes y factores de sociedades emisoras de los valores, y para las personas que desempeñen funciones directivas, empleos, cargos o comisiones en las casas de bolsa.

No obstante lo anterior, en nuestra opinión es necesario mejorar y seguir desarrollando en nuestro país la regulación en contra del uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores. El principal problema que afronta nuestra materia de estudio es lo difícil que resulta acreditar el que a alguien se le ha dañado concretamente mediante una operación realizada con uso de información privilegiada, y determinar quién es la persona responsable de dicha infracción. Esto es debido a las características de las operaciones bursátiles, en donde las casas de bolsa operan mediante contratos con instrucciones específicas o con facultades de actuación más amplias.

Durante el transcurso de esta investigación formulamos diversas críticas a la regulación en materia de información privilegiada, y propusimos algunas modificaciones. El uso indebido de información privilegiada debe de estar prohibido para cualquier persona y ser sancionado en los términos que la Ley establece. Es importante que la regulación no establezca excepción alguna a la prohibición general de efectuar operaciones con información privilegiada, ya sea respecto de determinadas instituciones, sujetos, valores o determinadas operaciones, ya que tales excepciones producen como consecuencia la inaplicabilidad de las disposiciones que integran dicha regulación.

El legislador no ha incluido aun la prohibición de divulgar información privilegiada a un tercero, lo cual en nuestra opinión es una circunstancia que debe resolverse. Estimamos que se debió de haber establecido que cualquier persona que obtenga, de manera directa o indirecta, información privilegiada respecto de una determinada sociedad emisora, deberá de abstenerse de utilizarla y de transmitirla a otra con la finalidad de obtener un beneficio o evitar un perjuicio.

Respecto de los delitos en materia de información privilegiada, éstos están limitados en dos aspectos: primeramente, requieren una calidad específica en el sujeto activo, de manera tal que únicamente se sancionaría a miembros del consejo de administración, factores, gerentes y directores de las sociedades emisoras de valores y de las casas de bolsa. En segundo lugar, exigen que los valores y las personas que lleven a cabo la conducta tipificada estén vinculados con la sociedad emisora de dichos valores, en lugar de prohibir una práctica general. Existe una tercera limitante en el sentido de que uno de los preceptos se refiere únicamente a información que provenga de la sociedad emisora con la que exista un vínculo, y en consecuencia no será aplicado en aquellos casos en que dicha información provenga de otra emisora.

Aquel que posee información que no está disponible para los demás, se encuentra en una posición de ventaja, ya que el uso de esa información le permitirá obtener un beneficio mediante la compra o la venta de los valores del emisor, o bien evitar una pérdida, respecto de aquellas personas que no poseen dicha información. El uso de información a la cual el público no tiene acceso, momentáneamente no hace que deje de haber compradores y vendedores en el mercado, pero a la larga produce que no se desee participar, debido a que no existe igualdad de oportunidades y se daña la confianza y la subsecuente participación de los inversionistas en el mercado. En consecuencia, se impide que dicho mercado cumpla con su función principal, que es la canalización eficiente del ahorro a la actividad productiva.

BIBLIOGRAFIA

ACOSTA ROMERO, Miguel, Nuevo Derecho Bancario Mexicano, Ed. Porrúa, Sexta Edición, México, 1997

Teoría General del Derecho Administrativo, Ed. Porrúa, Decimoprimer Edición, México, 1993

Segundo Curso de Derecho Administrativo, Ed. Porrúa, Segunda Edición, México, 1993

Black's Law Dictionary, West Publishing Company, Sixth Edition, At. Paul, Minnesota, Estados Unidos, 1991

BRODSKY, Edward, Insider Trading: The Misappropriation Theory, The New York Law Journal, The New York Law Publishing Company, 13 de noviembre de 1996

BURGOA, ORIHUELA, Ignacio, Diccionario de Derecho Constitucional, Garantías y Amparo, Ed. Porrúa, Cuarta Edición, México, 1996

CARVALLO YÁÑEZ, Erick, Nuevo Derecho Bancario y Bursátil Mexicano, Ed. Porrúa, Segunda Edición, México, 1997

Tratado de Derecho Bursátil, Ed. Porrúa, Primera Edición, México, 1997

FRAGA, Gabino, Derecho Administrativo, Ed. Porrúa, Trigésima cuarta Edición, México, 1996

FRISCH PHILIPP, Walter, La Actuación de "insiders" en México, Ars Iuris, Revista del Instituto de Documentación e Investigaciones Jurídicas de la Facultad de Derecho de la Universidad Panamericana, Número noveno, 1993

IGARTÚA ARAIZA, Octavio, Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano, Ed. Porrúa, Primera Edición, México, 1988

Introducción al Estudio del Derecho Bursátil Mexicano, Ed. Porrúa, Segunda Edición, México, 1998

LEÓN LEÓN, Rodolfo, Regulación del Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Mexicano, Ediciones Academia Mexicana de Derecho Bursátil y los Mercados Financieros, A.C., México, 1993

MACEY, Jonathan R., SEC's Insider Trading Proposal: Good Politics, Bad Policy, Revista Policy Analysis 101, publicada por The Cato Institute, 31 de marzo de 1998

MARMOLEJO GONZÁLEZ, Martín, Inversiones: Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía, Ediciones Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C., México, 1991

Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, Poder Ejecutivo Federal, Secretaría de Programación y Presupuesto, Primera Edición, 1989

ROSZKOWSKI, Mark E., Business Law, Principles, Cases and Policy, Harper Collins Publishers, Tercera Edición, Estados Unidos, 1992

SAVRANSKY, Jorge, Elementos del Derecho Comercial, Ed. Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma, Argentina, 1988

The work of the SEC: A publication of the Office of Public Affairs, Policy Evaluation and Research, artículo elaborado por la SEC en junio de 1997, consultado en www.sec.gov, el 25 de junio de 1999 a las 22:30 horas

SERRA ROJAS, Andrés, Derecho Administrativo, Ed. Porrúa, Sexta Edición, Tomo Primero, México, 1974

F. SHARPE, William; J. ALEXANDER, Gordon y V.BAILEY, Jeffrey, Investments, Prentice Hall Inc., Estados Unidos, 1995

VILLEGAS HERNÁNDEZ, Eduardo, y ORTEGA OCHOA, Rosa María, El Nuevo Sistema Financiero Mexicano, Ed. Pac, México, 1995

VILLORO TORANZO, Miguel, introducción al Estudio del Derecho, Ed. Porrúa, Décima Edición, México, 1993

W. KOLB, Robert, Inversiones, Ed. Limusa, México, 1997

WITKER V., Jorge, Derecho Económico, Ed. Harla, México, 1997

LEGISLACIÓN CONSULTADA

Ley del Mercado de Valores, en Código de Comercio: Serie Jurídica, Editorial Mc Graw-Hill, México, 1997

Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos

Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, en Legislación Bancaria, Leyes y Códigos de México, Tomo I, Colección Porrúa, Editorial Porrúa, México, 1998

Legislación Bancaria, Leyes y Códigos de México, Tomo I, Colección Porrúa, Editorial Porrúa, México, 1998

Legislación Bancaria, Leyes y Códigos de México, Tomo II, Colección Porrúa, Editorial Porrúa, México, 1998

Constitución de los Estados Unidos de América

Securities Act de 1933 (Ley de Valores de 1933)

Securities Exchange Act de 1934 (Ley de Bolsas de Valores de 1934)

Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, en Legislación de la Administración Pública Federal, Ediciones Delma, Decimonovena Edición, México 1997

Ley Orgánica de la Administración Pública Federal

Servitesis

OTRA OPCION PARA SU TESIS

615-18-61

AV. MEXICO 2210

(CASI ESQUINA CON AMERICAS)