

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO
BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO



INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK
BANQUE INTERAMERICAINE DE DEVELOPPEMENT

GOBIERNO CORPORATIVO EN MÉXICO

Evolución, Avances y Retos

Jorge Familiar Calderón

Octubre 2003

Segunda Reunión del Foro Regional sobre el Sector Financiero

Gobierno Corporativo

14 de noviembre 2003

Washington, D.C.

El autor agradece las valiosas aportaciones de Valeria Moy, Jorge González y Ricardo Piña, así como los apreciables comentarios de Ana Laura Prieto, Roberto Carvallo, Jorge López de Cárdenas y Carlos Quevedo.

Jorge Familiar es Vicepresidente de Supervisión Bursátil de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y vocal de la Junta de Gobierno de la misma. Ha tenido bajo su responsabilidad el diseño de la regulación aplicable al mercado de valores mexicano habiendo estado a cargo por parte de la CNBV de las reformas a la Ley del Mercado de Valores y la nueva Ley de Sociedades de Inversión. En el ámbito académico ha impartido la asignatura de Finanzas en el ITAM.

El presente documento es responsabilidad exclusiva de su autor y no representa el punto de vista de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, de su Junta de Gobierno, ni de los funcionarios y empleados de la misma.

GOBIERNO CORPORATIVO EN MÉXICO

Evolución, Avances y Retos

1. INTRODUCCION.....	3
2. CONFLICTO DE AGENCIA	8
2.1 Valores Restringidos	9
2.2 Acciones Preferentes, de Voto Limitado y sin Derechos de Voto.....	10
2.3 Estructuras que Vinculan Acciones de Distintas Clases	11
2.4 El Conflicto de Agencia en México.....	12
3. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN MÉXICO.....	13
3.1 Límites a la Emisión de Valores Restringidos	13
3.2 Revelación de Información	16
3.3 Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo.....	20
3.4 Reforma a Leyes Financieras	23
3.4.1 <i>Cambios de control: La regla de ofertas públicas de adquisición.....</i>	<i>28</i>
3.4.2 <i>Circular de Emisoras.....</i>	<i>30</i>
4. AVANCES OBSERVADOS.....	35
5. RETOS Y TEMAS A DESARROLLAR.....	47
6. CONSIDERACIONES FINALES.....	54
ANEXO: Cumplimiento con las recomendaciones del Código.....	55

1. INTRODUCCION

Durante las últimas décadas la competencia por capital se ha vuelto cada vez más intensa. Las opciones de inversión se han incrementado de forma significativa debido al uso, cada vez más frecuente a nivel internacional, del mercado de valores como mecanismo de financiamiento respecto al sistema bancario.

Asimismo, con la virtual desaparición de los fondos dedicados los grandes inversionistas institucionales se vieron liberados de restricciones que los obligaban a invertir en activos provenientes de determinada región o país del mundo, por lo que ahora la competencia por capital es verdaderamente global.

Las empresas, mercados de valores e incluso las naciones, sólo podrán diferenciarse en el entorno competitivo actual en la medida en la que se apeguen al principio básico del mercado, es decir, la integridad.

No obstante, la integridad como promesa o un simple concepto abstracto no es suficiente para generar confianza o bien reestablecer la que se ha erosionado, para eso se requiere que la integridad se traduzca en:

1. Protección de los intereses de los inversionistas, a través de derechos de minorías efectivos y mecanismos de control al interior de las empresas;
2. Transparencia, reflejada en la forma en que opera la empresa, así como en la adecuada revelación de información financiera y cualitativa; y,
3. Equidad, tanto en las condiciones bajo las cuales los inversionistas toman decisiones y celebran sus operaciones en el mercado, como en el trato que reciben de la empresa y sus administradores.

Es aquí donde el gobierno corporativo juega un papel central, ya que éste define la forma en que las empresas operan, son controladas e interactúan con sus accionistas y otros interesados.

El gobierno corporativo va más allá de las decisiones tomadas por el Consejo de Administración de la empresa. El buen gobierno corporativo es la primera línea de defensa en la protección de los intereses de los inversionistas, es el conjunto de pesos y contrapesos mediante el cual se pretende garantizar la calidad, oportunidad y amplia disseminación de la información y es la base del sistema de responsabilidad de la empresa, sus empleados y órganos colegiados frente a sus accionistas e incluso ante la sociedad en su conjunto. A través del buen gobierno corporativo los intereses se alinean, las responsabilidades se distribuyen y los conflictos se identifican y revelan.

A nivel internacional, se ha dado una presión creciente para reforzar los mecanismos de gobierno corporativo. Esta presión tuvo su origen a principios de

la década de los noventa cuando inversionistas institucionales comenzaron a demandar una mayor representación en los órganos colegiados de las emisoras como resultado del incremento en sus tenencias accionarias y se presentaron problemas en el desempeño de varias empresas.

Diversos países respondieron a estas presiones emitiendo lineamientos de gobierno corporativo en la forma de códigos de mejores prácticas. Estos códigos varían conforme a la tradición legal y económica de cada mercado. Algunos ejemplos de ellos son los Reportes Cadbury, el Greenbury y el Hampel emitidos en el Reino Unido, el Informe Viénot en Francia y documentos similares emitidos en los Países Bajos, España y Canadá, entre otros¹.

La presión en torno al tema de gobierno corporativo se incrementó con la crisis asiática de 1997, cuyo origen es atribuido por algunos autores a la concentración del control de las empresas y las deficiencias de gobierno corporativo relacionadas².

Sin duda, el gobierno corporativo pasó a ocupar una posición preeminente en la agenda global al suscitarse a finales de 2001 y principios de 2002 la crisis de confianza en el mercado de valores de los Estados Unidos, considerado el más desarrollado y regulado del mundo. Esta crisis, derivada de los escándalos en que se vieron envueltas grandes empresas que distorsionaron su información financiera para presentarle al público inversionista una situación que no correspondía a su realidad, ha alcanzado también a auditores externos, analistas financieros y calificadoras de valores.

Los factores que llevaron a la administración de las empresas involucradas en estos escándalos a manipular sus estados financieros son diversos. Entre éstos se encuentran los esquemas de compensación a ejecutivos con opciones, así como la conducta asumida por el mercado ante un largo periodo de altos rendimientos y el surgimiento de empresas de la “nueva economía”.

La compensación a ejecutivos utilizando opciones busca alinear los intereses de los administradores profesionales con los de los accionistas de las empresas, rompiendo el conflicto de interés que enfrentan los primeros, entre procurar su beneficio personal y maximizar el valor de la empresa en beneficio de los segundos. Dado que el precio de una opción depende del precio de la acción

¹ El Reporte Cadbury se refiere al documento preparado por el Comité de Aspectos Financieros de Gobierno Corporativo en el Reino Unido (1992). El Reporte Hampel, como se le conoce, es el documento preparado por el Comité de Gobierno Corporativo en el Reino Unido (1998). El Informe Viénot es el documento escrito en Francia por el Conseil National du Patronat Français (1995). Documentos similares fueron preparados por el Amsterdam Stock Exchange (1996), el Comité especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades en España, y el Toronto Stock Exchange.

² Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan y Larry H.P. Lang (1999), Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Working Paper 2088*, World Bank, p. 2. <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps2000series/wps2088/wps2088.pdf>

subyacente y éste a su vez es el reflejo del valor de la empresa, entonces al compensar a ejecutivos principalmente por medio de opciones la teoría dice que estos buscarán beneficiarse a sí mismos incrementando el valor de la empresa, en beneficio de todos los accionistas.

No obstante, un plan de opciones mal diseñado puede incentivar a los administradores a maximizar el precio de las acciones de la empresa en el corto plazo, manipulando la información financiera.

Con el surgimiento de las empresas de la “nueva economía” o “punto com”, el mercado se convenció, al menos temporalmente, de que los principios fundamentales para invertir habían cambiado, el número de usuarios que tenía una página de Internet se convirtió en la variable relevante para determinar el valor de una empresa. Así, la información financiera perdió valor para las empresas de la “nueva economía”, mientras que a las de la “vieja economía” los analistas y el mercado en general les exigían rendimientos espectaculares.

Estas dos cuestiones, aunadas a prácticamente dos décadas de altos rendimientos en los mercados, pusieron sobre los administradores de empresas públicas³ una gran presión para reportar buenos resultados, estables en el tiempo y conforme a las expectativas de analistas e inversionistas. En consecuencia, algunos administradores decidieron hacer a un lado la ética, la regulación y los principios contables, distorsionando la información financiera presentada al mercado. Al hacer esto no sólo atentaron contra sus empresas y su entorno directo, sino también contra el sustento mismo de los mercados de capitales: la confianza en la información.

En México, la evolución del tema de gobierno corporativo está ligada al interés de diversos sectores de la economía en que las empresas del país adopten altos estándares en la materia que alienten la confianza entre los inversionistas, en beneficio del mercado de valores y la economía nacional.

Asimismo se ha buscado fortalecer los mecanismos de gobierno corporativo que aplican las instituciones financieras, ya que la transparencia es un requisito indispensable en la operación de instituciones que manejan recursos de terceros y que, en caso de presentar problemas financieros, pueden tener un impacto de carácter sistémico como lo evidenció la crisis bancaria y económica que azotó a México a finales de 1994 y en 1995.

Desde 1988, después de un largo periodo de estancamiento económico, México experimentó un crecimiento importante en el mercado de fondos prestables como resultado de una serie de cambios estructurales y un entorno macroeconómico más favorecedor. Esta situación ocasionó que tanto empresas como individuos incurrieran en créditos excesivos, en buena medida debido a expectativas de

³ El término “empresa pública” se refiere a empresas cuyas acciones se encuentran en manos del público inversionista.

crecimiento económico y de reducción de tasas de interés, que resultarían insatisfechas. A finales de 1994 el gobierno se vio forzado a devaluar el peso para hacerle frente a una crisis de liquidez. Los efectos sobre el sector real y el sector financiero fueron muy severos: las tasas de interés pasaron de 34.4%⁴ en diciembre de 1994 a 109.7% en marzo de 1995, incrementando sustancialmente el riesgo de insolvencia en el sector real y en el bancario.

Sin duda, esta crisis tuvo un componente de gobierno corporativo. Faltaron mecanismos que vigilaran la política de endeudamiento de las empresas y las consecuencias fueron muy costosas para la economía mexicana.

A la fecha, se han adoptado diversas medidas relacionadas con gobierno corporativo, que van desde lineamientos de cumplimiento voluntario hasta requisitos obligatorios señalados en diversas leyes. Estas medidas han sido diseñadas considerando los más altos estándares disponibles a nivel internacional, pero a la vez reconocen la realidad de las empresas mexicanas.

De manera particular, se ha prestado atención a la estructura de control preponderante en el ámbito empresarial mexicano. El conflicto de agencia que se presenta en México es distinto al caso que suele ser estudiado, que es el que se presenta en los mercados anglosajones, en el que la empresa pertenece a un sinnúmero de accionistas que delegan la gestión de la misma a administradores profesionales.

En México se presenta otra versión del conflicto de agencia, al existir accionistas que mantienen el control de la empresa, en algunos casos con proporciones relativamente bajas del capital, y accionistas de mercado. Si bien puede presentarse el conflicto de agencia entre los administradores y los accionistas, también puede existir un conflicto entre estos accionistas minoritarios de control y el resto de los accionistas. Esta situación le da un matiz diferente a las posibles soluciones al problema de agencia, al aplicar medidas de gobierno corporativo encaminadas a mitigar este problema, se ha considerado la situación particular del mercado mexicano.

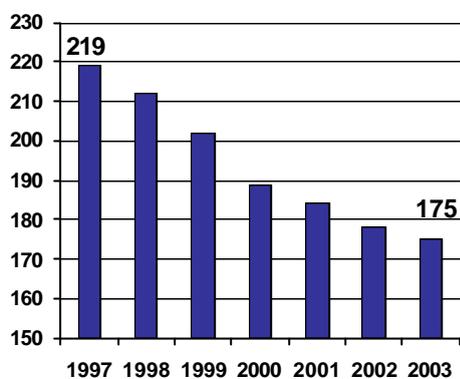
Al estar dirigido a aminorar el conflicto de agencia, el buen gobierno corporativo es uno de los pilares para promover el desarrollo de un mercado de valores sólido.

El mercado mexicano de capitales, como se puede observar en las siguientes gráficas, se ha caracterizado por una especie de estancamiento que se refleja en el limitado número de ofertas públicas iniciales de acciones y en la disminución de emisoras que cotizan en bolsa⁵. El número de emisoras ha disminuido en parte como resultado de un proceso de depuración de empresas que en realidad nunca fueron públicas y que no cumplían con los requisitos de listado y mantenimiento establecidos en la regulación, pero en otra parte obedece a la compleja situación

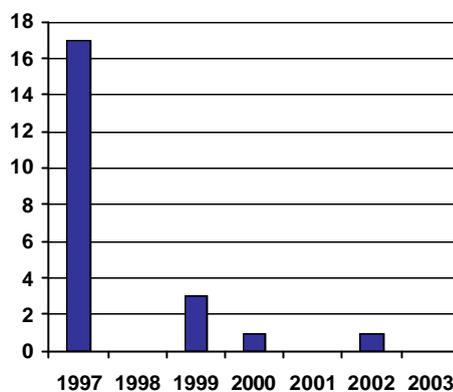
⁴ Tasas interbancaria promedio

⁵ La información del 2003 corresponde al mes de julio.

económica que se vivió y que no le permitió a estas empresas incrementar su participación en el mercado de capitales.



Emisoras de acciones listadas



Ofertas públicas iniciales de acciones en México

La capitalización del mercado medida en dólares refleja nulo crecimiento.



2. CONFLICTO DE AGENCIA

Una relación de agencia se presenta cuando un agente, en este caso el administrador de una empresa, actúa en nombre del principal, es decir, el dueño o los accionistas de la empresa. El conflicto surge cuando, siendo las dos partes maximizadoras de utilidad, el primero no tiene necesariamente los mismos incentivos que el segundo. Los accionistas tienen como objetivo un incremento en el precio de las acciones de la empresa, mientras que los administradores pueden elegir actividades que les generan beneficios personales⁶ en detrimento del valor de la empresa.

La existencia del problema de agencia genera diversos costos, que incluyen el de monitoreo en el que incurren los accionistas para verificar que sus intereses estén siendo tomados en cuenta, el de los beneficios personales en los que posiblemente incurre el administrador a cargo de la empresa y el costo de oportunidad de invertir esos recursos en actividades productivas.

El problema de agencia se presenta de diferente forma en distintos mercados, lo que ha definido la forma en la que estos han abordado el tema desde el punto de vista regulatorio.

En los mercados anglosajones, los cuales representan la mayor parte del valor de capitalización del mercado global, la tenencia accionaria se encuentra pulverizada en un amplio número de inversionistas, por lo que la regulación se ha centrado en resolver el problema de agencia que surge entre la administración de la empresa y sus accionistas.

El caso anglosajón ha sido ampliamente estudiado, lo que ha permitido el desarrollo de diversas medidas para el control de los conflictos de agencia, varias de ellas relacionadas con gobierno corporativo, como son:

- la preferencia del mercado por estructuras de capital que respetan el principio de una acción un voto;
- la existencia de mecanismos que facilitan el ejercicio del voto por parte de los accionistas;
- bajas proporciones del capital necesarias para convocar a asambleas de accionistas;

⁶ Por beneficios personales se entiende al conjunto de prestaciones que puede obtener una persona por ser el administrador de una empresa, incluyendo aquellas relacionadas con el uso de recursos y activos de la empresa con fines personales, así como los beneficios producto de transacciones con partes relacionadas.

- requisitos de revelación de información relativa a remuneraciones y otros incentivos de la administración; mecanismos que permiten designar y remover administradores;
- posibilidad real de tomas hostiles del control; y adicionalmente,
- marcos legales sólidos con relación a las responsabilidades de la administración acompañados por instancias judiciales eficientes.

En la mayoría de los mercados del mundo, la situación prevaleciente difiere de aquélla que se observa en los mercados anglosajones ya que existen accionistas que mantienen el control de la empresa y usualmente participan activamente en la administración de la misma. En estos casos el problema de agencia se presenta entre el accionista o grupo de control y los accionistas minoritarios.

Cuando el accionista de control mantiene proporciones importantes del capital, los costos de agencia son menores que cuando mantiene proporciones relativamente pequeñas. Lo anterior se debe a que el **accionista mayoritario de control**, al tratar de maximizar su utilidad, le dará mayor peso a incrementar el valor de la empresa que sus beneficios personales, mientras que el **accionista minoritario de control** tiene incentivos para procurar beneficios personales adicionales, en detrimento del valor de la empresa, dado el menor tamaño de su posición accionaria.

El problema de agencia relacionado con accionistas minoritarios de control tiene su origen en estructuras de capital que desvirtúan el principio de “una acción un voto”, bajo el cual cada acción tiene los mismos derechos corporativos y patrimoniales. Entre las mencionadas estructuras, se encuentran la emisión de valores restringidos⁷ y las piramidaciones de capital, entre otras.

2.1 Valores Restringidos

Existen diversas estructuras accionarias a través de las cuales las empresas pueden acceder al mercado, mismas que están estrechamente relacionadas con los mecanismos de protección con que cuentan sus accionistas para hacer frente al conflicto de agencia.

⁷ Para efectos de este documento se entiende por “valores restringidos” a aquellos que se separan del principio “una acción un voto” entre los que se encuentran las acciones preferentes, de voto limitado, sin derecho a voto, acciones de súper voto o con derechos especiales, Certificados de Participación Ordinaria y unidades vinculadas de acciones que confieren distintos derechos, etc. Asimismo, el término “acciones restringidas” se utilizará para denominar a las acciones que no cumplen con el mencionado principio sin considerar dentro de éstas a las acciones que dan plenos derechos de voto a nacionales pero cuando sus tenedores son extranjeros votan en el sentido de las mayorías.

A continuación se analizan diversos mecanismos a través de los cuales se pueden emitir valores restringidos.

2.2 Acciones Preferentes, de Voto Limitado y sin Derechos de Voto

En muchos sentidos las acciones preferentes, de voto limitado y sin derechos de voto son similares a la deuda subordinada. Sin embargo, de estos tres tipos de acciones sólo las acciones preferentes ofrecen cierto compromiso de flujos futuros, aunque al igual que las otras dos no ofrecen flujos determinados de antemano ni cuentan con la protección que ofrecen las cláusulas de hacer y no hacer que se incluyen en los instrumentos de deuda.

Las acciones restringidas llevan asociados los problemas de agencia que surgen cuando se altera la relación entre derechos patrimoniales y corporativos dentro del capital de la empresa. El problema de agencia se incrementa conforme aumenta la proporción de acciones restringidas como parte del capital de la empresa, presentándose los mayores costos en perjuicio de los inversionistas de mercado, cuando el accionista de control cuenta tan sólo con una proporción minoritaria del capital.

Puede darse el caso de que los inversionistas que poseen este tipo de acciones no sean invitados a participar en procesos de cambio de control, o bien, que el precio al que pueden aspirar por sus acciones sea considerablemente inferior al que corresponde a los tenedores de acciones con plenos derechos, si no existe regulación adecuada al respecto.

No obstante, se ha planteado como argumento a favor de la emisión de acciones restringidas que existen dos tipos de inversionistas en el mercado de capitales: aquellos que buscan plenos derechos de voto y aquellos que sólo están interesados en realizar inversiones de tipo financiero buscando beneficios patrimoniales.

Al respecto, se considera que las acciones comunes son vehículos de inversión adecuados para satisfacer los objetivos de ambos tipos de inversionista. Esto se debe a que el inversionista que busca únicamente beneficios patrimoniales tiene una mayor certeza de poder realizarlos, ya que la probabilidad de que la administración busque maximizar el valor de la empresa es mayor cuando los accionistas minoritarios cuentan con la posibilidad de ejercer derechos corporativos en caso de que se vean afectados sus intereses.

Por el contrario, las acciones con limitantes al ejercicio de derechos corporativos, no cubren las necesidades legítimas de aquellos inversionistas que buscan plenos derechos de voto.

Al emitir acciones preferentes, de voto limitado o sin derechos de voto, sólo como complemento a la emisión de acciones comunes, las emisoras cumplen con su

objetivo de obtener recursos frescos a través del mercado y los inversionistas que adquieren estos títulos, cuando existe adecuada revelación de información de las características de los mismos, obtienen acceso a los beneficios patrimoniales de la empresa estando conscientes de que los mecanismos de defensa con que cuentan respecto de las decisiones de la administración son limitados.

A pesar de lo mencionado en el párrafo anterior, la colocación en el mercado de diversas series accionarias que confieren a sus tenedores distintos derechos, tiene como desventaja la segmentación de la liquidez. Esta situación puede generar problemas de formación de precios para las series menos líquidas, lo que incluso puede derivar en situaciones poco intuitivas ya que una serie accionaria podría tener un precio superior al de otra con mayores derechos corporativos.

Cabe mencionar que se considera legítimo el interés de los accionistas originales de mantener el control de sus empresas, sin embargo, la conservación del control debería buscarse a través de la adecuada administración, enfocada a maximizar el valor de la empresa, en un entorno de sanas prácticas de gobierno corporativo.

2.3 Estructuras que Vinculan Acciones de Distintas Clases

Las estructuras que vinculan acciones de distintas clases para efectos de cotización, surgen en parte como una solución a los problemas de liquidez asociados con la colocación de diversas series accionarias.

Estas estructuras se instrumentan a través de certificados de participación ordinaria (CPOs)⁸ o bien mediante unidades vinculadas. En ambos casos lo que cotiza en el mercado es un conjunto de acciones de distintas clases. Para efectos prácticos, el término unidades vinculadas se utilizará como referencia a cualquiera de estos esquemas.

Las unidades vinculadas que unen acciones restringidas con acciones comunes tienen los mismos problemas asociados a las acciones restringidas que se colocan en lo individual. A los valores con estas características se les denominará unidades vinculadas restringidas.

Las unidades vinculadas restringidas también alteran la relación entre derechos patrimoniales y corporativos dentro del capital de la empresa. Esto se debe a que los accionistas de mercado se ven obligados a adquirir un conjunto de acciones restringidas para obtener determinada proporción de votos, mientras que el accionista de control cuenta con los mismos votos con una inversión menor, al adquirir acciones comunes directamente. Dado que los inversionistas que están interesados en adquirir exclusivamente acciones con derecho a voto no pueden hacerlo, se genera un esquema de venta atada.

⁸ Los certificados de participación ordinaria o CPOs son valores que se emiten con base en un patrimonio afecto en fideicomiso, en este caso acciones de varias series de una emisora.

El efecto resultante de la colocación de unidades vinculadas restringidas en el mercado es similar al que se genera cuando existen acciones de súper voto que dan a su tenedor el control de la empresa. Al ser incorporadas en unidades vinculadas, se alteran las características de las acciones comunes, ya que el derecho de voto de éstas se diluye, haciendo a las acciones comunes no vinculadas equivalentes a las acciones de súper voto.

La estructura de la unidad vinculada restringida determina el grado de dilución del voto, ya que mientras más acciones restringidas se incluyan en la unidad vinculada más caro será cada voto para los inversionistas en el mercado.

2.4 El Conflicto de Agencia en México

En México prácticamente todas las empresas cotizadas en bolsa son controladas por un accionista o un grupo de personas que actúan de manera concertada y que en la mayoría de los casos mantienen vínculos familiares. Asimismo, la emisión de valores restringidos es común.

En agosto de 2003, de 132 emisoras de acciones listadas y que contaban con cuando menos una serie accionaria cotizando en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), 22 contaban con valores restringidos (16.67%), de las cuales 20 los mantenían listados y cotizando, los de una emisora estaban suspendidos y los valores de la emisora restante no se encontraban colocados entre el público. Asimismo, de esas empresas, únicamente 5, es decir, el 3.7% del total de emisoras listadas y el 22% de las emisoras con valores restringidos, tenía también acciones comunes listadas, el resto o bien, no tenía acciones comunes listadas, o su cotización estaba suspendida, o se trataba de acciones que no se consideran como colocadas entre el gran público inversionista ya que su bursatilidad es mínima o nula⁹.

De las empresas que contaban con valores restringidos listados, en promedio el 44.2% de sus acciones eran restringidas o bien, adquirirían tal carácter al formar parte de unidades vinculadas. En 5 de las 22 empresas que contaban con valores restringidos cotizando, éstos representaban más del 45% del total de sus acciones, mientras que en 2 de estos casos, la proporción de acciones restringidas con relación al total era superior al 60%.

Cabe destacar que el valor de capitalización de los valores restringidos que cotizaba en la bolsa, representaba el 31% del valor de capitalización total de la misma.

⁹ La bursatilidad indica el grado de operatividad que registra una acción. Se calcula un índice de bursatilidad que considera: a) el importe negociado, b) el número de operaciones y c) el importe representativo por operación. El índice divide las acciones en aquéllas de bursatilidad alta, media, baja, mínima y nula, siendo éstas últimas las que menos operaciones registran.

3. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN MÉXICO

Como se ha mencionado, el trabajo relacionado con gobierno corporativo que se ha llevado a cabo en México está vinculado de forma significativa con el interés de incrementar el nivel de desarrollo del mercado de valores y de fortalecer a las instituciones que conforman al sistema financiero.

El grado de avance en la materia se debe al esfuerzo de organismos del sector público y privado, así como de individuos comprometidos con el tema. En lo que respecta a las instituciones, destaca la labor realizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), el Consejo Coordinador Empresarial, la BMV, el Comité de Emisoras de la BMV y las asociaciones gremiales del sector financiero.

A continuación se describe la evolución que ha presentado el tema de gobierno corporativo en México, considerando las medidas que se han tomado en relación a derechos de voto, derechos de accionistas minoritarios, prácticas de revelación de información y abuso del mercado.

3.1 Límites a la Emisión de Valores Restringidos

Los derechos corporativos asociados a una acción le permiten a su tenedor hacer frente a los conflictos de agencia que pueden presentarse en cualquier empresa, a mayores derechos corporativos corresponde un mayor nivel protección para los accionistas minoritarios. En este sentido, la emisión de acciones con plenos derechos de voto constituye una práctica consistente con el buen gobierno corporativo.

La Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM) en su artículo 113, permite la emisión de acciones preferentes¹⁰ al establecer que las empresas pueden pactar en sus estatutos que una parte de las acciones tendrá derecho de voto solamente en las asambleas extraordinarias que se reúnan para tratar determinados asuntos¹¹.

Las empresas que cuentan con acciones preferentes no pueden asignar dividendos a las acciones ordinarias sin que antes hayan pagado dividendos a las preferentes. Las acciones preferentes pueden recibir dividendos superiores a los

¹⁰ El término acciones preferentes, cuando se esté hablando del caso mexicano, se utilizará para denominar a las acciones de voto limitado a que se refiere la LGSM con la finalidad de diferenciarlas de aquellas a las que se refiere la Ley del Mercado de Valores (LMV).

¹¹ Los asuntos respecto de los cuales tienen voto las acciones preferentes son: prórroga de la duración de la sociedad; disolución anticipada de la sociedad; cambio de objeto de la sociedad; cambio de nacionalidad de la sociedad; transformación de la sociedad; y, fusión con otra sociedad.

de las acciones ordinarias; en caso de liquidación de la sociedad se reembolsan antes que las ordinarias y sus tenedores tienen los derechos de minorías para oponerse a las decisiones de las asambleas y para revisar el balance y los libros de la sociedad.

A pesar de estar contempladas en la LGSM, la emisión de acciones preferentes en el mercado mexicano ha sido poco común, utilizándose por primera vez en los noventa.

La primera mención que se hace en la Ley del Mercado de Valores (LMV) de las acciones de voto limitado y sin derecho a voto se da a finales de 1989, al adicionarse el artículo 14 Bis, cuya fracción III facultó a las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV) para emitir acciones sin derecho a voto, al igual que con la limitante de otros derechos corporativos, distintas a las acciones preferentes a que se refiere el artículo 113 de la LGSM, sin que les sea aplicable lo dispuesto en el artículo 198¹² de la misma Ley. En la exposición de motivos de la iniciativa correspondiente, se justificó esta reforma al considerar a este tipo de emisiones accionarias como un mecanismo de inversión puramente financiera.

Las acciones de voto limitado se utilizaron por primera vez en el mercado mexicano en 1991 con la oferta pública para completar la privatización de Teléfonos de México. En ese tiempo existían barreras legales, tanto en la Ley de Vías Generales de Comunicación, como en el Reglamento de Telecomunicaciones y en la concesión de la empresa, que requerían que el control de ésta se mantuviera en manos de mexicanos. La estructura accionaria de Telmex estaba compuesta por acciones "AA", "A" y "L", las dos primeras de voto pleno pero exclusivas para inversionistas de nacionalidad mexicana y las últimas de voto limitado, representativas del 20.4%, 19.6% y 60% del capital, respectivamente. Como resultado de la privatización se estructuró el capital de tal forma que el control de la empresa se tuviera con la propiedad de las acciones "AA", las cuales, representando el 20.4% del capital de la sociedad, mantendrían el 51% de los votos.

En 1993, se modificó la LMV con el objeto de uniformar los conceptos que se manejaban en diversas disposiciones legales, en especial en materia de inversión extranjera, sobre acciones sin derecho a voto y de voto limitado y de establecer un límite en el porcentaje de estas acciones (25% del capital social), el cual resultaba congruente con la limitante que para este tipo de acciones establecían la ley para Regular las Agrupaciones Financieras y la de Instituciones de Crédito.

¹² El artículo 198 de la LGSM indica que "Es nulo todo convenio que restrinja la libertad del voto de los accionistas."

La LMV permitía que las emisoras excedieran el límite aplicable a acciones sin derecho de voto y de voto limitado del 25% del capital social cuando se tratara de acciones convertibles en acciones ordinarias en un plazo no mayor a diez años.

A finales de 1993, se comenzaron a agrupar en CPOs acciones de distintas series. Uno de los primeros casos se presentó cuando Televisa requirió capital adicional y tenía ya agotada la posibilidad de emitir acciones serie "L". Dicha empresa agrupó en un CPO acciones serie "A", de voto pleno pero exclusivas para inversionistas de nacionalidad mexicana, con acciones serie "L" de voto limitado y acciones preferentes serie "D".

Utilizando estructuras similares basadas en CPOs, surgieron títulos referidos al capital de Bufete Industrial, Pepsi-Gemex, TV Azteca, Cemex, Sanluis Corporación y Grupo Elektra.

Así, teniendo su origen en la reestructuración accionaria de Grupo Televisa y debido a que no se limitó el porcentaje máximo para la existencia de combinaciones de acciones de voto restringido y acciones preferentes emitidas de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 113 de la LGSM, la Junta de Gobierno de la entonces Comisión Nacional de Valores acordó, en 1993, como criterio general, que el total de las acciones comunes representativas del capital de una sociedad, no debería ser inferior al monto conjunto de acciones sin derecho a voto, con la limitante de otros derechos corporativos o de voto restringido, así como acciones preferentes, emitidas por la propia sociedad.

Una variante a la emisión de CPOs, fue la emisión de unidades vinculadas en las que se conjuntan para efectos de cotización, acciones de voto pleno con acciones preferentes, de voto limitado o sin voto. En diciembre de 1994, Internacional de Cerámica realizó la primera emisión de unidades vinculadas, la cual fue seguida por empresas como Controladora Comercial Mexicana, Industrias Bachoco, Grupo Corvi, Grupo Imsa y Fomento Económico Mexicano (FEMSA).

Como ya se mencionó, los CPOs y las unidades vinculadas que agrupan acciones con plenos derechos de voto y acciones restringidas, son similares a las acciones de voto limitado. Lo anterior se debe a que cada unidad le confiere a su tenedor un número de votos menor al número de acciones que integran la unidad, por ejemplo, si una empresa coloca en el mercado unidades conformadas por una acción con derecho a voto y dos sin derecho a voto, un inversionista minoritario tendría que adquirir nueve acciones para tener los mismos votos que el accionista de control tiene con sólo tres acciones. Por lo tanto, mediante la emisión de unidades vinculadas era posible exceder en la práctica las proporciones máximas permitidas para la emisión de acciones restringidas.

En febrero de 1998, la Junta de Gobierno de la CNBV amplió los criterios aplicables a la emisión de acciones distintas a las comunes, estableciendo que la mayor parte del capital de las emisoras debería estar representado por acciones comunes, que en ofertas públicas iniciales el monto máximo de acciones distintas

a las comunes no debería ser mayor al 25% de la oferta, pudiéndose ampliar a 50%, en caso de que el 25% adicional fueran acciones convertibles en comunes. Asimismo, sólo podrían emitir unidades vinculadas las emisoras que tuvieran colocado en el mercado el 30% de su capital social como mínimo.

Finalmente, al reformarse la LMV en 2001 el límite aplicable a la emisión de acciones sin derecho de voto o de voto restringido dejó de referirse al capital social de la empresa y pasó a ser del 25% del capital colocado entre el público inversionista. Dicho límite puede ampliarse hasta por un 25% adicional, siempre que las acciones sean convertibles en comunes en un plazo no mayor a cinco años, contado a partir de su colocación. Asimismo, se prohibió la vinculación de acciones comunes y acciones restringidas, salvo que éstas últimas sean convertibles en comunes en un plazo no mayor a cinco años o que la limitación al voto derive de la nacionalidad del titular en cumplimiento de las disposiciones legales aplicables en materia de inversión extranjera.

3.2 Revelación de Información

La protección de los inversionistas y la eficiencia del mercado dependen fundamentalmente de la adecuada y oportuna revelación de información por parte de las emisoras. A pesar de lo anterior, el enfoque regulatorio aplicable al mercado de valores mexicano, establecido en la LMV desde sus orígenes y hasta 2001, se basaba en méritos.

Bajo el enfoque de méritos, las autorizaciones de ofertas públicas se otorgan o niegan con base en las bondades de los valores a ser emitidos, así como en las características del emisor. La labor de la autoridad se centra en identificar los riesgos y beneficios asociados con una inversión determinada y la correspondiente autorización depende de que estos riesgos sean limitados. Los factores que se toman en cuenta al momento de autorizar la oferta son revisados de forma periódica con la finalidad de identificar si los valores pueden continuar cotizando en el mercado.

Bajo el enfoque de revelación de información, tanto las autorizaciones de ofertas públicas como la capacidad de los valores para cotizar en el mercado secundario dependen principalmente de que las emisoras revelen toda la información, respecto a sí mismas y los valores emitidos, que se considere relevante para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.

Existe consenso entre los reguladores de valores del mundo, que el enfoque de revelación de información es el que mayores beneficios le ofrece al mercado y a los inversionistas al basarse en la autorregulación, ya que cada uno de los participantes del mercado se protege a sí mismo al analizar la información que las emisoras hacen del conocimiento del público antes de tomar decisiones de inversión. Bajo este enfoque las emisoras se profesionalizan y se vuelven

conscientes de la importancia que tiene la protección de los inversionistas minoritarios al verse obligadas a revelar información detallada de sus operaciones, mientras que los inversionistas quedan en condiciones de diseñar portafolios de inversión acordes a sus preferencias personales en cuanto a riesgo y rendimiento.

A pesar de que la LMV incorporaba un régimen basado primordialmente en méritos, reconocía también la obligación de las emisoras de revelar al mercado la información que la CNBV determinara mediante disposiciones de carácter general, habiéndose emitido reglas¹³ que establecían la obligación a las emisoras de presentar información, preponderantemente financiera, de forma trimestral y anual.

Así, a finales de 1997 se emitió la Circular 11-29¹⁴ relativa a la inscripción de valores en el RNV y a la autorización de ofertas públicas, con la que se inició la transformación del régimen regulatorio para basarlo en la plena revelación de información. En estas disposiciones se reguló por primera vez el contenido de los prospectos de colocación, definiéndose los temas que debían abordarse en éstos y estableciendo requisitos detallados para cada tema.

Asimismo, se estableció por primera vez el llamado **principio de relevancia**, bajo el cual las emisoras quedaban obligadas a incluir en los prospectos cualquier información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas, incluso cuando ésta no se requiriera de forma específica.

El instructivo para la elaboración de prospectos de colocación se basó en los Principios Internacionales de Revelación de Información para Ofertas Multinacionales de Valores¹⁵ del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), mismos que todavía no eran publicados en ese momento, por lo que México fue el primer país en adoptarlos. Desde entonces, los prospectos de colocación que utilizan las emisoras mexicanas en el mercado doméstico pueden ser utilizados en ofertas públicas en el extranjero con modificaciones menores.

¹³ La Circular 11-1 emitida por la entonces Comisión Nacional de Valores el 23 de septiembre de 1975 requería a las emisoras presentar anualmente sus estados financieros, la hoja del periódico en que estos hubieran sido publicados, la relación de sus inversiones en valores, relación de activo fijo y depreciación, información sobre el volumen de su producción, relación de integrantes del Consejo de Administración y principales funcionarios, movimientos de los valores inscritos, lista de asistentes a la Asamblea de Accionistas, copia del informe del Consejo a la Asamblea, aplicación de utilidades y modificaciones a los estatutos de la sociedad. Trimestralmente las emisoras estaban obligadas a presentar algunos datos de su balance general, en específico: activo total, activo circulante, cuentas por cobrar, inventarios (neto) e inmuebles, planta y equipo (neto). La Circular 11-1 estuvo vigente hasta febrero de 1980, cuando se emitió la Circular 11-2 y ésta a su vez estuvo vigente hasta enero de 1985, cuando se emitió la Circular 11-11. Con estas circulares se fue construyendo un régimen cada vez más sofisticado en materia de revelación de información periódica, aunque centrado en aspectos de carácter financiero. La Circular 11-11 fue reformada en ocho ocasiones entre febrero de 1985 y septiembre de 1999.

¹⁴ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Circular 11-29, Diario Oficial de la Federación (DOF), 31 de diciembre de 1997.

¹⁵ IOSCO (1998), International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>

Como una medida adicional para la protección de los intereses de los inversionistas, la regulación obligó a los participantes en la elaboración del prospecto, tales como los miembros del Consejo de Administración y funcionarios de la emisora, los intermediarios colocadores, abogados externos y otros asesores, a certificar, mediante la firma de cartas de responsabilidad, que revisaron y están de acuerdo con la información contenida en el prospecto, que no tienen conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada o información que pudiera inducir a error a los inversionistas y que conocen la responsabilidad que les corresponde frente al público inversionista, las autoridades competentes y demás participantes del mercado de valores.

Otro objetivo de la regulación era que cualquier inversionista estuviera en condiciones de consultar los prospectos de colocación con la misma oportunidad y de manera sencilla, por lo que se requirió a las emisoras que presentaran las solicitudes de inscripción de valores en medios magnéticos y la Bolsa quedó obligada a poner los prospectos a disposición del público a través de su página de Internet.

También en 1997 se emitieron disposiciones de carácter general aplicables a la revelación de eventos relevantes¹⁶, mismos que se definieron como cualquier acto, hecho o acontecimiento capaz de influir en el precio de los valores de una emisora. Con la emisión de esta regla se dio el primer paso para generar un régimen de revelación de información continua aplicable a las emisoras y se prohibió la revelación selectiva de información.

A partir de la emisión de esta regla las emisoras quedaron facultadas para determinar, bajo su responsabilidad, el momento en que divulgarán sus eventos relevantes, siempre que éstos no hayan sido consumados y no se presenten movimientos inusitados en el precio o volumen de operación de los valores¹⁷, que hagan obligatoria la revelación. En caso de que una emisora opte por diferir la revelación de determinado evento, éste tiene el carácter de información privilegiada para todos los efectos legales, hasta en tanto no sea difundido.

La regulación de eventos relevantes generó avances de importancia en materia de autorregulación, ya que responsabiliza a funcionarios de alto nivel de las emisoras de su adecuada divulgación y faculta a la Bolsa para requerir la revelación de eventos relevantes ante movimientos inusitados de los valores o rumores en el mercado, así como la aclaración de que cualquier evento que hubiese sido dado a conocer por la emisora. La Bolsa también está facultada para suspender la cotización de los valores de una emisora, para garantizar que el mercado esté adecuadamente informado.

¹⁶ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Circular 11-28, DOF, 4 de diciembre de 1997.

¹⁷ Movimiento inusitado se define como cualquier cambio en la oferta o demanda de los valores o en su precio, que no sea consistente con su comportamiento histórico y no pueda explicarse con la información que sea del dominio público.

En una primera etapa las emisoras estaban obligadas a enviar la información sobre eventos relevantes vía telefax a la CNBV, a la Bolsa, a dos medios de información electrónicos y a un periódico de circulación nacional.

Aprovechando los avances tecnológicos, se desarrolló una red electrónica de comunicación, denominada "Emisnet", que une a las emisoras con la BMV utilizando Internet. En mayo de 1998 se estableció, mediante una reforma a la Circular 11-28¹⁸, la obligación a las emisoras de revelar por "Emisnet" sus eventos relevantes y en junio de 1999 se reformó la Circular 11-11¹⁹ para requerirle a las emisoras que utilizaran ese mismo medio para entregar su información trimestral.

Las emisoras envían su información encriptada a través de "Emisnet", la Bolsa la desencripta e inmediatamente la difunde a través de sus propios sistemas, la envía a diversos medios de comunicación y la pone a disposición del público en su página de Internet. Asimismo, la Bolsa envía la información a la CNBV con lo que las emisoras cumplen con su obligación ante la autoridad. Tratándose de eventos relevantes, la Bolsa está obligada, adicionalmente, a distribuir la información por correo electrónico a las personas que se lo soliciten.

Para continuar con la revisión integral del régimen de revelación de información, durante el año 2000 se revisaron las reglas relativas a la entrega de información periódica por parte de las emisoras, dentro de la que se incluyen los reportes trimestrales y anuales. Como resultado de la revisión mencionada se emitió la Circular 11-33²⁰, la cual requirió a las emisoras la presentación de un reporte anual en el que se revela información similar a la que se incluye en los prospectos de colocación, consistente con estándares internacionales. Este documento incluye información de carácter cualitativo que antes sólo se tenía disponible cuando se llevaban a cabo ofertas públicas.

La Circular 11-33 le otorgó facultades a la BMV para actuar ante incumplimientos de las emisoras respecto a sus obligaciones de entrega de información periódica, fortaleciéndose así la autorregulación como sucedió en el caso de eventos relevantes. Reconociendo que no puede existir un mercado ordenado sin información, se prevé incluso la suspensión en la cotización de los valores de empresas incumplidas.

También durante el año 2000 se emitió la Circular 11-32²¹, que estableció los requisitos de revelación de información aplicables a empresas extranjeras que lleven a cabo ofertas públicas de sus acciones en México.

¹⁸ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Circular 11-28 Bis, DOF, 29 de abril de 1998.

¹⁹ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Circular 11-11 Bis 7, DOF, 14 de julio de 1999.

²⁰ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Circular 11-33, DOF, 23 de noviembre de 2000.

²¹ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Circular 11-32, DOF, 5 de octubre de 2000.

3.3 Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo

En 1999, a iniciativa del Consejo Coordinador Empresarial, se creó el Comité de Mejores Prácticas Corporativas, con el objetivo de analizar los lineamientos entonces vigentes y mejorar las prácticas de gobierno corporativo en México. Se tomaron en cuenta diferentes perspectivas en la discusión ya que el Comité estaba formado por líderes empresariales, profesionistas reconocidos y académicos, participando también diversas autoridades con el carácter de invitados. Como resultado del esfuerzo del Comité, se emitió en julio de 1999 un Código de Mejores Prácticas Corporativas²². El objetivo de las recomendaciones del Código es definir ciertos principios que mejoren el funcionamiento del Consejo de Administración y la revelación de información de las emisoras.

Específicamente las recomendaciones del Código buscan que:

1. Las sociedades amplíen la información relativa a su estructura administrativa y las funciones de sus órganos sociales;
2. Las sociedades cuenten con mecanismos que procuren que su información financiera sea suficiente;
3. Existan procesos que promuevan la participación y comunicación entre los consejeros; y,
4. Existan procesos que fomenten una adecuada revelación a los accionistas.

El Comité tomó en cuenta la realidad y las necesidades de las empresas mexicanas, considerando la estructura accionaria de las mismas y el papel que juegan los accionistas en su administración.

El Código pretende reducir el conflicto de interés entre los accionistas y los administradores de las emisoras, alcanzando un consenso entre las partes, en este sentido, sus recomendaciones son de aplicación voluntaria, sin embargo y como se mencionará más adelante, se estableció la obligación a las emisoras de revelar su grado de adhesión a las mismas.

El punto de partida para el trabajo del Comité fue el estudio de los códigos de mejores prácticas utilizados en otros países. Una vez realizado este estudio, se preparó un documento preliminar que incorporaba aspectos que los diversos códigos trataban de manera consistente, temas que se consideraron relevantes provenientes de códigos particulares y recomendaciones específicas para el caso

²² El Código de Mejores Prácticas Corporativas puede encontrarse en la página del Consejo Coordinador Empresarial (<http://www.cce.org.mx/publicaciones/varios/corporativas.PDF>), en la página de la Bolsa Mexicana de Valores (<http://www.bmv.com.mx/DOC/CMPC.pdf>) y en la página de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (<http://www.cnbv.gob.mx/recursos/corporativas.pdf>).

mexicano. El documento fue ampliamente debatido al interior del Comité dando como resultado el Código que se emitió.

El Código establece que las emisoras deberán incluir entre las responsabilidades del Consejo de Administración la definición de la visión estratégica de la emisora; la garantía de que los accionistas tendrán acceso a la información financiera pública de la empresa; el establecimiento de mecanismos de control interno; y la evaluación periódica del director general y de los principales ejecutivos de la empresa.

Se reconocen diferentes tipos de consejeros dependiendo de su relación con la empresa.

- **Consejeros Independientes:** Son aquellos seleccionados por su experiencia, capacidad y prestigio profesional y que además, no se encuentren en alguno de los siguientes supuestos al momento de su nombramiento: (i) ser empleados o directivos de la sociedad; (ii) sin ser empleados o directivos y siendo accionistas de la sociedad, tengan poder de mando sobre los directivos de la misma; (iii) ser asesores de la sociedad o socios o empleados de firmas que funjan como asesores o consultores de la sociedad o sus afiliadas y que sus ingresos dependan significativamente de esta relación contractual; (iv) ser clientes, proveedores, deudores o acreedores de la sociedad o socios o empleados de una sociedad que sea cliente, proveedor, deudor o acreedor importante; (v) ser empleados de una fundación, universidad, asociación civil o sociedad civil que reciba donativos importantes de la sociedad; (vi) ser director general o funcionario de alto nivel de una sociedad en cuyo Consejo de Administración participe el director general o un funcionario de alto nivel de la sociedad; y (vii) ser parientes de alguna de las personas mencionadas en los incisos (i) a (vi) anteriores.

El propósito de incluir consejeros independientes es que éstos contribuyan con una visión imparcial a la planeación estratégica de la sociedad y a las demás funciones que le son propias al consejo.

- **Consejeros Patrimoniales:** Son aquellos seleccionados por su carácter de accionistas significativos²³ o aquellos que actúan como mandatarios de éstos. Dependiendo de si el accionista significativo y su mandatario cumplen o no con las características de consejero independiente podrán ser consejeros patrimoniales independientes o consejeros patrimoniales relacionados.

Los accionistas relevantes incurren en riesgos asociados con mantener posiciones importantes del capital de la empresa. Su inclusión en el Consejo de Administración es importante porque estos accionistas tienen interés en

²³ Se considera accionista significativo a aquel que de manera directa o indirecta detenta un porcentaje del capital social que sea igual o superior al 2%.

monitorear las actividades de la empresa, beneficiando de esta forma al resto de los accionistas. El problema de agencia puede atenuarse con esta figura. Estos accionistas relevantes pueden jugar un papel similar al de los inversionistas institucionales en otros países.

- **Consejeros Relacionados:** Son aquellos que no se encuentran en alguno de los supuestos enumerados en las definiciones anteriores.

A continuación se mencionan algunos de los principios establecidos en el Código.

- **Estructura.** El Código sugiere que el 40% del Consejo de Administración esté integrado conjuntamente por consejeros independientes y patrimoniales. Asimismo, se recomienda una representación de al menos 20% de consejeros independientes.
- **Tamaño del consejo.** El Código recomienda que los consejos estén formados por un número de consejeros propietarios que se encuentre entre cinco y quince. También se sugiere que los consejeros no sean remplazados por consejeros suplentes en las reuniones de consejo. De ser esto necesario, los consejeros suplentes deberán haber sido previamente designados y conocer los asuntos que se traten, para asegurar una participación efectiva.
- **Comités.** El Código reconoce tres áreas como claves para la operación de las empresas: compensación y evaluación; auditoría y planeación estratégica. Así, sugiere un mínimo de tres comités responsables de estos temas recomendando que cuenten con la participación de consejeros independientes y que, al menos el de auditoría, sea presidido por un consejeros independiente.
- **Periodicidad de reuniones.** Se sugiere que los consejos se reúnan un mínimo de cuatro veces al año para discutir la estrategia de la empresa ya que se considera que esto asegura el seguimiento adecuado y permanente de los asuntos de la empresa.
- **Información.** El Código señala que los consejeros deberán tener acceso a la información relevante con al menos cinco días hábiles de anticipación, con la excepción de asuntos confidenciales. En este caso, se deberá implementar un mecanismo para asegurar que los consejeros se encuentren informados de esta situación previo a una reunión.

Asimismo, el Código señala que los consejeros recién designados, deberán ser encauzados para que se familiaricen con sus responsabilidades.

- **Evaluación del Director General.** La evaluación del director general y de los principales ejecutivos de la empresa, deberá ser responsabilidad del comité de evaluación y compensación. El Código no establece ninguna relación entre la remuneración y el desempeño, dejando esto a discreción de la empresa.

El Código de Mejores Prácticas significó un paso importante en el establecimiento de lineamientos de gobierno corporativo. Las recomendaciones ahí señaladas, en general se adhieren a prácticas internacionales tomando en cuenta la realidad de las empresas mexicanas.

Para darle un mayor peso a los principios establecidos en el Código, en 1999 se emitió la Circular 11-29 Bis²⁴. En ésta se reconoce que los lineamientos de gobierno corporativo señalados en el Código son de adhesión voluntaria, pero se requiere a las empresas con valores inscritos en el RNV revelar al mercado su grado de cumplimiento con los mismos a partir del 2000.

La revelación motiva a las empresas a cumplir con las recomendaciones del Código, ya que los incumplimientos deben ser explicados al público, posiblemente impactando de manera negativa el desempeño de la emisora en el mercado.

A partir de la implementación de esta Circular, se ha notado un gran avance en las prácticas corporativas de las empresas mexicanas como se mostrará más adelante.

3.4 Reforma a Leyes Financieras

En 2001 se reformaron diversas leyes financieras, entre ellas, la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Sociedades de Inversión, la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley para Regular Agrupaciones Financieras. En estas reformas un tema recurrente fue la incorporación de principios de gobierno corporativo, mismos que tomaron un carácter de obligatorios.

La reforma a la LMV parte de la premisa de que un mercado de valores no puede desarrollarse de manera ordenada si no se cuenta con un marco regulatorio que genere confianza entre sus participantes. En este sentido, la reforma a la LMV establece como objetivos para las autoridades financieras la protección de los intereses de los inversionistas, el desarrollo de un mercado de valores equitativo, eficiente, transparente y líquido, así como minimizar el riesgo sistémico y fomentar una sana competencia en el mismo.

En la reforma se consolida la transformación del régimen regulatorio aplicable a emisoras, haciendo a un lado el enfoque de méritos mediante la eliminación de los requisitos de solvencia y liquidez que la Ley contemplaba y conservando exclusivamente requisitos de revelación de información.

En la LMV se incorporó el **principio de relevancia** de forma amplia, al establecerse que los diversos reportes que las emisoras presentan al público

²⁴ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Circular 11-29 Bis, DOF, 14 de octubre de 1999.

inversionista deberán contener “la información relevante que contribuya a la adecuada toma de decisiones por parte del público inversionista”. El principio de relevancia constituye el requisito de mayor nivel jerárquico en materia de revelación de información, ya que define la profundidad con que una emisora debe desarrollar cualquier requisito que la propia Ley o la regulación secundaria establezca, e incluso obliga a las emisoras a revelar al público información que no se requiere de manera específica, si ésta se considera relevante.

Asimismo las obligaciones de revelación de información en ofertas públicas, así como aquellas de carácter continuo y periódico, que habían sido desarrolladas a través de regulación secundaria, adquirieron un mayor grado de solidez jurídica al reconocer y regular a nivel de ley a los prospectos de colocación, los eventos relevantes y los reportes trimestrales y anuales. La CNBV conservó la facultad de regular, a través de disposiciones de carácter general, el contenido mínimo de los documentos antes mencionados, así como de requerir a las emisoras información adicional.

Para fortalecer el régimen de revelación de información se tipificó como delito la revelación de información falsa al mercado y la manipulación de mercados, asimismo, se fortaleció el marco regulatorio aplicable al uso indebido de información privilegiada y se ampliaron las facultades de la autoridad para investigar este tipo de violaciones a la LMV.

La LMV también establece la obligación de las emisoras de auditar sus estados financieros anuales y, tratándose de inscripción de valores en el RNV, de acompañar la solicitud respectiva de una opinión legal independiente que verse sobre la existencia legal de la emisora, la validez de los acuerdos relativos a la emisión y a la oferta pública de los valores objeto de la inscripción, así como sobre las facultades de las personas que los suscriban y la validez de los mismos valores, todo ello de conformidad con la legislación aplicable y los estatutos sociales vigentes de la emisora. La LMV faculta a la CNBV para definir, mediante disposiciones de carácter general, los supuestos bajo los cuales un auditor externo y quien emita la opinión legal, se considerarán independientes.

En lo que respecta a prácticas de buen gobierno corporativo y derechos de minorías, en la LMV se construyó un régimen de excepción aplicable a las sociedades anónimas, reguladas por la LGSM, que inscriban sus acciones en el RNV y las coloquen entre el público inversionista. Para efectos prácticos, puede afirmarse que en la LMV se creó un nuevo tipo de sociedad, que tiene como base a la sociedad anónima pero le aplican requisitos más estrictos en materia de gobierno corporativo y a sus accionistas les corresponden mayores derechos que a los de una sociedad anónima común.

En lo referente a los consejos de administración de las emisoras, la reforma del 2001 establece que éstos deben estar compuestos por un mínimo de cinco y un máximo de 20 consejeros, de los cuales por lo menos el 25% deben ser independientes. Cada consejero propietario tendrá únicamente un consejero

suplente que lo represente en caso de ausencia, los suplentes de los consejeros independientes deben cumplir con los requisitos de independencia aplicables a los consejeros propietarios.

El consejo debe reunirse por lo menos una vez cada trimestre y el 25% de los consejeros o cualquiera de los comisarios están facultados para convocar a una sesión del mismo. El consejo debe aprobar aquellas operaciones que se aparten del giro ordinario de la empresa y que pretendan llevarse a cabo entre la emisora y personas relacionadas.

Asimismo, la emisora debe contar con un Comité de Auditoría conformado por una mayoría de consejeros independientes y presidido por uno de éstos, que entre otras funciones está encargado de verificar las operaciones que realice la sociedad con partes relacionadas y debe informar al consejo sobre éstas, y, en su caso, recomendar la contratación de especialistas independientes que evalúen si estas transacciones son justas para los accionistas minoritarios. El Comité de Auditoría debe presentar al Consejo de Administración un informe anual de sus actividades, mismo que será presentado por el consejo a la asamblea de accionistas.

En cuanto a derechos de minorías, además de fortalecer los derechos de voto de los accionistas, estableciendo los límites ya descritos a la emisión de acciones restringidas y la prohibición para vincular acciones de distintas clases, se redujeron los porcentajes requeridos a los accionistas de sociedades anónimas típicas para el ejercicio de diversos derechos conforme a la LGSM.

En este sentido, la LMV le otorga a cualquier minoría que represente cuando menos el 10% del capital social, el derecho de designar un comisario y tratándose de acciones con derecho a voto o de voto restringido el derecho de nombrar un consejero, convocar a una asamblea de accionistas, así como solicitar que se aplaze por tres días la votación de cualquier asunto respecto del cual no se consideren suficientemente informados.

Las emisoras, desde el momento en que se publica la convocatoria para las asambleas de accionistas, están obligadas a proporcionar a éstos toda la información necesaria relacionada con cada uno de los puntos establecidos en el orden del día, de forma inmediata y gratuita.

Las personas que acudan representando a los accionistas a las asambleas, pueden acreditar su personalidad mediante poder otorgado en formularios elaborados por la propia sociedad, mismos que deben contener las instrucciones del otorgante para el ejercicio del poder y la respectiva orden del día. Los intermediarios del mercado de valores deben mantener los formularios a disposición de sus clientes que sean accionistas de la emisora de que se trate.

Los accionistas que representen cuando menos el 15% del capital social, pueden ejercitar directamente la acción de responsabilidad civil contra los administradores,

comisarios e integrantes del Comité de Auditoría. Asimismo, los accionistas con acciones con derecho a voto, incluso en forma limitada o restringida, que representen cuando menos el 20% del capital social, pueden oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales.

Estas facultades otorgadas a las minorías, aunadas a las ya existentes en la LGSM, le permiten a los accionistas proteger sus inversiones y exigir que se cumpla con los demás derechos que les corresponden en virtud de su participación en el capital social de la sociedad de que se trate.

En lo que respecta a tomas de control, la reforma facultó a la CNBV para establecer, mediante disposiciones de carácter general, en qué casos las operaciones que involucren cuando menos el 10% del capital social, deben llevarse a cabo mediante oferta pública en bolsa, para evitar que se excluya a los accionistas minoritarios de los beneficios en este tipo de transacciones.

En la LMV también se incluyeron principios de gobierno corporativo aplicables a casas de bolsa, mientras que en la Ley de Instituciones de Crédito y en la Ley para Regular Agrupaciones Financieras se incorporaron requisitos similares aplicables a bancos y controladoras de grupos financieros, respectivamente.

Los consejos de administración de las instituciones financieras deben integrarse por un mínimo de cinco y un máximo de quince consejeros, de los cuales el 25% debe ser independiente. Al igual que en los requisitos de gobierno corporativo de las emisoras, se requiere que la suplencia sea uno a uno. En lo referente a la frecuencia de las reuniones, los consejos deben reunirse por lo menos una vez por trimestre y de forma extraordinaria cuando sea convocado ya sea por el presidente del consejo, por el 25% de los consejeros o por el comisario de la institución.

El Consejo de Administración de las instituciones de crédito debe contar con un Comité de Auditoría con carácter consultivo, mientras que para casas de bolsa se introduce la figura del contralor normativo, el cual tiene la responsabilidad de garantizar el cumplimiento de la normatividad y debe implementar políticas que eviten caer en situaciones de conflicto de interés.

Los accionistas que representen cuando menos un 10% del capital pagado ordinario de la institución, tienen derecho a designar un consejero. Sólo puede revocarse el nombramiento de los consejeros designados por los accionistas minoritarios, cuando se revoque el de todos los demás.

Los nombramientos de consejeros de las instituciones deben recaer en personas que cuenten con calidad técnica, honorabilidad e historial crediticio satisfactorio, así como con amplios conocimientos y experiencia en materia financiera, legal o administrativa.

Los consejeros deben abstenerse expresamente de participar en la deliberación y votación de cualquier asunto que les represente un conflicto de interés y deben

mantener absoluta confidencialidad respecto de todos aquellos actos, hechos o acontecimientos relativos a la institución de que sea consejero, así como de toda deliberación que se lleve a cabo en el consejo, sin perjuicio de la obligación que tiene la institución de proporcionar a la autoridad competente toda la información que les sea solicitada conforme a la ley.

Como parte de la reforma financiera se emitió una nueva Ley de Sociedades de Inversión (LSI) con el propósito de fortalecer el mercado de valores a través del desarrollo de una base doméstica de clientes.

Las sociedades de inversión son indispensables para que los pequeños y medianos inversionistas accedan al mercado de valores y a su vez la participación de estos inversionistas en sociedades de inversión depende de la confianza que éstos tengan en los administradores de fondos y demás prestadores de servicios que participan en el sector. Debido a lo anterior, la nueva LSI descansa en principios de buen gobierno corporativo y transparencia.

Esta Ley se centra en los propios fondos y no en los intermediarios que administran sus activos, como sucedía bajo la Ley anterior. En este sentido, se regula la integración y el funcionamiento del Consejo de Administración de las sociedades de inversión, de tal manera que deben contar con un mínimo de cinco y un máximo de quince consejeros, de los cuales por lo menos una tercera parte deben ser consejeros independientes.

El Consejo de Administración, con la aprobación de la mayoría de los consejeros independientes, está a cargo de la contratación de los distintos proveedores de servicios que se requieren para la adecuada operación de la sociedad de inversión, así como de evaluar su desempeño cuando menos una vez al año, notificando los resultados de tales evaluaciones a los accionistas del fondo.

Entre los servicios mencionados se encuentran los de administración de activos, distribución, proveeduría de precios de los valores que integran la cartera del fondo, valuación de las acciones del fondo, calificación de riesgo crediticio y de mercado, contabilidad y administración, depósito y custodia de valores.

El Consejo de Administración también tiene a su cargo la aprobación del manual de conducta y las normas para prevenir conflictos de interés, así como la autorización de cualquier operación con partes relacionadas, requiriendo en todos estos casos del voto favorable de la mayoría de los consejeros independientes.

Las operadoras de sociedades de inversión deben contar con un contralor normativo, quien establece los procedimientos para que se cumpla con la normatividad aplicable y con lo establecido en los prospectos de las sociedades a quienes la operadora preste servicios. Asimismo, es su responsabilidad recibir y analizar los informes de los comisarios y auditores e informar al consejo sobre las irregularidades que detecte como parte de sus labores. Las facultades del contralor normativo son independientes de las del comisario y del auditor externo.

El director general y los funcionarios del siguiente nivel jerárquico de las operadoras, distribuidoras y valuadoras de sociedades de inversión no pueden ser empleados de otras entidades financieras. Los consejeros, contralor normativo, director general y directivos deben acreditar ante la sociedad de que se trate, antes del inicio de sus gestiones, que cuentan con honorabilidad, un historial crediticio satisfactorio y amplios conocimientos y experiencia en materia financiera o administrativa.

En la nueva LSI se señala la información de carácter relevante que deben contener los prospectos de información, con el objeto de permitir una adecuada toma de decisiones por parte de los inversionistas. El mecanismo de entrega del prospecto y sus modificaciones se estipula entre los distribuidores de fondos y sus clientes al momento de la celebración del contrato, pudiendo utilizarse prácticamente cualquier medio incluyendo Internet.

3.4.1 Cambios de control: La regla de ofertas públicas de adquisición

Como ya se mencionó, la reforma a la LMV de 2001 le otorgó a la CNBV la facultad de emitir disposiciones para regular las adquisiciones de proporciones significativas del capital de empresas públicas. En ejercicio de esta facultad, en abril de 2002, la CNBV emitió la circular correspondiente²⁵, la cual se conoce coloquialmente como la Regla de Ofertas Públicas de Adquisición o Regla de OPAs.

El objetivo de la Regla de OPAs es proteger a los accionistas de empresas públicas al otorgarles la posibilidad de participar en transacciones en las que se intercambien participaciones significativas del capital de la empresa o el control de éstas, en igualdad de condiciones que los accionistas controladores o relevantes. Asimismo, la Regla busca que el mercado cuente con información que le permita evaluar la posibilidad de que se presente una transacción de este tipo ante determinadas circunstancias.

En este sentido, la Regla tiene un componente de revelación de información y otro que define aquellas transacciones que obligatoriamente deben llevarse a cabo a través de ofertas públicas de adquisición, así como las reglas aplicables a dichas ofertas.

La Regla requiere que cualquier persona que adquiera, directa o indirectamente, más del 10% del capital de una emisora, lo revele al mercado informando si tiene

²⁵ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Reglas Generales Aplicables a las Adquisiciones de Valores que deban ser Reveladas y de Ofertas Publicas de Compra de Valores, DOF, 25 de abril de 2002, <http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/Otras/OPAS.htm>

la intención de adquirir una participación significativa²⁶. La misma obligación aplica a cualquier persona relacionada con la emisora que incremente en un 5% su tenencia de acciones de la emisora de que se trate.

Cuando una persona o grupo de adquirentes pretenda adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en el capital de la emisora, sin que exceda el 50% de los valores con derecho a voto de ésta, debe hacerlo mediante una oferta pública de adquisición que cumpla con los siguientes requisitos:

- La oferta se realizará por el porcentaje del capital de la emisora equivalente al porcentaje de valores con derecho a voto que se pretenda adquirir o por el 10%, lo que resulte mayor.
- La oferta será extensiva a todas las series accionarias, y en todo caso el precio ofrecido será el mismo con independencia de la clase de acción de que se trate.
- La oferta señalará el número máximo de valores a los que se extiende y el mínimo a cuya adquisición se condicione.
- La asignación de la oferta deberá ser a prorrata.
- La oferta no podrá durar menos de quince días hábiles.

Si como resultado de la oferta queda menos del 15% del capital social entre el público inversionista, se deberá ampliar la oferta hasta el 100% del capital en las mismas condiciones.

Los términos de la oferta podrán modificarse siempre que impliquen un trato más favorable a los destinatarios de la misma.

Si la persona o grupo de adquirentes pretende adquirir, directa o indirectamente, más de la mitad de los valores con derecho a voto, debe hacerlo mediante una oferta pública de adquisición por el 100% del capital social de la emisora, ofreciendo el mismo precio por acción para todas las clases de acciones. Sin embargo, se puede solicitar a la CNBV efectuar la oferta por menos del 100%, adjuntando la opinión del Consejo de Administración de la emisora, previo acuerdo del Comité de Auditoría, en donde se expresen los motivos por los que se considera justificada la petición, considerando que los intereses minoritarios no deberán verse afectados.

La Regla establece que la emisora, así como sus consejeros y principales directivos deben abstenerse de realizar o concertar operaciones que en detrimento

²⁶ Participación Significativa, a la propiedad o tenencia, directa o indirecta, del 30% o más de valores con derecho a voto de una Emisora.

de los inversionistas minoritarios tengan por objeto frustrar el desarrollo de la oferta.

Sin perjuicio de lo anterior, el Consejo de Administración de la emisora está obligado a presentarle al público inversionista su opinión respecto a la oferta, dentro de los diez días hábiles siguientes al día de inicio de la misma. En caso de que el Consejo de Administración se encuentre frente a situaciones que puedan generarle conflicto de interés o cuando exista más de una oferta cuyas condiciones no sean directamente comparables, la citada opinión puede estar acompañada de otra emitida por un experto independiente que, al efecto, contrate la emisora a propuesta del Comité de Auditoría, en la que se haga especial énfasis en la salvaguarda de los derechos de los accionistas minoritarios.

Con la finalidad de garantizar el cumplimiento con la Regla de OPAs, en ésta se recomienda que las emisoras incorporen en sus estatutos sociales que las personas que obtengan o incrementen una Participación Significativa en su capital, sin haber promovido previamente una oferta de conformidad con lo establecido en la Regla, no pueden ejercer los derechos corporativos derivados de su tenencia accionaria y la emisora se abstendrá de realizar la inscripción correspondiente en el registro de accionistas. Las emisoras que opten por un mecanismo distinto al recomendado, deberán revelarlo en su reporte anual.

Como medida adicional, en la Ley del Impuesto Sobre la Renta se estableció que las ganancias de capital que se realicen en transacciones que no cumplan con la Regla de OPAs estarán gravadas.

Sin perjuicio de lo anterior, el mecanismo de cumplimiento de la Regla de OPAs que quizá ha sido el más efectivo, deriva del hecho que la Regla es producto del consenso entre las autoridades, la bolsa, los intermediarios del mercado de valores, las emisoras y los principales abogados corporativos que las asesoran.

3.4.2 Circular de Emisoras

Tras la reforma a la LMV de 2001, en marzo de 2003 se emitió la Circular de Emisoras²⁷, la cual incorpora en un sólo documento toda la regulación aplicable a emisoras. Esta circular es consistente con la reforma a la LMV y considera las tendencias en materia de regulación de valores vigentes al momento de su elaboración, tales como la Ley Sarbanes-Oxley emitida en los Estados Unidos de América el 30 de julio de 2002 y los temas bajo análisis en el Comité Técnico de IOSCO.

²⁷ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Disposiciones de Carácter General Aplicables a Emisoras de Valores y otros Participantes del Mercado de Valores, DOF, 19 de marzo de 2003, <http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/Emisoras/Emisoras.doc>

La Circular precisa el régimen de revelación de información que tiene su fundamento en la LMV, partiendo del principio de relevancia. Así se define el término **Información Relevante**, que constituye el elemento esencial del principio de relevancia, de la siguiente forma:

Toda información cualitativa o cuantitativa de una emisora, sus valores y, en su caso, del grupo empresarial al que pertenezca, con independencia de la posición que tenga dentro de éste, necesaria para conocer la verdadera situación financiera, administrativa, económica y jurídica de la emisora como ente económico, así como sus actividades y riesgos, cuya divulgación u omisión afecte la evaluación, la estimación del precio y toma de decisiones de inversión que conforme a prácticas de análisis, efectúe un inversionista común.

La definición anterior posiblemente constituye el elemento de mayor importancia en el régimen de revelación de información del mercado de valores mexicano, ya que establece que:

- La información relevante es la que se refiere al ente económico, o ente consolidado, y no sólo al ente jurídico. La información sobre una empresa como persona moral aislada no es suficiente, ni adecuada, para la toma de decisiones por parte de los inversionistas, para estos efectos debe considerarse al ente económico que la empresa encabeza, e incluso, debe considerarse al grupo empresarial del que ésta forme parte.
- La información relevante es aquélla que al darse a conocer afecta la estimación del valor de la empresa que hace un inversionista común y por tanto afecta también sus decisiones de inversión. Es decir, determinada información será relevante si el resultado de la valuación de una empresa, que lleve a cabo un inversionista común, sin considerar dicha información presenta diferencias lo suficientemente importantes respecto de una valuación que si la considere, como para llevarlo a tomar decisiones de inversión distintas.
- La información relevante es la que requiere un inversionista razonable para determinar el valor de una empresa, por tanto, no basta con que un inversionista manifieste que determinada información le resultaba relevante para que ésta en efecto lo sea, se requiere también que ésta sea utilizada comúnmente, conforme a usos y prácticas de análisis.

En la Circular de Emisoras se incluyen los principios que deben seguir los emisores de cualquier tipo, incluyendo empresas nacionales y extranjeras, estados, municipios, fideicomisos y organismos multilaterales, al preparar los reportes que están obligados a revelar al público. Asimismo, dado que la regulación incorpora requisitos de revelación de información periódicos y continuos, permite la incorporación por referencia de la información revelada al mercado en prospectos de colocación.



La Circular ratifica la obligación de los principales funcionarios de la emisora de certificar los reportes presentados al mercado, ya no mediante cartas responsivas, sino incorporando la certificación en los propios reportes y haciendo extensivo este requisito a los reportes trimestrales.

También se amplía el uso de Internet como mecanismo de difusión de información, al requerir que tanto las bolsas, como las propias emisoras, pongan a disposición del público a través de sus páginas, la información que éstas últimas están obligadas a revelar al mercado.

En lo que respecta a temas contables, la Circular requiere que las emisoras:

- Utilicen los principios contables que emita o reconozca el Consejo Mexicano de Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera (CINIF)²⁸.
- Identifiquen y revelen en sus reportes anuales y prospectos sus políticas contables críticas.

²⁸ Históricamente los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en México han sido desarrollados por la Comisión de Principios de Contabilidad del Instituto Mexicano de Contadores Públicos, se espera que a finales de 2003 esta función sea asumida por el CINIF. El CINIF es un organismo independiente que tiene como uno de sus objetivos principales alcanzar la convergencia con los principios internacionales de contabilidad emitidos por el Consejo Internacional de Principios Contables (IASB). Para llevar a cabo sus funciones el CINIF cuenta con un Consejo Directivo que promueve la obtención de recursos para financiar su operación, un Centro de Investigación y Desarrollo que integra a investigadores de tiempo completo con alta capacidad técnica y un Comité Técnico Consultivo que asesora y recomienda sobre los proyectos a desarrollar por parte del organismo.

- Den a conocer al público cualquier cambio en políticas contables relevantes después de haber sido aprobado por el Consejo de Administración, el cual deberá considerar la opinión del auditor externo y del Comité de Auditoría.
- Al presentar información pro forma o cualquier otra información financiera que no se apegue a Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, expliquen y cuantifiquen las diferencias en el mismo documento.
- Revelen información sobre fideicomisos y otros vehículos similares relevantes, especificando si se consolidan o no.

La Circular establece los supuestos bajo los cuales un auditor externo se considera independiente y trata otros temas relacionados con auditoría externa, entre ellos los siguientes:

- Sólo podrán auditar estados financieros de emisoras los auditores externos cuya capacidad técnica esté certificada por el Instituto Mexicano de Contadores Públicos.
- El Consejo de Administración es el encargado de nombrar al auditor externo oyendo la opinión del Comité de Auditoría.
- Los servicios adicionales al de auditoría que preste el auditor externo deberán ser aprobados por el Comité de Auditoría y revelados al mercado. Asimismo deben revelarse los montos pagados al auditor por la auditoría y cualquier otro concepto.
- Los despachos de auditores deberán contar con manuales, políticas y procedimientos de control de calidad y sujetarse a la supervisión de un organismo autorregulado, reconocido por la CNBV²⁹.
- Se requiere la rotación periódica de los auditores externos cada cinco años.
- El dictamen se considera información revelada directamente por el auditor externo al mercado, por lo que a éste le aplica el régimen de responsabilidad de la LMV en materia de revelación de información.

La Circular de Emisoras establece un mecanismo de protección a los inversionistas ante el eventual desliste de una emisora, al requerir que los

²⁹ Conforme a la Circular de Emisoras las características de este organismo autorregulado serán definidas por la CNBV mediante reglas de carácter general. Si bien a la fecha del presente documento estas reglas no han sido emitidas, se espera que el organismo tendrá funciones similares al Public Company Accounting Oversight Board de los Estados Unidos y será consistente con los principios para la supervisión de auditores del Comité Técnico de IOSCO (IOSCO, Principles for Auditor Oversight, octubre 2003, <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>)

accionistas controladores lleven a cabo una oferta pública de compra, que cumpla con los requisitos siguientes:

- El Consejo de Administración de la emisora deberá opinar sobre el precio de la oferta, tomando en cuenta el análisis del Comité de Auditoría, así como una opinión independiente.
- El precio de la oferta deberá ser cuando menos igual que el precio que resulte mayor entre el valor en libros o el promedio del precio de mercado.
- En caso de que los accionistas controladores no adquieran el 100% del capital de la emisora, deberán crear un fideicomiso de salida, con una duración mínima de seis meses ofreciendo a los inversionistas el mismo precio de la oferta.

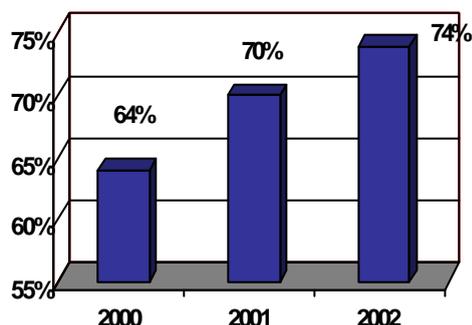
En lo que hace a gobierno corporativo, la Circular establece que la BMV deberá incluir en sus requisitos de listado aquellos relativos a este tema. Asimismo, se establece que el Consejo de Administración de las emisoras deberá emitir lineamientos sobre las operaciones con valores de la emisora que celebren consejeros, directivos y personas que participan en la preparación de la información sobre la emisora, con la finalidad de evitar el uso indebido de información privilegiada.

4. AVANCES OBSERVADOS

Las empresas que cuentan con acciones e instrumentos de deuda inscritos en el RNV, están obligadas a revelar anualmente su grado de adhesión a las recomendaciones del Código de Mejores Prácticas Corporativas desde el año 2000. Con esta información es posible evaluar la forma en que han evolucionado las prácticas de gobierno corporativo en México durante un período de tres años.

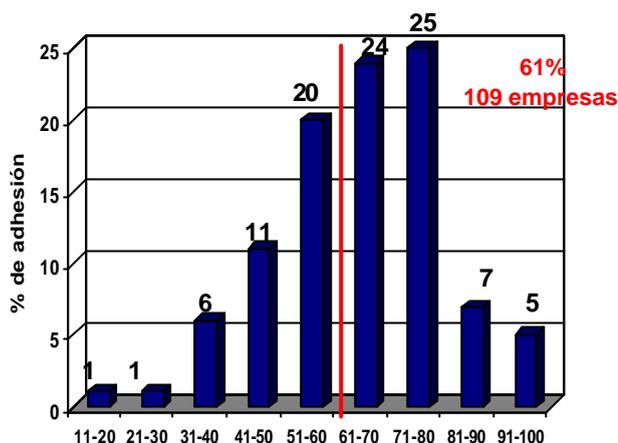
Para la evaluación, se consideraron los reportes que se presentaron dentro del plazo establecido por la regulación aplicable, sin considerar empresas cuyos valores estuvieran suspendidos. En este sentido, se consideraron 178, 170 y 175 empresas en 2000, 2001 y 2002 respectivamente, de las cuales 140, 135 y 129 eran emisoras de acciones y 38, 35 y 46 eran emisoras de deuda.

El primer año que revelaron esta información, las emisoras cumplían en promedio con 64% de los principios del Código, incrementándose el nivel de cumplimiento promedio al 70% y 74% en 2001 y 2002 respectivamente.

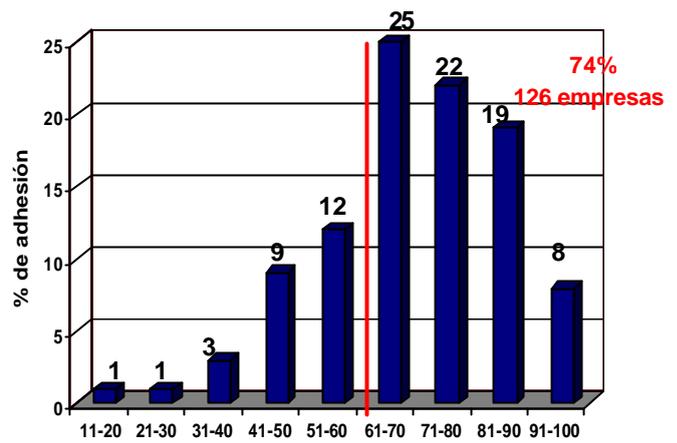


Promedio de cumplimiento con los principios del CMPC

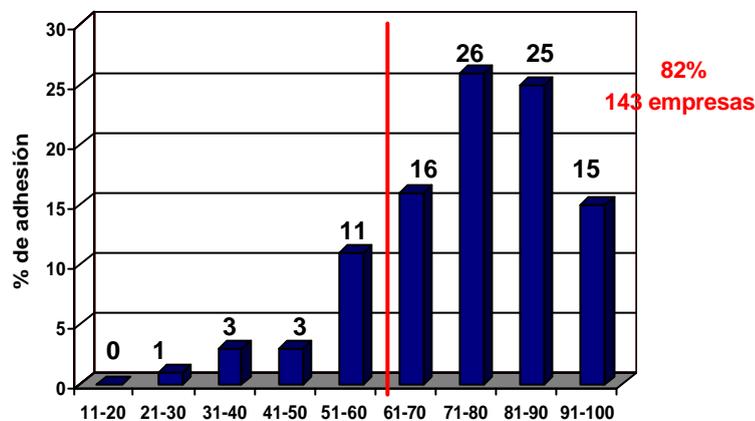
De forma consistente, en las gráficas que se presentan a continuación se observa que la distribución de frecuencias se ha transformado al incrementarse, año con año, el porcentaje de empresas que tiene mayores grados de adhesión a las recomendaciones de Código. El porcentaje de empresas que sigue más del 61% de las recomendaciones del Código ha pasado de 61% en 2000 a 74% en 2001 y 82% en 2002, mientras la proporción de empresas que cumple más del 81% de las recomendaciones ha pasado del 12% en 2000 a 40% en 2002 y las que cumplen más del 91% han pasado del 5% al 15% en los mismos años.



2000



2001



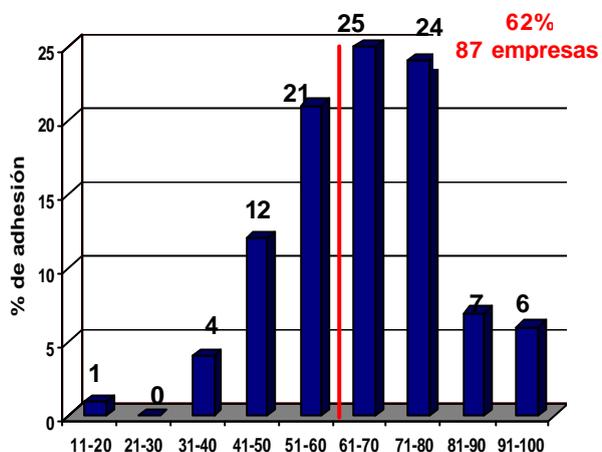
2002

Histograma de frecuencia de cumplimiento de principios del Código de Mejores Prácticas

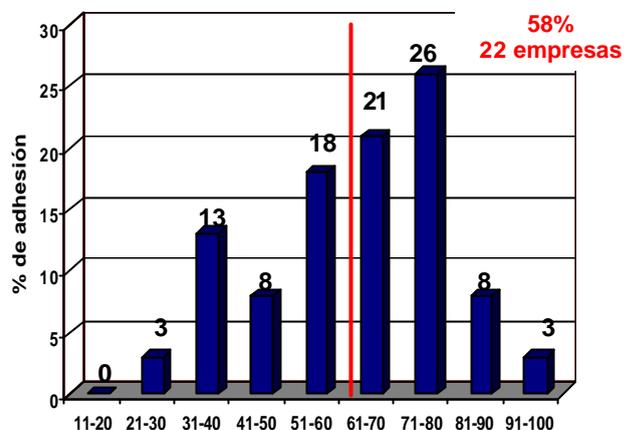
Como ya se mencionó, en la LMV se incorporaron algunas de las recomendaciones del Código, haciéndolas obligatorias para emisoras de acciones, esta situación se refleja claramente en el mercado como se aprecia en las gráficas que se presentan a continuación. Como se puede observar, el apego a las recomendaciones del Código de las emisoras de acciones es significativamente superior al de las emisoras de deuda y la tendencia a alcanzar mayores niveles de cumplimiento a lo largo del tiempo es también más marcada en las primeras.

Así, se observa que el porcentaje de empresas con un grado de adhesión mayor al 61% ha pasado del 62% en 2000 al 78% en 2001 y 89% en 2002 para emisoras de acciones, mientras que para emisoras de deuda los porcentajes para los mismos años son 58%, 60% y 62%. Los porcentajes que le corresponden a niveles de cumplimiento superiores al 81%, para emisoras de acciones son 13%, 29% y 48%, mientras que para emisoras de deuda son 11%, 20% y 20%, a niveles de cumplimiento superiores al 91%, para emisoras de acciones son, 6% en 2000 y 19% en 2002, mientras que para emisoras de deuda son 3% y 7% para los mismos años.

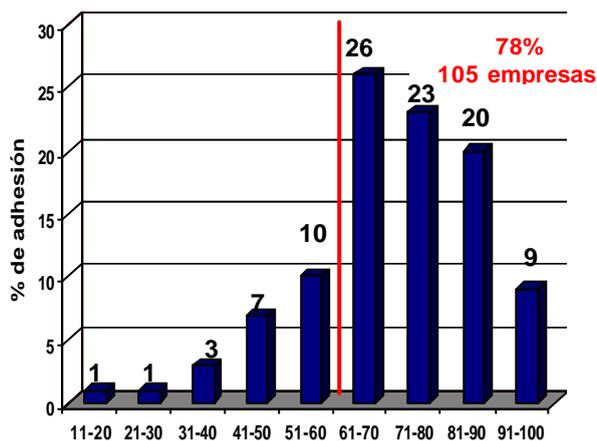
**Histograma de frecuencias de cumplimiento de principios del CMPC
(Emisoras de acciones y de deuda)**



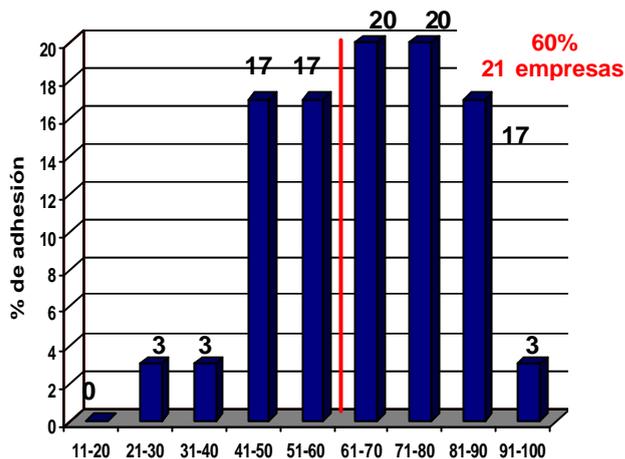
Acciones 2000



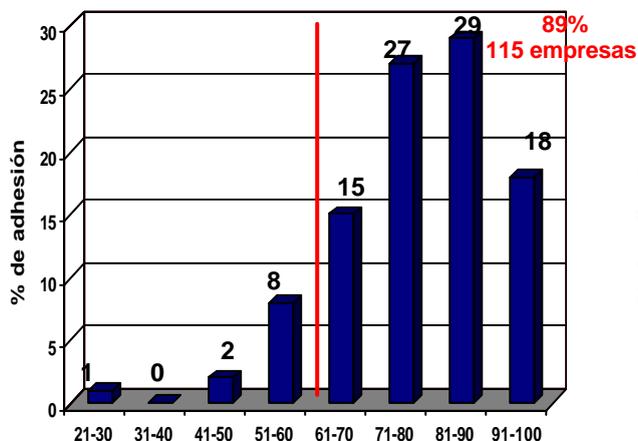
Deuda 2000



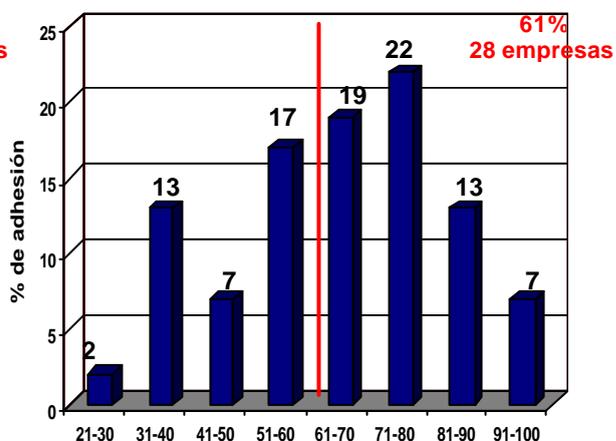
Acciones 2001



Deuda 2001



Acciones 2002



Deuda 2002

De la información contenida en la tabla anterior se desprenden los siguientes comentarios:

- Se ha incrementado la participación de consejeros independientes tanto en emisoras de acciones como de deuda. A pesar de que el nivel de cumplimiento con esta recomendación es significativamente mayor en emisoras de acciones que en las de deuda, 93.02% contra 56.52%, debe recordarse que la LMV requiere que las primeras cuenten con un 25% de consejeros independientes, por lo que durante 2002, el 7% de las emisoras de acciones incluidas en el estudio incumplió con la LMV.
- La participación de consejeros suplentes en los órganos intermedios del Consejo de Administración, como son el Comité de Auditoría y el de compensación y evaluación, continúa siendo una práctica común a pesar de la recomendación del Código. Tratándose de emisoras de deuda el nivel de cumplimiento con la recomendación incluso ha disminuido.
- Se observa un incremento en la proporción de empresas en las que el Comité de Auditoría es presidido por un consejero independiente, sin embargo, al haber sido éste un requisito legal para las emisoras de acciones durante 2002, el 14% de las emisoras de acciones estuvieron en incumplimiento. El cumplimiento de las emisoras de deuda con esta recomendación continúa siendo muy bajo, al alcanzar apenas el 26% en 2002.
- En un porcentaje importante de las empresas se encauza a los consejeros al ser nombrados por primera vez. En particular, resulta satisfactorio que en el 93% de las emisoras de acciones se sigue esta práctica, ya que en fechas recientes se han implementado reformas regulatorias que tienen un impacto relevante sobre los consejos de administración.
- Los lineamientos referentes a la función de evaluación y compensación tienen un bajo nivel de cumplimiento. Se ha incrementado el porcentaje de empresas emisoras de acciones que revisan las condiciones de contratación y pagos por separación a ejecutivos de alto nivel, mientras que en las de deuda se observa una disminución. El principio relacionado con revelación de información registra un cumplimiento todavía menor.

El bajo cumplimiento de estos principios, aunado al hecho de que la LMV no establece requisitos sobre compensación y evaluación, parecen evidenciar un tema que requiere de atención.

- En el 2002, el 18.60% de las emisoras de acciones y el 32.61% de las emisoras de deuda tienen como comisario³⁰ a su auditor externo. Esta información deberá considerarse en el debate continuo sobre la compatibilidad entre la figura del comisario y la del auditor externo, dado las facultades con que cuenta el primero y la necesidad de que el segundo actúe con absoluta independencia.
- En las emisoras de acciones se observa un incremento en el nivel de adhesión con los principios relacionados con temas contables y de control interno, mientras que para las emisoras de deuda el nivel de cumplimiento es estable y relativamente bajo. Es de esperarse que el cumplimiento respecto a estos principios se incremente dado que se incorporaron obligaciones similares en la Circular de Emisoras y el mercado se encuentra particularmente sensible respecto a estos temas.
- Entre los principios relacionados con la información disponible para la participación de los accionistas en asambleas, se observan incrementos en el nivel de cumplimiento por parte de las emisoras de acciones y bajos niveles de adhesión, sin tendencia definida, entre las emisoras de deuda.

Destaca que el 93% de las emisoras de acciones omiten incluir el punto de asuntos varios, pero a la vez la información relativa a órganos intermedios sólo se discute en la asamblea en el 50% de los casos y se tiene disponible tan sólo en el 65% de los casos. También parece ser limitada la información con que cuentan los accionistas respecto a la integración del consejo y el perfil de sus integrantes, ya que sólo el 49.6% de las emisoras proporciona esa información a sus accionistas.

Finalmente, resulta interesante el incremento en el nivel de adhesión por parte de emisoras de acciones, a la recomendación de proporcionar información y alternativas de voto a los accionistas, de tal forma que puedan participar en las asambleas a través de mandatarios, ya que en la LMV se incorporó un mecanismo para facilitar la instrumentación de ésta práctica pero su aplicación es voluntaria.

La CNBV ha tomado medidas respecto a las empresas que han incumplido con las obligaciones que les corresponden en materia de gobierno corporativo. Como resultado de esos actos de autoridad durante 2002, trece empresas incorporaron en sus estatutos sociales las modificaciones requeridas por la LMV y una emisora dio a conocer que cancelaría su inscripción en el RNV. Dados los nuevos requisitos de revelación de información, que requieren a las emisoras la

³⁰ Conforme a la LGSM el Comisario es el órgano de vigilancia de las sociedades anónimas, además de rendir su opinión respecto a la información financieros de la sociedad cuenta con facultades para convocar al Consejo de Administración y la asamblea de accionistas, entre otras.

presentación de una compulsión de sus estatutos sociales, se esperan actos de autoridad adicionales para 2003.

Por su parte la BMV, en uso de sus facultades autorregulatorias, requirió a 24 emisoras la presentación del informe de su Comité de Auditoría, dos de éstas revelaron que no contaban con dicho órgano social y convocaron asambleas de accionistas para constituirlo.

El avance observado en materia de revelación de información ha sido notable como se hace evidente al comparar prácticamente cualquier prospecto de colocación elaborado para el mercado doméstico, antes de la entrada en vigor de la Circular 11-29 de la CNBV en diciembre de 1997, con los que se están preparando actualmente. Incrementar la calidad de la información revelada ha sido una meta prioritaria para la CNBV, habiéndose instrumentado programas de supervisión enfocados a promover el incremento en la calidad de los reportes en áreas específicas.

Durante 2002, 28 empresas enviaron su reporte anual en más de una ocasión a solicitud de la CNBV, de estas cinco lo enviaron en más de dos ocasiones al no haber subsanado las observaciones de que fueron objeto. En ese mismo año fueron emplazadas 55 emisoras por no haber presentado información financiera por segmento de conformidad con el "IAS³¹ 14", el cuál es obligatorio en México conforme a Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, la totalidad de las emisoras emplazadas presentó la información requerida por el principio o bien reveló los motivos por los que no le aplicaba. Para los estados financieros del 2002, presentados durante 2003, la totalidad de las emisoras presentó la información que se requiere conforme al "IAS 14".

Para 2003, la CNBV ha ampliado su programa de supervisión a temas como utilidad integral, obligaciones laborales y utilidad por acción, entre otros.

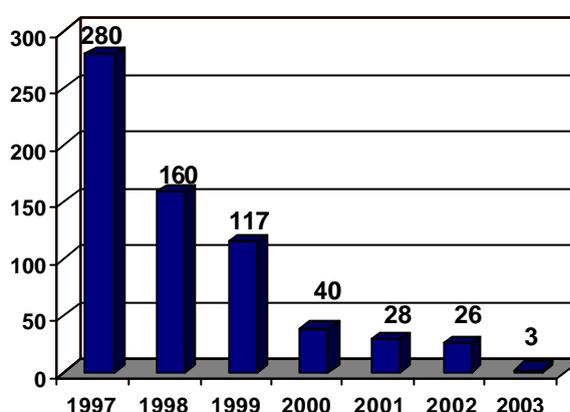
De igual forma se ha incrementado la oportunidad en la entrega de información, en buena medida debido al uso de la transparencia como mecanismo para promover el cumplimiento de la regulación. Antes de 1997 era común que las emisoras presentaran sus reportes periódicos fuera del plazo establecido por las disposiciones, hasta ese año la respuesta a los incumplimientos eran sanciones económicas que no parecían ser exitosas para desalentar las violaciones a la regulación.

Durante 1998 se optó por darle a los incumplimientos el tratamiento de evento relevante, requiriendo que las emisoras revelaran las causas del incumplimiento y la fecha en la que entregarían la información, además de imponer sanciones económicas. A mediados de 1999 se formalizó en regulación el enfoque antes descrito, estableciendo como regla general la suspensión de la cotización de las emisoras que no informaran al mercado, antes de la fecha límite para la entrega

³¹ International Accounting Standard o Norma Internacional de Contabilidad.

del reporte correspondiente, las causas por las que no estarían en condiciones de cumplir y la fecha en que entregarían el reporte, asimismo se facultó a la bolsa para suspenderles la cotización cuando a su juicio las causas del incumplimiento no fueran satisfactorias.

En la siguiente gráfica se aprecia claramente que el enfoque basado en transparencia ha sido más efectivo para reducir el número de incumplimientos, que la exclusiva imposición de sanciones económicas.



La información del 2003 corresponde al primer semestre

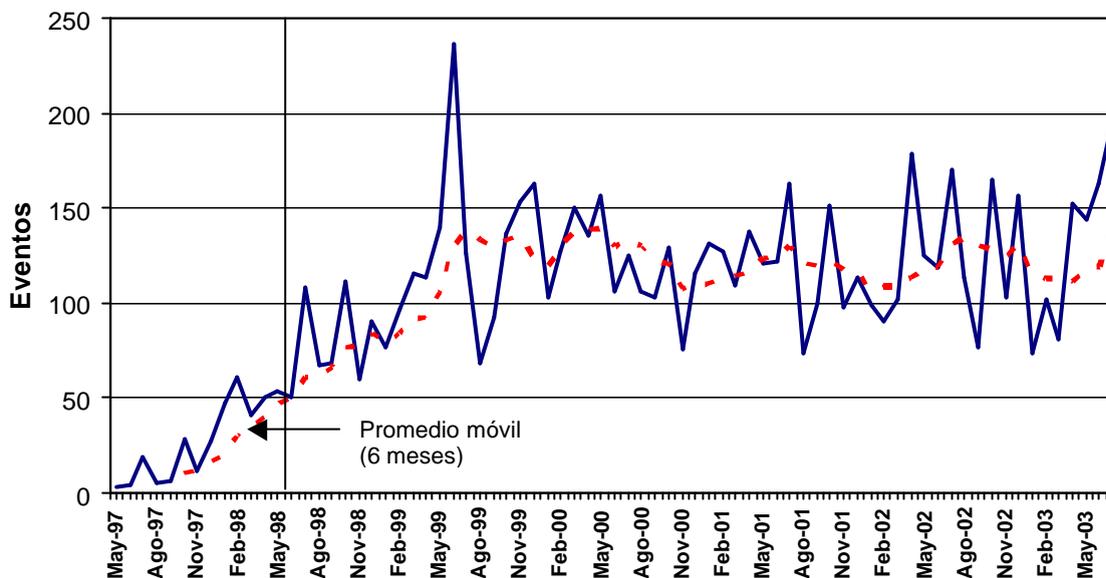
Emisoras sancionadas anualmente debido a retrasos en la entrega de información

El uso de la tecnología ha hecho que la información sea más accesible, ahora todos los reportes que presentan las emisoras pueden ser consultados en la página de Internet de la bolsa, lo que garantiza que cualquier inversionista puede tener acceso a la misma información, al mismo tiempo.

Asimismo, el uso de sistemas informáticos ha incentivado el cumplimiento de la regulación, como se puede observar en la gráfica siguiente que muestra la evolución en el tiempo del número de eventos relevantes dados a conocer por las emisoras. Como se aprecia, en mayo de 1998 se daban a conocer 47 eventos en promedio³², en esa fecha se hizo obligatorio el uso de “Emisnet” para enviar esta

³² Promedio móvil de seis meses.

información y el número de eventos se incrementó considerablemente, en agosto de 2003 se registró un promedio de 140 eventos³³.

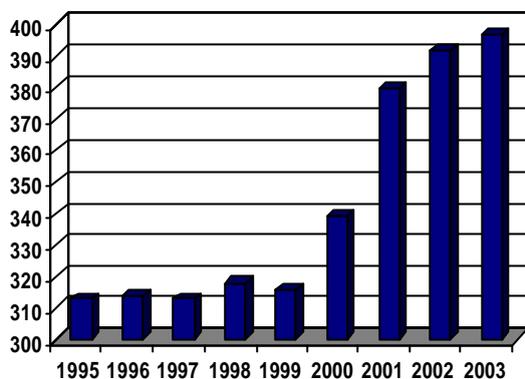


Eventos relevantes

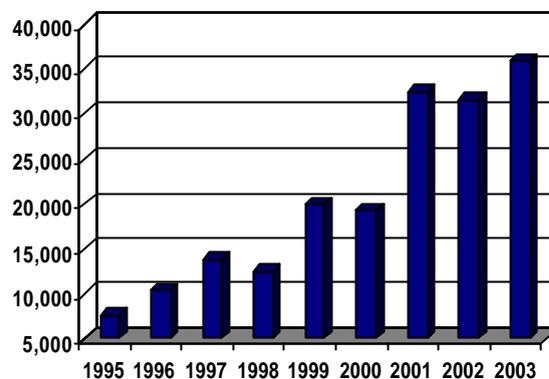
Por su parte, analizar el desarrollo del sector de sociedades de inversión resulta relevante al tema de gobierno corporativo sobre todo a raíz de la emisión de la nueva LSI en 2001, la cual otorga flexibilidad a la industria sustentándola en principios de buen gobierno corporativo.

Como se puede apreciar en las siguientes gráficas, el crecimiento del sector ha sido importante, observándose tasas de crecimiento promedio anuales del 2001 al 2003 de 5.41%, 23% y 15.96% para el número de fondos, los activos bajo administración medidos en dólares de EE. UU. y en el número de inversionistas, respectivamente, lo que se compara favorablemente con las tasas de crecimiento promedio anuales registradas de 1995 a 2000 de 1.61%, 20.42% y 10.83%, para los mismos conceptos.

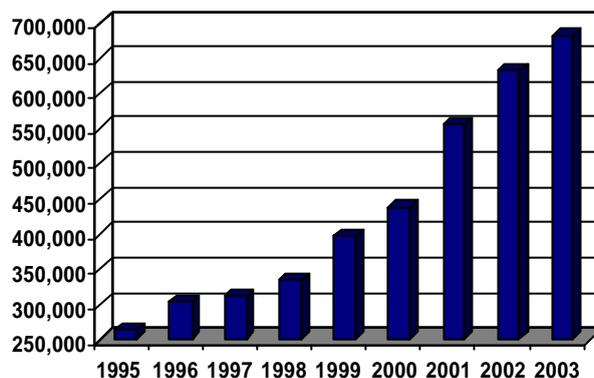
³³ El pico que se observa a finales del primer semestre de 1999 se debe a que se requirió que las emisoras le dieran tratamiento de evento relevante al problema informático del año 2000 y sus planes de contingencia al respecto.



Número de sociedades de inversión



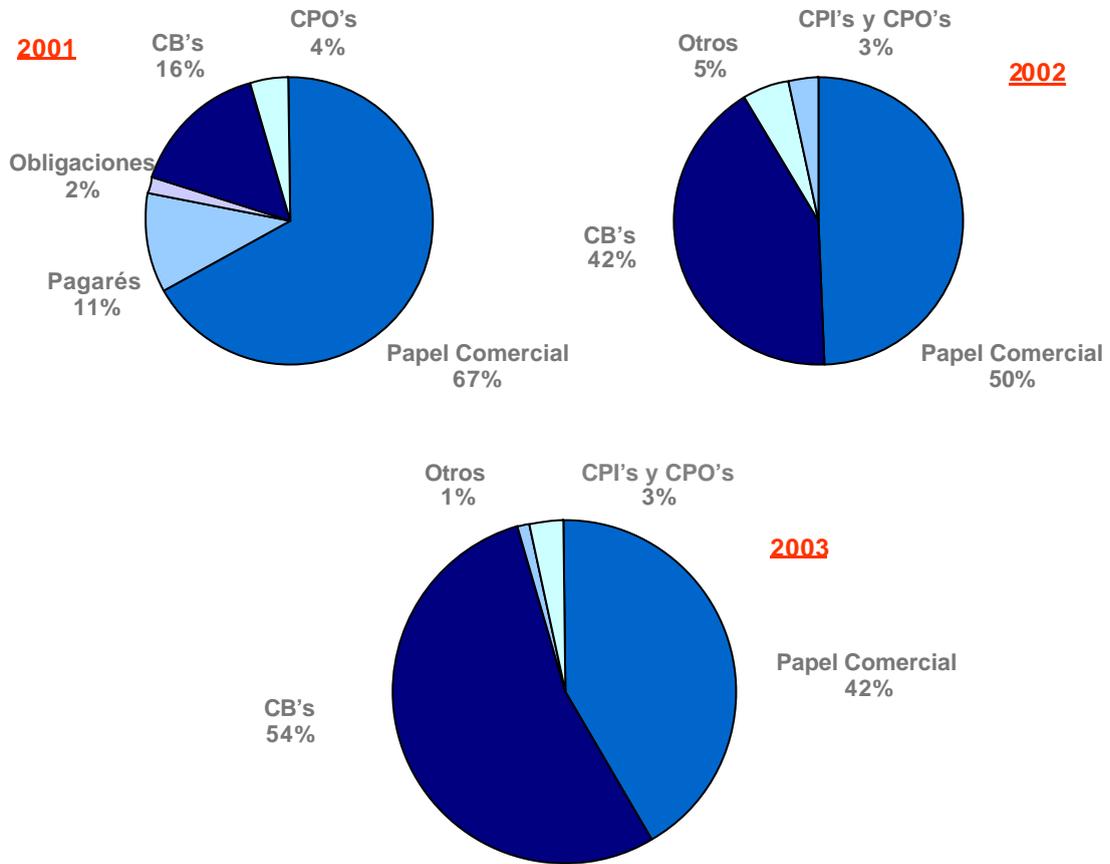
Activos en sociedades de inversión (mdd)



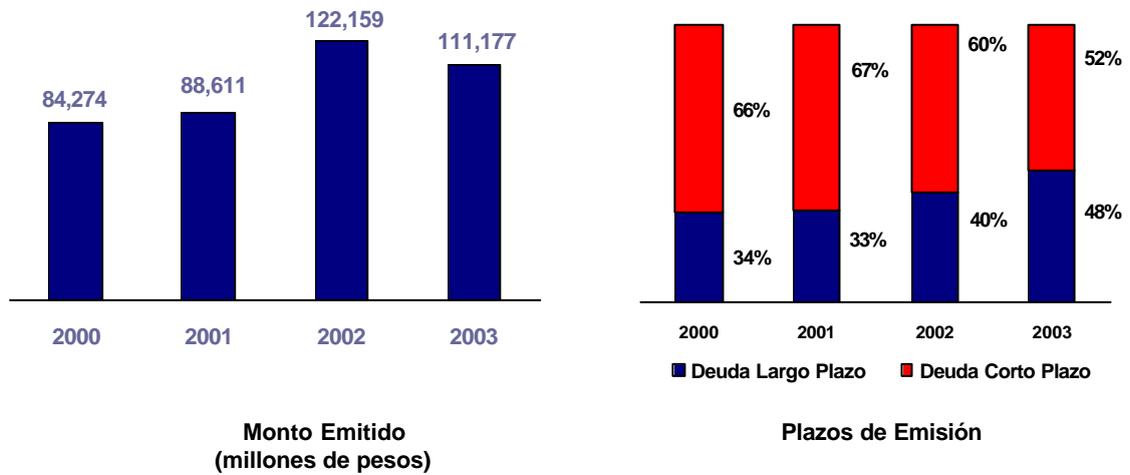
Número de contratos en sociedades de inversión

También en la evolución del mercado de deuda a partir de la reforma de la LMV, se cuenta con otro ejemplo de cómo la combinación entre un alto nivel de protección a los inversionistas y flexibilidad para las emisoras, se traduce en desarrollo del mercado. En la reforma se creó un nuevo instrumento denominado certificado bursátil, diseñado para circular en el mercado de valores, el cual conjunta las características de protección al inversionista, disponibles en las obligaciones, con la facilidad de emisión de que gozaban los pagarés.

Como se aprecia en las siguientes gráficas el certificado bursátil se ha convertido en el instrumento de preferencia en el mercado de deuda mexicano ya que del total emitido de enero a septiembre de 2003, el 54% ha sido en estos instrumentos. Asimismo se han incrementado considerablemente los montos emitidos y se han ampliado los plazos de emisión.



Composición del Mercado de Duda no Gubernamental por Instrumento



La evolución del sector de sociedades de inversión y del mercado de deuda corporativa no sólo se explica por las modificaciones al marco regulatorio, ya que influyen de manera importante las condiciones macroeconómicas prevalecientes de baja inflación y reducción en las tasas de interés, que han llevado a los inversionistas a buscar alternativas de inversión que ofrezcan mayores rendimientos que las cuentas bancarias y los instrumentos gubernamentales y para el desarrollo del mercado de deuda adicionalmente ha contribuido el fortalecimiento de inversionistas institucionales, en particular las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro. Sin embargo, un marco regulatorio más sólido ha resultado fundamental para el desarrollo de ambos segmentos del mercado.

5. RETOS Y TEMAS A DESARROLLAR

El avance en materia de gobierno corporativo ha sido significativo, sin embargo, se reconoce que éste es un tema que demanda constante estudio y debe estar sujeto a evolución continua.

En particular, los temas de gobierno corporativo y protección de inversionistas se han desarrollado principalmente para empresas públicas, siendo que estos conceptos no son privativos de aquellas empresas cuyas acciones se encuentran listadas en una bolsa de valores y su aplicación en una esfera más amplia facilitaría la actividad económica, favorecería la inversión e incentivaría las transacciones de capital de riesgo.

Esta situación, aunada a los estándares globales que se han definido como resultado de la reciente crisis de confianza y a la experiencia e información que se ha obtenido tras dos años y medio de la reforma a la LMV, parecen indicar que México se encuentra en condiciones de consolidar su reforma corporativa.

Como ya fue planteado, es posible afirmar que las sociedades anónimas reguladas por la LGSM, al convertirse en empresas públicas, asumen un tipo social más sofisticado, que le ofrece a sus accionistas mayores derechos y un marco más robusto para la protección de sus inversiones. Para diferenciar a este nuevo tipo de sociedades se les podría llamar “**Sociedades Anónimas Bursátiles**”.

Para las sociedades anónimas bursátiles, resultaría adecuado continuar avanzando en la definición de funciones y en el establecimiento de un régimen de responsabilidad de sus órganos colegiados y de sus integrantes, así como de sus funcionarios y asesores externos.

Las características de la sociedad anónima tradicional, en cuanto a gobierno corporativo, régimen de responsabilidad, derechos de minorías y revelación de información, resultan insuficientes para el desarrollo del mercado de valores en su más amplio sentido, del cual forman parte el mercado privado de capitales,³⁴ la industria de capital de riesgo y en general cualquier participación externa³⁵ en el capital de las empresas.

Dada esta situación, sería recomendable establecer un régimen obligatorio para aquellas sociedades anónimas que han alcanzado un número significativo de accionistas, podría ser más de 50, bajo el cual les resultara aplicable el principio de relevancia en cuanto a la información que le presentan a sus accionistas, así

³⁴ El mercado privado de capitales es aquél en el que participan exclusivamente inversionistas institucionales y calificados.

³⁵ Un participante externo es aquel inversionista cuya confianza en la empresa, sus administradores y accionistas de control, se fundamenta en la existencia de un marco regulatorio y un sistema judicial efectivos y por tanto no sólo depende de la relación que tenga con éstos.

como un régimen más sólido de responsabilidad y de prácticas de gobierno corporativo. A estas sociedades podría llamárseles **‘Sociedades Anónimas de Accionistas Múltiples’**.

Asimismo, la LGSM incorpora disposiciones que dificultan o prohíben la instrumentación de mecanismos y acuerdos que se utilizan comúnmente en los mercados internacionales como una condición necesaria por parte de los inversionistas, en particular los sofisticados, tales como mecanismos de salida a través de la recompra de acciones, acuerdos de voto entre accionistas, reglas relativas a la circulación de las acciones como los llamados “tag-along rights” y el establecimiento de restricciones a los derechos de preferencia y separación, entre otros.

Para hacer frente a las deficiencias antes mencionadas, inversionistas y empresas han recurrido a la domiciliación de negocios fuera de México, al diseño e instrumentación de estatutos sociales y contratos complejos, así como al uso de vehículos tales como el fideicomiso, que conllevan costos elevados y cuya efectividad y validez puede, en algunos casos, ser cuestionada.

En este sentido, sería deseable contar con un tipo social que pudiera ser adoptado libremente por las empresas que así lo desearan, que se ubicara entre la sociedad anónima tradicional y la bursátil, en cuanto a las características antes mencionadas y que además contara con un régimen de excepción que reconociera los mecanismos y acuerdos que requieren los inversionistas. A las empresas que adopten este tipo social podría llamárseles **“Sociedades Anónimas Intermedias”**.

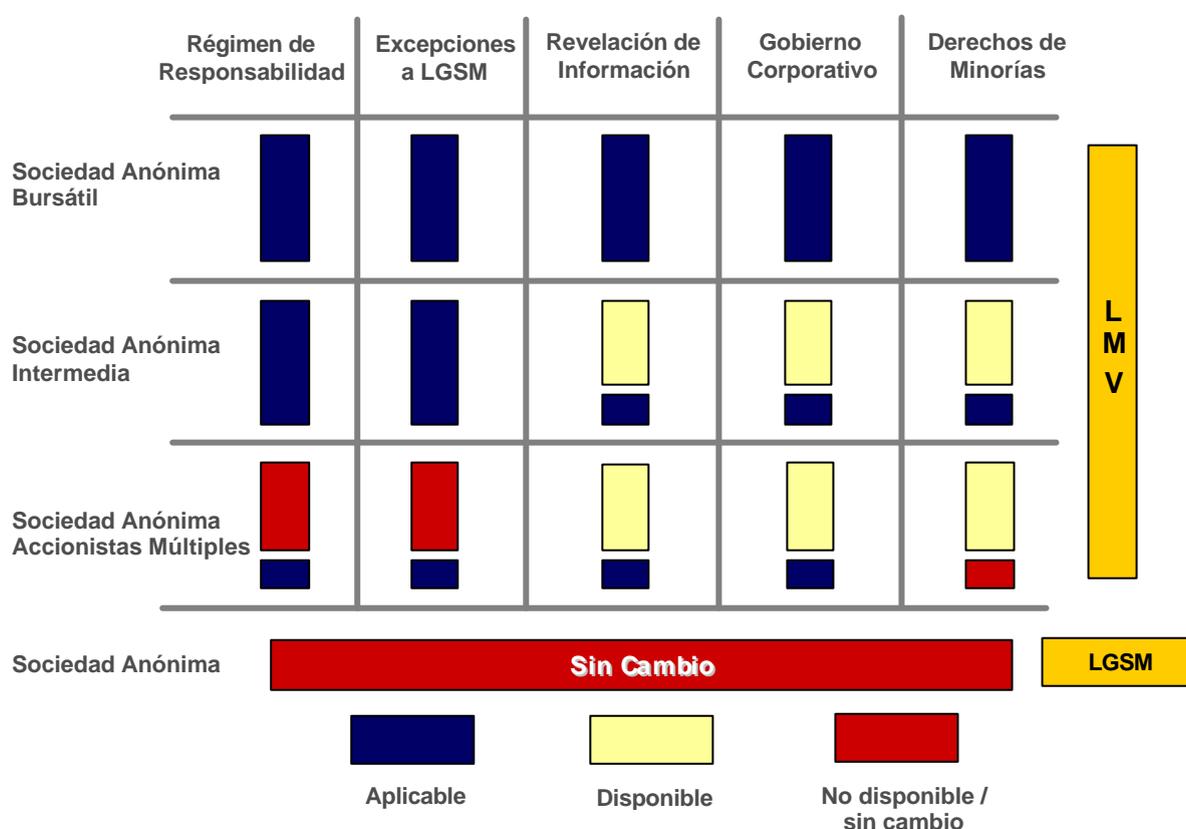
La reforma corporativa propuesta podría llevarse a cabo modificando la LGSM, sin embargo, existen claras ventajas de instrumentarla a través de una nueva Ley del Mercado de Valores, entre las que se encuentran las siguientes:

- Las tres nuevas sociedades participan en el mercado de valores en su más amplio sentido, por lo que resulta congruente establecer dentro de la Ley aplicable a dicho mercado las normas especiales que rijan su organización y funcionamiento;
- Diversos conceptos, tales como los principios de revelación de información, en particular el de relevancia, así como los requisitos de independencia de consejeros y auditores externos, están definidos en la LMV;
- Las características de la sociedad anónima bursátil en su estado actual, están definidas en la LMV; y,
- Al instrumentar la reforma en la LMV no se afecta en ningún sentido a los tipos sociales que forman parte de la LGSM que seguramente seguirán siendo

utilizados por una proporción significativa de empresas pequeñas y medianas, así como las familiares y las que cuenten con grupos de control cerrados.

A pesar de que las reglas especiales de las nuevas sociedades se incorporarían en la LMV, éstas sólo estarían sujetas a la supervisión por parte de la CNBV en su carácter de emisoras de valores, por lo que en principio las sociedades anónimas de accionistas múltiples y las intermedias no serían supervisadas, aunque sus accionistas deberán contar con las herramientas necesarias para hacer valer los derechos que les corresponden como dueños de las empresas.

A continuación se muestra gráficamente la estructura de la reforma propuesta³⁶:



Como se puede apreciar, la regulación que se plantea para las sociedades que participan en el mercado de valores en su más amplio sentido, cubriría los vacíos que hoy existen entre la empresa familiar y la pública.

³⁶ Para efectos de la gráfica y el resto de esta sección se entenderá por gobierno corporativo a la estructura del consejo y sus comités, así como a los procedimientos para la autorización de transacciones con partes relacionadas y otras similares.

En lo que se refiere al régimen de responsabilidad, destaca por su importancia la precisión de las funciones del Consejo de Administración y de los directivos de la empresa, así como del deber fiduciario que le aplica tanto a los miembros del consejo como a los mencionados funcionarios. El marco legal debe dejar claro que el consejo es responsable de aprobar la estrategia a seguir por la empresa, de las decisiones de alto nivel y de controlar y vigilar que la administración cumpla con sus objetivos, mientras que los directivos son los responsables primarios de la información que prepara y revela la empresa, así como de la toma de decisiones del día a día.

También deberá establecerse el régimen de responsabilidad aplicable a los auditores externos, así como las reglas de independencia a que deberán apegarse.

Conforme a la LGSM³⁷, el régimen de responsabilidad de los consejeros de sociedades anónimas se rige por la reglamentación del mandato que, a su vez y conforme a las disposiciones relativas del Código de Comercio y del Código Civil Federal, establece que los mandatarios deben tratar los asuntos de la sociedad con la misma diligencia con que se tratan los negocios propios. La responsabilidad de los consejeros es en beneficio de la sociedad y no de los accionistas en particular y sólo puede ser ejercida a nombre de la sociedad por la asamblea de accionistas o por los accionistas que representen por lo menos el 33% del capital social para cualquier sociedad anónima, o el 15% para aquellas con acciones inscritas en el RNV.

En este sentido, se considera que el texto vigente, del que emana el deber de los consejeros hacia la sociedad, no está a la altura de las demandas de los inversionistas tras los escándalos corporativos recientes y las medidas que se han tomado en el mundo para intentar recuperar su confianza. Por lo tanto, se propone redefinir el régimen de responsabilidad estableciendo, un **deber fiduciario** preciso, para consejeros y directivos, con requisitos concretos y de verdadera aplicación práctica, que se integre de los siguientes componentes:

- **Deber de Lealtad y Fidelidad:** Los miembros del consejo y directivos de la sociedad deberán actuar con lealtad, honestidad y en forma justa en beneficio de todos los accionistas de la misma, señalando que para el cumplimiento de esta obligación deberá tomar decisiones libre de conflicto de interés y no competir con la sociedad.
- **Deber de Cuidado o Diligencia:** Los miembros del consejo y directivos deberán actuar con la diligencia correspondiente a una persona informada y conocedora de la buena administración, cuyo desempeño resulta ser indelegable.

³⁷ Artículo 157.

Para ambos componentes del deber fiduciario se deberá establecer un principio general y lineamientos específicos. Por ejemplo, un lineamiento específico para el deber de lealtad sería la obligación de los consejeros de proponer a la empresa cualquier oportunidad de negocio que se le presente y que sea consistente con el objeto social de ésta, antes de aprovecharla de forma directa o indirecta, para su beneficio personal.

Los consejeros y directivos deben ser responsables de los daños y perjuicios que le causen a la sociedad como resultado de acciones u omisiones contrarias al deber fiduciario, sin embargo, debe contarse con una **regla de aplicación de juicio de negocio** que los deslinde de responsabilidad por decisiones tomadas de buena fe, con base en la información disponible y siguiendo los requisitos que marque la propia ley, por ejemplo, tratándose de transacciones en las que existen conflictos de interés. No se sancionaría el error en la decisión, sino el haberla tomando sin la debida diligencia o en forma desleal.

En todo caso, la responsabilidad la continuaría ejerciendo la sociedad en contra de los miembros del consejo y de sus directivos, quedando en beneficio de la misma empresa la reparación por indemnización de los daños y perjuicios. Sin embargo, debe analizarse si para casos de abuso por parte de los accionistas de control, los inversionistas deben contar con el derecho de iniciar acciones de responsabilidad por el abuso en el ejercicio del control, incorporando de nueva cuenta en el derecho mexicano la posibilidad de recorrer el velo corporativo, de manera tal que resulte no ser oponible la personalidad jurídica de la sociedad por parte de las personas que tengan el control, ante el ejercicio de alguna acción de responsabilidad en su contra por parte de los inversionistas que puedan acreditar un abuso³⁸.

Dado que el modelo de gobierno corporativo en la sociedad anónima de accionistas múltiples es menos sofisticado que en las sociedades anónimas bursátiles e intermedias, les aplicará también un régimen de responsabilidad menos desarrollado.

Como parte de la reforma, deberá analizarse también si las acciones legales disponibles para los inversionistas en la actualidad son adecuadas o si se deben tomar elementos de las acciones existentes en otros mercados, como son las demandas derivadas y acciones de clases. En todo caso debe cuidarse, a través de incentivos necesarios, que los derechos y acciones disponibles no se conviertan en mecanismos para obstaculizar el desempeño de las empresas, por ejemplo, mediante demandas frívolas.

Asimismo, debe definirse el papel que jugará la autoridad del mercado de valores ante abusos a las minorías, haciendo públicas las irregularidades que identifique o

³⁸ La Ley que establece los requisitos para la venta al público de acciones de sociedades anónimas de 1940, derogada en 1988, establecía el régimen de la también denominada desestimación de personalidad jurídica por abuso de un derecho.

bien asumiendo algún papel en las demandas, posiblemente como coadyuvante del mercado aportando elementos de juicio para la resolución de controversias.

Una premisa fundamental de la reforma debe ser la aplicación consolidada del marco regulatorio en lo que se refiere a revelación de información, gobierno corporativo y régimen de responsabilidad.

Si bien se considera que los grupos empresariales aplican los lineamientos establecidos para los temas antes mencionados de forma consolidada y que en la Circular de Emisoras se tomaron medidas regulatorias para que esto así sea, se considera recomendable instrumentar a nivel de ley un marco regulatorio más robusto en la materia.

De esta forma, cualquier transacción en la que existan conflictos de interés, independientemente de la empresa en la que se lleve a cabo dentro del grupo, deberá sujetarse a los mismos requisitos de gobierno corporativo, generarle la misma responsabilidad a los consejeros y deberá revelarse, como si la hubiera llevado a cabo la propia tenedora, es decir, al interior de los grupos empresariales debe desaparecer el velo corporativo para ciertos efectos.

En lo que se refiere al régimen de revelación de información, a los tres nuevos tipos sociales deberá aplicarles el principio de relevancia y cualquier desviación respecto del mismo deberá generarle responsabilidad a los directivos o miembros del consejo, según corresponda. Para la sociedad anónima bursátil se conservarían los requisitos específicos que hoy existen, mismos que podrán ser seguidos por las empresas pertenecientes a los otros dos tipos sociales si así lo acuerdan sus accionistas.

Los tres tipos sociales estarían obligados a preparar estados financieros apegados a Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, mismos que deberán auditarse anualmente por un auditor externo independiente.

En cuanto a los requisitos de gobierno corporativo aplicables a la sociedad anónima bursátil, se proponen los siguientes cambios respecto al régimen vigente:

- El Comité de Auditoría se integraría únicamente por consejeros independientes y asumiría un papel ejecutivo. Asimismo se propone establecer en la LMV las funciones básicas que le corresponden a éste comité, entre ellas seleccionar al auditor externo, autorizar su contratación para prestar servicios adicionales al de auditoría y evaluar su independencia y desempeño; evaluar y proponer mejoras al sistema de control interno; revisar la información financiera de la emisora y llevar a cabo investigaciones sobre posibles incumplimientos a los lineamientos y políticas de operación y registro contable; solicitar la opinión de expertos independientes cuando lo considere necesario; rendir un informe al Consejo de Administración y a la Asamblea de Accionistas; entre otras.

Al Comité de Auditoría se le asignarían también las facultades con que actualmente cuenta el Comisario de las sociedades anónimas para convocar al Consejo y a la Asamblea de accionistas entre otras. Con esto el Comité de Auditoría asumiría, en conjunto con el Consejo, el papel de órgano de vigilancia de la sociedad y de la administración, motivo por el cual, deberá evaluarse la conveniencia de eliminar la figura del Comisario o bien conservarla con nuevas funciones y responsabilidades.

- Las funciones que actualmente establece la LMV para el Comité de Auditoría tales como opinar sobre transacciones con partes relacionadas y operaciones de tamaño significativo, así como las funciones de compensación y nominaciones se asignarían a un Comité de Gobierno Corporativo, que también se integraría exclusivamente por consejeros independientes y que podría tener los mismos integrantes que el Comité de Auditoría por lo que en la práctica, las empresas que así lo desearan podrían tener un solo comité.

Para las sociedades anónimas intermedias podrían establecerse requisitos de gobierno corporativo obligatorios menores a los de la sociedad anónima bursátil, dándoles la posibilidad de incrementarlos de manera voluntaria. Por ejemplo, podría requerirse una proporción menor de consejeros independientes en el Consejo de Administración y para el Comité de Auditoría podría requerirse que se integrara por una mayoría de consejeros independientes y fuera presidido por uno de éstos.

En el caso de las sociedades anónimas de múltiples accionistas, los requisitos de gobierno corporativo serían incluso menores, al establecerse exclusivamente que deberán contar con un Consejo de Administración³⁹ y su órgano de vigilancia continuaría siendo el comisario.

³⁹ La LGSM establece que las sociedades anónimas pueden contar con un administrador único en lugar de un Consejo de Administración.

6. CONSIDERACIONES FINALES

Es generalmente aceptado que el buen gobierno corporativo no hace que un mal negocio sea bueno, pero un mal gobierno corporativo puede arruinar un buen negocio. Esta afirmación puede extenderse al mercado de valores en general, ya que el buen gobierno corporativo es una condición necesaria, más no suficiente para alcanzar el desarrollo del mercado.

Como ha sido expuesto. México cuenta hoy en día con un marco conceptual y regulatorio robusto en lo que a gobierno corporativo se refiere y se aprecia una sana tendencia hacia la consolidación de una cultura en la materia, que va más allá del simple cumplimiento de la regulación.

Asimismo, se tienen identificadas áreas de oportunidad y existe el compromiso y capacidad para atenderlas, no sólo por parte del gobierno, sino por diversos grupos de la iniciativa privada interesados en el tema que se han organizado recientemente para realizar estudios y propuestas.

Debe tenerse presente que el mejor marco regulatorio no es sustituto de la ética, y para que este funcione se requiere que los participantes del mercado se apeguen a su principio básico: **La integridad**.

ANEXO: Cumplimiento con las recomendaciones del Código

Principio	ACCIONES			DEUDA			TOTAL		
	Porcentaje de cumplimiento			Porcentaje de cumplimiento			Porcentaje de cumplimiento		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Sobre la integración del Consejo de Administración									
1. El número de consejeros se ubica entre cinco y quince	90.00%	88.15%	87.60%	86.84%	88.57%	89.13%	89.33%	88.24%	88.00%
2. Existen únicamente consejeros propietarios	30.71%	25.93%	25.58%	42.11%	54.29%	45.65%	33.15%	31.76%	30.86%
3. Consejeros suplentes únicamente pueden suplir a consejeros propietarios previamente establecidos	28.57%	53.33%	63.57%	31.58%	37.14%	41.30%	29.21%	50.00%	57.71%
4. El consejero propietario sugiere su suplente al Consejo	22.86%	32.59%	45.74%	15.79%	22.86%	30.43%	21.35%	30.59%	41.71%
5. Al menos 40% de los consejeros son independientes o patrimoniales	88.57%	90.37%	93.02%	63.16%	65.71%	63.04%	83.15%	85.29%	85.14%
6. Al menos 20% del consejeros son independientes	84.29%	88.89%	93.02%	42.11%	51.43%	56.52%	75.28%	81.18%	83.43%
7. En el informe anual se menciona qué consejeros son independientes y quiénes son patrimoniales	30.71%	48.15%	62.02%	15.79%	11.43%	21.74%	27.53%	40.59%	51.43%
8. En el informe anual se indica la categoría de los consejeros patrimoniales	28.57%	41.48%	53.49%	26.32%	20.00%	23.91%	28.09%	37.06%	45.71%
9. En el informe anual se indican los cargos de cada consejero	52.14%	61.48%	72.09%	50.00%	40.00%	47.83%	51.69%	57.06%	65.71%
Sobre la estructura del Consejo de Administración									
10. El Consejo realiza las funciones de compensación y evaluación, auditoría y planeación y finanzas	73.57%	74.81%	78.29%	65.79%	62.86%	69.57%	71.91%	72.35%	76.00%
11. Sólo consejeros propietarios conforman órganos intermedios	50.00%	58.52%	62.79%	23.68%	22.86%	21.74%	44.38%	51.18%	52.00%
12. Los órganos intermedios tienen entre 3 y 7 miembros	62.14%	70.37%	85.27%	50.00%	48.57%	43.48%	59.55%	65.88%	74.29%
13. Cada consejero independiente participa en al menos un órgano intermedio	25.71%	41.48%	48.84%	21.05%	25.71%	19.57%	24.72%	38.24%	41.14%
14. Un consejero independiente preside el Comité de Auditoría	28.57%	67.41%	86.05%	18.42%	22.86%	26.09%	26.40%	58.24%	70.29%

Principio	ACCIONES			DEUDA			TOTAL		
	Porcentaje de cumplimiento			Porcentaje de cumplimiento			Porcentaje de cumplimiento		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Sobre la operación del Consejo de Administración									
15. El Consejo se reúne al menos 4 veces al año	93.57%	93.33%	97.67%	84.21%	85.71%	89.13%	91.57%	91.76%	95.43%
16. Al menos una vez al año se definen estrategias de largo plazo	95.71%	93.33%	96.12%	76.32%	85.71%	84.78%	91.57%	91.76%	93.14%
17. 25% de los consejeros puede convocar a una sesión de Consejo	60.71%	84.44%	91.47%	68.42%	68.57%	69.57%	62.36%	81.18%	85.71%
18. La información está disponible 5 días antes de la sesión	82.14%	82.96%	86.05%	92.11%	85.71%	91.30%	84.27%	83.53%	87.43%
19. Hay mecanismos para que los consejeros evalúen asuntos estratégicos, aún sin tener la información 5 días antes	68.57%	75.56%	75.97%	63.16%	71.43%	73.91%	67.42%	74.71%	75.43%
20. Se encauza al consejero nombrado por primera vez	84.29%	84.44%	93.02%	84.21%	71.43%	73.91%	84.27%	81.76%	88.00%
Sobre los deberes de los consejeros									
21. Los consejeros informan al Presidente y Secretario del Consejo de conflictos de interés por los que se deban de abstener de votar y en efecto se abstienen de la deliberación	92.86%	94.81%	96.12%	94.74%	94.29%	93.48%	93.26%	94.71%	95.43%
22. Se utilizan los activos sólo para cumplimiento de objeto social	98.57%	98.52%	97.67%	100%	100%	97.83%	98.88%	98.82%	97.71%
23. Existen políticas para utilizar activos con otros fines	55.00%	57.78%	54.26%	50.00%	45.71%	45.65%	53.93%	55.29%	52.00%
24. Los consejeros asisten al menos al 70% de las sesiones	96.43%	98.52%	97.67%	94.74%	94.29%	91.30%	96.07%	97.65%	96.00%
25. Confidencialidad de consejeros en asuntos que conocen	99.29%	99.26%	100%	97.37%	100%	100%	98.88%	99.41%	100.00%
26. Los consejeros propietarios y suplentes se mantienen mutuamente informados	65.71%	72.59%	79.84%	81.58%	71.43%	73.91%	69.10%	72.35%	78.29%
27. Se apoya al Consejo con opiniones y recomendaciones	97.86%	98.52%	100%	92.11%	97.14%	95.65%	96.63%	98.24%	98.86%

Principio	ACCIONES			DEUDA			TOTAL		
	Porcentaje de cumplimiento			Porcentaje de cumplimiento			Porcentaje de cumplimiento		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Sobre la operación del órgano que cumple con la función de evaluación y compensación									
28. El comité de evaluación y compensación revisa las condiciones de contratación y pagos probables por separación de ejecutivos de alto nivel	59.29%	58.52%	62.02%	52.63%	48.57%	43.48%	57.87%	56.47%	57.14%
29. Se revela la estructura y forma en qué se determinan los paquetes a consejeros y funcionarios	32.14%	34.81%	39.53%	36.84%	45.71%	43.48%	33.15%	37.06%	40.57
Sobre la función de auditoría									
30. Ingresos del auditor externo menores al 20% que los ingresos del despacho	82.14%	83.70%	93.02%	86.84%	91.43%	86.96%	83.15%	85.29%	91.43%
31. Rotación del socio cada 6 años	73.57%	82.96%	86.82%	68.42%	74.29%	76.09%	72.47%	81.18%	84.00%
32. El auditor externo es distinto al comisario	70.00%	75.56%	81.40%	55.26%	74.29%	67.39%	66.85%	75.29%	77.71%
33. El informe anual contiene el perfil profesional del Comisario	30.00%	42.22%	58.91%	23.68%	40.00%	34.78%	28.65%	41.76%	52.57%
34. La sociedad cuenta con un área de auditoría interna	80.00%	81.48%	84.50%	76.32%	88.57%	82.61%	79.21%	82.94%	84.00%
35. El comité somete las políticas contables a la aprobación del consejo	42.86%	60.74%	73.64%	34.21%	51.43%	43.48%	41.01%	58.82%	65.71%
36. El comité se cerciora que los informes trimestrales y anuales se elaboren con los mismos principios	56.43%	72.59%	81.40%	50.00%	68.57%	63.04%	55.06%	71.76%	76.57%
37. Existe un sistema de control interno	94.29%	97.78%	97.67%	97.37%	100.00%	95.65%	94.94%	98.24%	97.14%
38. El consejo aprueba lineamientos del sistema de control interno	53.57%	62.96%	75.19%	71.05%	77.14%	71.74%	57.30%	65.88%	74.29%
39. El comité opina sobre el sistema de control interno	47.14%	65.93%	77.52%	52.63%	60.00%	52.17%	48.31%	64.71%	70.86%
40. Los auditores externos validan el sistema de control interno	89.29%	90.37%	87.60%	92.11%	94.29%	86.96%	89.89%	91.18%	87.43%
41. El comité verifica que se cumpla con las disposiciones aplicables	52.14%	68.15%	85.27%	63.16%	60.00%	54.35%	54.49%	66.47%	77.14%
42. La revisión de las disposiciones se realiza mínimo una vez al año	87.86%	91.11%	94.57%	92.11%	94.29%	91.30%	88.76%	91.76%	93.71%
43. Se informa al Consejo acerca de la situación legal	86.43%	89.63%	94.57%	86.84%	97.14%	89.13%	86.52%	91.18%	93.14%

Principio	ACCIONES			DEUDA			TOTAL		
	Porcentaje de cumplimiento			Porcentaje de cumplimiento			Porcentaje de cumplimiento		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Sobre la función de finanzas y planeación									
44. El comité de finanzas y planeación evalúa la viabilidad de las inversiones y financiamiento	62.86%	62.96%	62.79%	63.16%	62.86%	56.52%	62.92%	62.94%	61.14%
45. El comité de finanzas y planeación evalúa periódicamente la estrategia de la sociedad de acuerdo a su plan	63.57%	62.96%	63.57%	65.79%	62.86%	56.52%	64.04%	62.94%	61.71%
46. El comité de finanzas y planeación apoya al Consejo vigilando las políticas de inversión y financiamiento	62.14%	62.22%	62.02%	65.79%	62.86%	56.52%	62.92%	62.35%	60.57%
47. El comité de finanzas y planeación apoya al Consejo revisando las proyecciones financieras de la sociedad	62.86%	62.96%	63.57%	65.79%	62.86%	56.52%	63.48%	62.94%	61.71%
Sobre la Asamblea de Accionistas									
1. Se omite en el orden del día de asambleas el punto de asuntos varios	80.00%	88.89%	93.02%	60.53%	77.14%	76.09%	75.84%	86.47%	88.57%
2. Se evita agrupar asuntos en un solo punto del orden del día	94.29%	97.78%	96.90%	84.21%	94.29%	95.65%	92.13%	97.06%	96.57%
3. Información de asambleas disponible con 15 días de anticipación	92.14%	95.56%	97.67%	84.21%	97.14%	97.83%	90.45%	95.88%	97.71%
4. Accionistas con suficiente información y alternativas de voto para girar instrucciones a sus mandatarios	31.43%	53.33%	62.79%	28.95%	37.14%	41.30%	30.90%	50.00%	57.14%
5. En la información entregada a accionistas se incluye propuesta de integración del Consejo y el perfil de los integrantes	40.00%	42.22%	49.61%	50.00%	45.71%	47.83%	42.13%	42.94%	49.14%
6. Incluye aspectos relevantes de trabajos de órganos intermedios	21.43%	31.85%	50.39%	26.32%	28.57%	28.26%	22.47%	31.18%	44.57%
7. Informes de órganos intermedios disponibles a accionistas	27.14%	35.56%	65.12%	50.00%	48.57%	41.30%	32.02%	38.24%	58.86%
8. Tiene mecanismos de comunicación con inversionistas	94.29%	93.33%	95.35%	92.11%	88.57%	82.61%	93.82%	92.35%	92.00%