

# La consolidación de un mercado intermedio de valores

## *The consolidation of a securities market for midsized companies*

Juan Pablo Martínez Velasco\*  
Rebeca Sánchez Pérez\*\*

RDP

Cuarta Época,  
Año 1, Núm. 2,  
Julio-Diciembre  
de 2012

### RESUMEN

La consolidación de un mercado intermedio de valores en México se ha intentado desde hace varios años por parte de las autoridades bursátiles; sin embargo, no fue sino hasta hace dos años que empresas medianas tuvieron acceso al mercado de valores. Esta consolidación se está generando por diversos factores. Entre ellos se pueden mencionar la participación de los inversionistas institucionales, modificaciones regulatorias e interés de las empresas medianas de financiarse con recursos provenientes del público inversionista. Este artículo analiza este nuevo mercado y los factores que están contribuyendo a su consolidación.

**PALABRAS CLAVE:** mercado intermediario de valores, bursátil, inversionistas, financiamiento, modificaciones regulatorias, sociedad anónima de mercado de valores.

### ABSTRACT

The consolidation in Mexico of a securities market for mid-sized companies has been sought for several years by the stock exchange authorities, but it was not until two years ago that these companies were given entry to the market. This consolidation is being generated by several factors. Among them may be mentioned the participation of institutional investors, regulatory changes and the interest of midsize businesses, financed with funds from the investing public. This article discusses such new emerging securities market and the factors contributing to its consolidation.

\* Socio de SAI Consultores, S. C.; egresado de la Facultad Libre de Derecho de Monterrey y un L.L.M. de la Universidad de McGill.

\*\* Asociada de SAI Consultores, S. C.; egresada del Instituto Tecnológico Autónomo de México.

KEY WORDS: securities markets, broker-dealers, institutional investors, corporate finance, regulatory changes, stock market.

## Sumario

1. Introducción
2. Consolidación de un mercado intermedio de valores
  - A. *Antecedentes regulatorios*
  - B. *Tendencia internacional*
  - C. *Apertura actual*
3. Conclusiones

## 1. Introducción

El objeto del presente análisis es estudiar el actual periodo de apertura y acceso que está generando el mercado de valores para empresas medianas que buscan financiarse y allegarse de fondos provenientes del público inversionista.

Desde hace dos décadas, las autoridades bursátiles mexicanas entendieron que una forma de apoyar al crecimiento económico del país era incentivando el uso del mercado de valores como un mecanismo de financiamiento no exclusivo para las grandes empresas.

Al respecto, se han llevado a cabo diversos intentos por tratar de hacer accesible el mercado de valores y, en específico, el mercado de capitales, para empresas medianas con proyectos con potencial. Entre dichos intentos cabe mencionar a las sociedades de inversión de capitales (Sincas), la creación de una sub sección en el Registro Nacional de Valores (RNV) y las modificaciones efectuadas a la Ley del Mercado de Valores en 2001, así como la publicación de una nueva Ley del Mercado de Valores en 2005.

A pesar de que los intentos por crear y consolidar un mercado intermedio de valores se remontan a décadas atrás, ha sido en los últimos dos años que se puede discutir sobre una efectiva apertura del mercado de valores mexicano a sociedades medianas que buscan financiar sus proyectos de expansión.

Los autores del presente análisis sostienen que este fenómeno está siendo causado por los siguientes factores: *i)* cambios regulatorios, en virtud de que las autoridades entienden la importancia de que el mercado de valores y, en particular, el mercado de capitales tenga un mayor número de participantes; *ii)* interés por parte de inversionistas institucionales de participar en proyectos de inversión de largo plazo, y *iii)* interés de las empresas medianas en dejar atrás sus estructuras de gobierno familiar para establecer normas de gobierno corporativo a cambio de financiamiento público.

El presente artículo tiene como objeto estudiar y explicar este fenómeno de consolidación del mercado intermedio de valores.

## 2. Consolidación de un mercado intermedio de valores

### A. Antecedentes regulatorios

A pesar de que el acceso al mercado de valores por parte de empresas medianas sea reciente, los intentos para proveer las condiciones para ello no lo son. Al respecto, se pueden identificar tres antecedentes regulatorios sobre este tema: a) la creación de las Sincas; b) la creación de una sub sección B del RNV, y c) las modificaciones la Ley del Mercado de Valores en 2001, así como la publicación de una nueva Ley del Mercado de Valores en 2005.

#### a. Sincas

Las sociedades de inversión son aquellas que tienen como objeto la adquisición y venta de activos objeto de inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista, así como la contratación de los servicios y la realización de las demás actividades previstas en la Ley de Sociedades de Inversión.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> El artículo 2, fracción I, de la Ley de Sociedades de Inversión define a los activos objeto de inversión como “los valores, títulos y documentos a los que les resulte aplicable el ré-

Las sociedades de inversión se dividen en los siguientes tipos:

- i) Sociedades de inversión de renta variable.
- ii) Sociedades de inversión en instrumentos de deuda.
- iii) Sincas
- iv) Sociedades de inversión de objeto limitado.

Al respecto, cabe señalar que las Sincas fueron creadas como un tipo de sociedad de inversión cuyo objeto es la inversión en activos objeto de inversión, tales como acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia Sinca y que requieran recursos a mediano y largo plazo.

El capital mínimo pagado de las Sincas no puede ser inferior a la cantidad de un millón de pesos, el cual deberá estar íntegramente suscrito y pagado en efectivo. Asimismo, deben mantener un capital contable no inferior a un millón de pesos.<sup>2</sup>

Las Sincas no han cumplido su objetivo. Algunos autores consideran que, por su naturaleza, debieron ser vehículos de inversión limitados a inversionistas institucionales y calificados, en oposición a un vehículo de inversión disponible para el gran público inversionista y regulado como tal.<sup>3</sup>

Asimismo, se piensa que no cuentan con un marco regulatorio que incentive la inversión de capital de riesgo y, por ello, dicha figura no ha podido cumplir su objetivo, lo cual es demostrado con el número reducido de Sincas y de fondos administrados a través de ellas.<sup>4</sup>

---

gimen de la Ley del Mercado de Valores inscritos en el Registro Nacional o listados en el Sistema Internacional de Cotizaciones, otros valores, los recursos en efectivo, bienes, derechos y créditos, documentados en contratos e instrumentos, incluyendo aquéllos referidos a operaciones financieras conocidas como derivadas, así como las demás cosas objeto de comercio que de conformidad con el régimen de inversión previsto en la presente Ley y en las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión para cada tipo de sociedad de inversión, sean susceptibles de formar parte integrante de su patrimonio”.

<sup>2</sup> Cfr. Artículo 13 de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Sociedades de Inversión y a las Personas que les Prestan Servicios.

<sup>3</sup> Cfr. Álvarez-Macotella, Oscar S. et al., *Derecho bursátil contemporáneo, Temas selectos*, México, Porrúa, 2008, p. XXXI.

<sup>4</sup> Perezcano, Luis Alfredo y Fabre, Fernando, “El desarrollo e impacto del capital privado en México”, Elaborado para la Asociación Mexicana de Capital Privado como parte del Estudio del Impacto Económico de la Industria, México, julio de 2005. p. 10, [http://www.egade.itesm.mx/investigacion/fusiones/documentos/Est\\_capital.pdf](http://www.egade.itesm.mx/investigacion/fusiones/documentos/Est_capital.pdf).

### b. La sub sección B del RNV

En 1993 se creó una sub sección B para la inscripción de valores en el RNV, por virtud de la cual se permitió la entrada de empresas con un menor capital contable, pero a las cuales se les impusieron las mismas obligaciones que a las emisoras de la sub sección A.

La Sub sección B no funcionó en virtud de tres razones:<sup>5</sup>

- i) Los costos altos que representaba para una empresa mediana el cumplir con todas las obligaciones establecidas para una emisora tradicional.
- ii) las empresas medianas no estaban preparadas para realizar de forma inmediata los cambios estructurales requeridos por la legislación aplicable.
- iii) En virtud de que el mercado de las empresas listadas en la sub sección B era menos líquido y de mayor riesgo que el mercado tradicional hubo escasa demanda de valores por parte de los inversionistas.

### c. Ley del Mercado de Valores: reformas de 2001 y publicación de nuevo ordenamiento en 2005

El 30 de diciembre de 2005 fue publicada en el *Diario Oficial de la Federación* la nueva Ley del Mercado de Valores (LMV), la cual entró en vigor el 28 de junio de 2006. La LMV abrogó la Ley del Mercado de Valores publicada el 2 de enero de 1975 (LMV de 1975).

Se ha escrito mucho sobre el avance que representó la entrada en vigor de la LMV; sin embargo, para poder valorar dichos avances y entender el estudio que precedió la promulgación de dicho ordenamiento, es conveniente analizar las reformas que se llevaron a cabo en 2001 a la LMV de 1975 (las “Reformas de 2001”).

Las reformas de 2001 incorporaron, entre otros temas, los siguientes: i) el reconocimiento de mejores derechos a favor de los accionistas minoritarios; ii) un mínimo de prácticas de buen gobierno societario en las

<sup>5</sup> Cfr. Romero Casillas, Mariana, “La SAPIB como un mecanismo para facilitar el acceso al mercado público de capitales mexicano”, *Derecho bursátil contemporáneo, Temas selectos*, México, Porrúa, 2008, pp. 39 y 40.

emisoras; *iii*) los límites para la emisión de acciones sin voto o de voto limitado o restringido; *iv*) las contrapartes centrales para mejorar la liquidez, y *v*) un sistema que privilegia la revelación de información en sustitución del régimen de inscripción de valores y aprobación de su oferta pública basado en méritos. Sin embargo, las Reformas de 2001 dejaron fuera dos aspectos fundamentales: *a*) incentivar el acceso de empresas medianas al mercado de valores, y *b*) actualizar la estructura corporativa de las empresas emisoras.<sup>6</sup>

La LMV fue producto de un vasto análisis de derecho comparado. En particular, los redactores de la LMV estudiaron el Informe Olivencia y el Informe Aldama con respecto, entre otros temas, a: *i*) la composición y las funciones del consejo de administración; *ii*) los deberes de los consejeros, incluyendo a los independientes; *iii*) el funcionamiento de las comisiones que auxilian al consejo de administración en sus funciones; *iv*) el principio de transparencia y el deber de información, y *v*) los prestadores de servicios profesionales de la emisora.<sup>7</sup>

El motivo de publicar un nuevo ordenamiento y abrogar la LMV de 1975 fue actualizar la regulación bursátil y ajustarse a los estándares internacionales respecto de los mercados de valores. Asimismo, se buscó fomentar la existencia de nuevas emisoras y las inversiones de capital de riesgo en empresas que eventualmente podrían tener acceso al mercado de valores.<sup>8</sup>

La LMV ofreció diversas modificaciones con respecto a su antecesora. Por ejemplo, con el objeto de desarrollar el capital de riesgo, se creó la sociedad anónima promotora de inversión (SAPI), como una modalidad de la sociedad anónima que otorga excepciones a lo dispuesto por la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM) y mayor protección a los accio-

---

<sup>6</sup> Cfr. Exposición de motivos de la Ley del Mercado de Valores publicada el 30 de diciembre de 2005.

<sup>7</sup> Cfr. Informe Olivencia, el Gobierno de las Sociedades Cotizadas, Documento de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades: el gobierno de las sociedades cotizadas, España, 1998, [http://www.foretica.es/recursos/doc/Biblioteca/Documentos\\_de\\_interes/Otros/28525\\_141420081800.pdf](http://www.foretica.es/recursos/doc/Biblioteca/Documentos_de_interes/Otros/28525_141420081800.pdf) e Informe Aldama, Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, España, 2003, [http://www.nebrija.com/nebrija-santander-responsabilidad-social/documentos/Informe\\_Aldama.pdf](http://www.nebrija.com/nebrija-santander-responsabilidad-social/documentos/Informe_Aldama.pdf).

<sup>8</sup> Cfr. Robles Peiro, Rocío Haydee, "Acceso a los mercados bursátiles: el capital de riesgo y la nueva Ley del Mercado de Valores mexicana", *Derecho bursátil contemporáneo, Temas selectos*, México, Porrúa, 2008, p. 5.

nistas minoritarios, así como avances en prácticas de gobierno corporativo. Las SAPI ofrecen una estructura flexible para realizar transacciones, en las cuales se proporciona una mayor certidumbre jurídica al inversionista.

Otra de las innovaciones de la LMV fue la creación de la sociedad anónima promotora de inversión bursátil (SAPIB) para facilitar el tránsito de empresas privadas a empresas públicas. Las acciones representativas del capital social de una SAPIB están inscritas en el Registro Nacional de Valores. Las SAPIB cuentan con un plazo de 3 años para adoptar la modalidad de una sociedad anónima bursátil (SAB) y para ello deben seguir un calendario de adopción progresiva de dicho régimen que debe ser aprobado por la Bolsa Mexicana de Valores, S. A. B. de C. V. (BMV) y por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Asimismo, la LMV actualizó la estructura corporativa de la SAB y, para ello se redefinieron las funciones de sus órganos sociales, así como las responsabilidades de los consejeros, directivos y auditores externos.

Al respecto, cabe señalar que, con respecto a las SAB, las funciones del consejo de administración y del director general fueron delimitadas con el objeto de que la regulación se ajustara a la práctica de las sociedades emisoras. En este sentido, el director general debe encargarse de la conducción y administración cotidiana de la empresa, mientras que el consejo de administración debe encargarse de la estrategia y vigilancia de la emisora.

Para efectos de claridad, a continuación se incluye un esquema de las principales características de una sociedad anónima y de las sociedades anónimas del mercado de valores:

	SA	SAPI	SAPIB*	SAB
<i>Capital social representado por</i>	Acciones	Acciones	Acciones inscritas en el RNV	Acciones inscritas en el RNV
<i>Administración</i>	Administrador único o consejo de administración	Consejo de administración	Consejo de administración	Consejo de administración y director general

<i>Consejeros independientes</i>	N/A	N/A	Un consejero independiente	Al menos, el 25% de los miembros del consejo de administración deberán ser independientes
<i>Vigilancia</i>	Comisario	Comisario**	Comisario	Comité de Auditoría
<i>Órganos auxiliares del consejo de administración</i>	N/A	Comité de Prácticas Societarias		Comité de Auditoría y Comité de Prácticas Societarias

<i>Derechos de minoría</i>	<i>Nombrar consejero</i>	25% del capital social	10% de las acciones con derecho a voto, incluso limitado o restringido	Accionistas titulares de acciones con derecho a voto que representen el 10% del capital social
	<i>Nombrar comisario</i>	25% del capital social	10% de las acciones con derecho a voto, incluso limitado o restringido, o sin derecho a voto	N/A
	<i>Convocar asamblea</i>	33% del capital social***	10% del capital social de la sociedad***	Titulares de acciones con derecho a voto que representen el 10% del capital social***
	<i>Oponerse a resoluciones de la asamblea</i>	33% del capital social	20% del capital social y derecho de voto en el asunto que corresponda	
	<i>Ejercer acción de responsabilidad civil</i>	33% del capital social	15% o más de las acciones con derecho a voto, incluso limitado o restringido o sin derecho a voto	Titulares de acciones con derecho a voto, incluso limitado o restringido, o sin derecho a voto, que representen el 5% o más del capital social



<i>Supervisión CNBV</i>	N/A	N/A	Sí	Sí
* Requisitos mínimos de una SAPIB en la primera etapa del programa de adopción del régimen aplicable a una SAB.				
** Opcionalmente puede adoptar el régimen de administración y vigilancia de una SAB.				
*** En términos del artículo 185 de la LGSM, existen dos casos en los cuales el titular de una sola acción puede convocar a una asamblea general de accionistas. La LGSM es aplicable para las sociedades anónimas del mercado de valores, en todo lo no previsto por la LMV, por lo que dicho derecho también les sería aplicable.				

### B. *Tendencia internacional*

El esfuerzo por otorgarle acceso a las empresas medianas al mercado de valores es una tendencia internacional. Actualmente, dicha tendencia está acompañada por una situación mundial de crisis y, por lo tanto, el interés para que empresas medianas se alleguen de recursos públicos se ha vuelto también un interés por reactivar los mercados y las economías nacionales.

Por ejemplo, una de las soluciones propuestas para salir del declive en el que actualmente se encuentra el mercado de capitales estadounidense con respecto a las ofertas públicas iniciales, es crear un mercado público alternativo, fortalecer el mercado de capital privado e incentivar la participación de inversionistas institucionales.<sup>9</sup>

Por otro lado, es correcto afirmar que todas las empresas grandes un día fueron pequeñas y hay mucha mayor demanda y necesidad de capital por parte de empresas medianas y pequeñas que de empresas grandes. Por dicha razón, se considera que cuando las ofertas públicas primarias pequeñas desaparecen, el mercado de valores está roto.<sup>10</sup>

Lo anterior genera otro debate, ya que por un lado es deseable y necesario que existan empresas medianas emisoras y ello implica que se les den facilidades de entrada al mercado de valores y, por el otro, es necesario que existan requisitos de entrada suficientes para proteger a los

<sup>9</sup> Weild, David y Kim, Edward, "A wake-up call for America", *Grant Thornton*, noviembre de 2009, pp. 29 y 30 [http://www.gt.com/staticfiles/GTCom/Public%20companies%20and%20capital%20markets/gt\\_wakeup\\_call\\_.pdf](http://www.gt.com/staticfiles/GTCom/Public%20companies%20and%20capital%20markets/gt_wakeup_call_.pdf).

<sup>10</sup> Weild, David y Kim, Edward, "Market structure is causing the IPO crisis", *Grant Thornton*, junio de 2010, p. 9 <http://www.gt.com/staticfiles/GTCom/Public%20companies%20and%20capital%20markets/Files/IPO%20crisis%20-%20June%202010%20-%20FINAL.pdf>.

inversionistas. Un marco normativo óptimo del mercado de valores debe procurar un balance entre protección a inversionistas y costos y obligaciones para las sociedades emisoras.

La paradoja se encuentra en no establecer obligaciones tan rigurosas que desincentiven el acceso de nuevas empresas al mercado de valores, pero tampoco establecer reglas tan flexibles que provoquen fallas en el mercado y desprotección a los inversionistas.

Con respecto a las tendencias internacionales en relación con la regulación del mercado de valores y el acceso de las empresas al mismo, existen diversas posturas.<sup>11</sup>

Entre dichas posturas, se encuentra la que considera que una regulación rigurosa es benéfica para el mercado de valores. El principal argumento sostenido para respaldar esta postura es que las medidas generadas con posterioridad a la crisis financiera de 1929, a pesar de aumentar los costos de listado, a largo plazo generaron un desarrollo del mercado estadounidense de valores que se sostuvo por varias décadas. En este sentido, se argumenta que lo anterior también ocurrirá con la Ley Sarbanes-Oxley emitida en los Estados Unidos de América en 2002, la cual se piensa que, a pesar de incrementar los costos de las emisoras y de listado en bolsa de valores, a largo plazo generará grandes beneficios netos.<sup>12</sup>

En contraste, existe otra postura que sostiene que es más eficiente contar con una regulación diferenciada de valores para ajustarse a las necesidades de distintas sociedades e inversionistas, sin que se sacrifique la integridad del mercado.<sup>13</sup>

El mejor ejemplo para demostrar la eficiencia de esta alternativa es la Bolsa de Valores de Londres (London Stock Exchange, la LSE), la cual cuenta con un mercado para empresas medianas y pequeñas llamado Mercado Alternativo para Inversionistas (Alternative Investment Market, el AIM). El AIM fue creado en 1995 y desde su lanzamiento ha ayudado a más de 3,100 compañías a obtener más de 67 billones de libras a través de ofertas de capital iniciales y adicionales.<sup>14</sup>

---

<sup>11</sup> Miguel Mendoza, José, "Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: the Rise of the Alternative Investment Market", *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2008, p. 259.

<sup>12</sup> *Ibidem*, p. 260.

<sup>13</sup> *Ibidem*, p. 261.

<sup>14</sup> A guide to AIM, London Stock Exchange, publicada por *White Page Ltd*, Reino Unido,

Se estima que la capitalización promedio de una sociedad, a través del AIM, es de setenta millones de dólares.<sup>15</sup>

De conformidad con la LSE, el AIM ha tenido gran éxito, en virtud de los siguientes factores:<sup>16</sup>

- i) Un equilibrado acercamiento a la regulación, lo cual les ha facilitado a las nuevas emisoras la transición a empresas públicas y a enfocarse en su negocio una vez que están en el mercado.
- ii) Una red de asesores experimentados en apoyar sociedades desde el momento en que deciden flotar su capital hasta obtener dicho capital para desarrollar su potencial.
- iii) Una base internacional de inversionistas con conocimiento y entendimiento para invertir en sociedades en desarrollo y con confianza en el marco regulatorio.

Entre otros aciertos del AIM se encuentran los siguientes:<sup>17</sup>

- a) Ofrece a empresas pequeñas con alto potencial de crecimiento un acceso rápido y de bajo costo al financiamiento público.
- b) La diversidad de industrias a la que pertenecen las sociedades emisoras del AIM disminuyó la afectación que sufrió el mercado tras el colapso del mercado de valores relacionado con el sector tecnológico a finales del siglo pasado.
- c) Un marco regulatorio que se ajusta a las características y condiciones de la sociedad que pretende ser emisora.
- d) La confianza de los inversionistas no está depositada en la rigidez o exigencia del mercado de valores, sino en la calidad y experiencia del asesor designado (*nominated advisor* o *nomad*).
- e) Existe una gran participación de inversionistas institucionales y de inversionistas con alta capacidad económica y experiencia en inversiones, por lo que a veces se dice que es un mercado junior para inversionistas senior.

---

2010, p. 4, <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>.

<sup>15</sup> Miguel Mendoza, José, *op. cit.*, p. 289.

<sup>16</sup> A guide to AIM, London Stock Exchange, *op. cit.*, p. 3.

<sup>17</sup> Miguel Mendoza, José, *op. cit.*, pp. 287-297.

A continuación se describen las principales diferencias entre la LSE y el AIM:<sup>18</sup>

LSE	AIM
Capitalización mínima	No se requiere capitalización mínima
3 años de historial de operación	No se requiere historial de operación
25% de las acciones representativas del capital social en propiedad público inversionista	No hay un porcentaje mínimo de acciones que deban estar en propiedad del público inversionista
Aprobación previa de los accionistas para adquisiciones importantes y enajenaciones	No se requiere autorización previa de los accionistas para la mayoría de las transacciones, a menos que dicha transacción implique un cambio sustancial para la operación o grupo de control de la emisora
Se requiere de un patrocinador ( <i>sponsor</i> ) para ciertas transacciones	Se requiere de un asesor designado ( <i>nominated advisor</i> ) en todo momento

Una de las principales figuras que caracterizan al AIM es el asesor designado (*nominated advisor*). La principal función del asesor designado es servir de asesor de la empresa desde que quiere ingresar al AIM y durante la estadía de la empresa en dicho mercado. El asesor designado puede ser un banco de inversión, un despacho de consultoría económica y corporativa o un despacho de contadores y debe ser aprobado por la LSE.<sup>19</sup>

Cabe señalar que a pesar de la flexibilidad de la regulación del AIM, la mayoría de las sociedades que quieren ser emisoras se ajustan a altos estándares de revelación de información e incorporan normas de gobierno corporativo, en virtud del consejo del asesor designado.<sup>20</sup>

<sup>18</sup> A guide to AIM, London Stock Exchange, *op. cit.*, p. 6.

<sup>19</sup> *Ibidem*, p. 10. El éxito del AIM generó, a principios de este siglo, figuras similares en Europa, como el Mercato Expandi de la Borsa Italiana, el Irish Enterprise Exchange, el Alternext venue de Euronext y el Entry Standard de la Deutsche Borse.

<sup>20</sup> Miguel Mendoza, José, *op. cit.*, 296.

Por otro lado, diversas bolsas de valores alrededor del mundo están intentando crear mercados intermedios de valores para atraer a empresas medianas que deseen obtener financiamiento público.

En China, recientemente se creó un mercado intermedio de la Bolsa de Shenzhen llamado ChiNext que está dedicado al levantamiento de capital del público inversionista por parte de empresas medianas y pequeñas. A esta fecha, ChiNext cuenta con 103 empresas listadas.<sup>21</sup> Sin embargo, existen opiniones de que será complicado para ChiNext el seguir siendo atractiva para emisoras y para inversionistas a largo plazo.<sup>22</sup>

Asimismo, se ha discutido la inclusión de una bolsa de valores en Gales, Reino Unido, en cuyo modelo se daría acceso a empresas medianas.<sup>23</sup>

Por su parte, en Tailandia se está proponiendo una reducción de cinco puntos porcentuales en el impuesto al ingreso a todas aquellas empresas que se encuentren listadas en la Bolsa de Valores de Tailandia, con el objetivo de incentivar la participación de las empresas pequeñas y medianas en el mercado público de capitales. Se espera que esta medida sea implementada en los próximos meses.<sup>24</sup>

De forma similar, el Centro Financiero Internacional de Dubai está planeando lanzar un mercado de valores para pequeñas y medianas empresas en el Medio Oriente.<sup>25</sup>

### C. Apertura actual

Una vez analizados los antecedentes regulatorios y la tendencia internacional con respecto a mercados intermedios de valores, se analizarán los

<sup>21</sup> Página oficial de la Shenzhen Stock Exchange, <http://www.szse.cn/main/en/ChiNext/chinextlistedcompanies/>.

<sup>22</sup> “Capital markets: Evolution in Shanghai; make or break for ChiNext”, *China Law and Practice*, 2010, <http://www.chinalawandpractice.com/Article/2351832/Capital-markets-Evolution-in-Shanghai-make-or-break-for-ChiNext.html>.

<sup>23</sup> Williamson David, “Experts agree the time has come to create a Welsh stock exchange; Small businesses could access finance that banks won’t provide”, *The Western Mail*, sección Noticias, noviembre de 2009, p. 10.

<sup>24</sup> “Panel to weigh easing of rules to pave way for SME listings Siriporn Chanjindamadee”, *The Nation (Thailand)*, julio de 2010.

<sup>25</sup> Mazi, Walid, “Dubai preps to launch second-tier stock exchange”, *McClatchy - Tribune Business News*, Washington, julio de 2010.

avances recientes que se han generado en el mercado de valores mexicano para brindarle acceso a empresas medianas.

a. *Los CCD y las SAPIB*

a) *Santa Genoveva y RCO*

A finales de junio de 2008, se realizó la primera emisión de certificados bursátiles fiduciarios dirigida principalmente a inversionistas institucionales y, en específico, de Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro (Siefores). La emisión de referencia fue por un monto de \$1,650 millones de pesos y los recursos fueron destinados al financiamiento de una plantación forestal de teca propiedad de Agropecuaria Santa Genoveva, S. A. P. I. de C. V. (Santa Genoveva).

El financiamiento de Santa Genoveva, por parte de las Siefores, fue posible en virtud de una modificación a la regulación aplicable a su régimen de inversión. En agosto de 2007, la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (la Consar) modificó la Circular Consar 15-19 relativa a las Reglas Generales que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las Siefores. En virtud de dicha modificación, la Consar autorizó la inversión por parte de dichas sociedades en instrumentos estructurados como los que emitió Santa Genoveva, con el fin de diversificar y ampliar los esquemas de inversión.<sup>26</sup>

Al respecto, cabe señalar que actualmente las Siefores sólo pueden invertir en Certificados de Capital de Desarrollo (CCD, mejor conocidos como CKDs), que se destinen a la inversión o financiamiento de actividades o proyectos dentro del territorio nacional.

---

<sup>26</sup> Dicha modificación es conocida como la Circular Consar 15-20, publicada en el *Diario Oficial de la Federación (DOF)* el 1o. de agosto de 2007, en la cual se definen los instrumentos estructurados como los valores que garanticen su valor nominal al vencimiento, y cuyo rendimiento parcial o total se vincule a activos subyacentes fideicomitidos que otorguen derechos sobre sus frutos y/o productos y que cuenten con las características que se señalan en el Anexo "L" de dicha circular. La definición y requisitos de los instrumentos estructurados han sufrido diversas modificaciones desde 2007 y actualmente son considerados instrumentos de capital y no de deuda. Para mayor referencia, favor de consultar la Circular Consar 15-25 relativa a las Modificaciones y Adiciones a las Reglas Generales que Establecen el Régimen de Inversión al que deberán Sujetarse las Siefores, la cual fue publicada en el *DOF* del 24 de febrero de 2010.

Por otra parte, la colocación de Santa Genoveva detonó diversas cuestiones y tuvo dos consecuencias principales relacionadas entre sí: *i)* concientizó a las empresas de la oportunidad de financiamiento que representaban los recursos de las Siefores, y *ii)* puso en la agenda de las autoridades la importancia de regular dicho fenómeno.

En relación con lo anterior, la CNBV consideró que, en virtud de que el retorno de la inversión en las emisiones de certificados bursátiles fiduciarios cuyo objetivo era el desarrollo de actividades o la realización de proyectos específicos dependía directamente del desempeño de las sociedades o proyectos en los que se invirtiera, se debía contar con una regulación tendiente, entre otras cosas, a: *i)* establecer un régimen de gobierno corporativo para las sociedades, respecto de las cuales el fideicomiso emisor invirtiera o adquiriera títulos representativos de su capital social, similar o semejante al previsto en la LMV para las SAB o SAPIB, que otorgara derechos a los accionistas minoritarios o, en este caso, a los tenedores del instrumento bursátil; *ii)* determinar políticas y lineamientos mínimos que las emisoras debían seguir para la colocación de los certificados bursátiles fiduciarios y la revelación de información relacionada con los mismos, y *iii)* robustecer los requisitos para obtener la autorización de la oferta pública de los títulos de referencia.<sup>27</sup>

En virtud de lo anterior, la CNBV modificó las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores (Circular Única de Emisoras) en julio de 2009.<sup>28</sup> Mediante dicha modificación, la CNBV reguló la emisión de títulos fiduciarios que otorguen a sus tenedores el derecho a participar en una parte de los frutos o rendimientos, de los bienes o derechos, o de la venta de los bienes o derechos que formen parte del patrimonio del fideicomiso, hasta el valor residual de los mismos, con el objeto de destinarlos a la inversión que permita el desarrollo de actividades o la realización de proyectos de

<sup>27</sup> Para mayor referencia, se pueden consultar los considerandos de la Resolución que modificó las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores, publicada en el *DOF* del 22 de julio de 2009.

<sup>28</sup> La resolución emitida por la CNBV tenía una vigencia de 6 meses a partir de su publicación en el *DOF*. En relación con lo anterior, el 29 de diciembre de 2009 se publicó en el *DOF* una resolución de la CNBV que modificó a la Circular Única de Emisoras en términos sustancialmente idénticos a los contenidos en la modificación de julio, con lo que la vigencia de esta regulación dejó de estar sujeta a plazo.

una o varias sociedades, o bien, la adquisición de títulos representativos de capital social.

Por su parte, en agosto de 2009, la BMV modificó su Reglamento Interior para crear los CCD. De conformidad con el Reglamento Interior de la BMV, los CCD se clasifican, según el tipo de inversión, en: i) CCD tipo A (CCD-A), los cuales están dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o la adquisición de bienes o derechos sobre flujos de varias sociedades, y ii) CCD tipo B (CCD-B) dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o a la adquisición de bienes o derechos sobre flujos de una sola sociedad.

Aunque al momento de la operación no existía regulación específica, el financiamiento de Santa Genoveva se relaciona con los CCD-B, ya que el producto de la colocación fue dedicado al desarrollo de actividades de una sola sociedad. Asimismo, el financiamiento otorgado a Red de Carreteras de Occidente, SAPIB de C. V. (RCO), por un monto de \$6,549 millones de pesos, fue dedicado al desarrollo de un proyecto específico.<sup>29</sup>

Los CCD son certificados bursátiles emitidos por un fideicomiso. Los inversionistas reciben CCD a cambio de su inversión. El patrimonio del fideicomiso emisor está integrado por bienes o derechos relacionados con la sociedad o sociedades que son financiadas con el producto de la colocación. Por lo tanto, el retorno de la inversión de los inversionistas está estrechamente relacionado con los resultados de la sociedad o sociedades objeto de inversión. Por lo general, los tenedores de CCD tienen derecho a recibir el patrimonio del fideicomiso en caso de algún evento de incumplimiento por parte del fideicomitente, quien normalmente es la sociedad que recibe el financiamiento, en el caso de los CCD-B, o el administrador del patrimonio del fideicomiso, tratándose de CCD-A.

En el caso de Santa Genoveva, el patrimonio del fideicomiso está compuesto por activos forestales plantados y los derechos de cobro de las ventas de la madera producida en la plantación. Por lo tanto, los flujos de los tenedores de los CCD están vinculados con las operaciones de compraventa que celebre Santa Genoveva.

---

<sup>29</sup> La operación de RCO fue la primera emisión de CCD autorizada, a partir de la entrada en vigor de la nueva regulación referida en la Sección “Antecedentes”.



En la colocación de RCO, las acciones de dicha sociedad están aportadas al fideicomiso y los flujos de los tenedores están relacionados con los dividendos que correspondan a las acciones que formen parte del patrimonio del fideicomiso.

Los fideicomisos emisores de CCD deben contar con un Comité Técnico integrado por un máximo de 21 miembros de los cuales, por lo menos, el 25% deberán ser independientes.<sup>30</sup>

Tratándose de CCD-A, el Comité Técnico tiene las siguientes facultades indelegables:<sup>31</sup> a) fijar las políticas conforme a las cuales se invertirá el patrimonio del fideicomiso; b) aprobar la adquisición o enajenación de activos, bienes o derechos con valor igual o mayor al 5% del patrimonio del fideicomiso, ya sea que se ejecuten de manera simultánea o sucesiva, en un periodo de doce meses, contado a partir de que se concrete la primera operación, y que por sus características puedan considerarse como una sola; c) aprobar las operaciones con personas relacionadas o que representen un conflicto de interés, y d) establecer los términos y condiciones a los que se ajustará el administrador del patrimonio del fideicomiso o a quien se encomienden dichas funciones, en el ejercicio de sus facultades de actos de dominio y, en su caso, de administración.

La integración del Comité Técnico varía dependiendo de la operación de que se trate, pero en dicho órgano están representados los intereses del fideicomitente o de la sociedad objeto de financiamiento (en el caso de CCD-B) o del administrador (cuando se trata de CCD-A), de los tenedores y del representante común. Por lo general, el fiduciario tiene derecho a designar a una persona para que esté presente en las reuniones del Comité Técnico, sin que dicha persona tenga derecho de voto.

Las facultades de la asamblea general de tenedores de los fideicomisos emisores de CCD dependen de la estructura de la operación de que se tra-

<sup>30</sup> Por miembro independiente deberá entenderse aquella persona que se ajuste a lo previsto en los artículos 24, segundo párrafo y 26 de la LMV. La independencia se calificará respecto de las sociedades sobre las cuales el fideicomiso realice inversiones, del fideicomitente así como del administrador del patrimonio del fideicomiso o a quien se encomienden dichas funciones.

<sup>31</sup> En el caso de CCD-B no existe obligación de asignarle estas facultades al Comité Técnico, pues las acciones o títulos de crédito que representen el capital de la sociedad objeto de inversión deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores y, por tanto, se deben otorgar derechos de minorías a los tenedores.

te. Por lo general, a dicha asamblea, entre otras cuestiones, corresponde declarar el vencimiento anticipado de los CCD en caso de que ocurra un evento de incumplimiento. En el caso de emisiones de CCD-A, la asamblea general de tenedores deberá reunirse para, en su caso, aprobar las inversiones o adquisiciones que pretendan realizarse cuando representen el 20% o más del patrimonio del fideicomiso, con base en cifras correspondientes al cierre del trimestre inmediato anterior, con independencia de que dichas inversiones o adquisiciones se ejecuten de manera simultánea o sucesiva en un periodo de doce meses, contados a partir de que se concrete la primera operación, pero que pudieran considerarse como una sola.

Los tenedores de CCD, además de los derechos patrimoniales que les correspondan en los términos del fideicomiso respectivo, tienen los siguientes derechos no patrimoniales, en términos de la Circular Única de Emisoras: *i)* los tenedores que en lo individual o en su conjunto tengan el 10% del monto en circulación de los títulos fiduciarios, tendrán el derecho a solicitar al representante común que convoque a una asamblea general de tenedores, así como que se aplace por una sola vez, por tres días naturales y sin necesidad de nueva convocatoria, la votación de cualquier asunto respecto del cual no se consideren suficientemente informados; *ii)* los tenedores que en lo individual o en su conjunto tengan el 20% del monto en circulación de los títulos fiduciarios, tendrán el derecho de oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales de tenedores; *iii)* los tenedores que en lo individual o en su conjunto tengan 10% del monto en circulación de los títulos fiduciarios, tendrán derecho a designar y, en su caso, revocar el nombramiento de un miembro del comité técnico u órgano equivalente.

La Circular Única de Emisoras establece que tratándose de una emisión de CCD, cuyo único destino sea la inversión en acciones o el otorgamiento de derechos sobre los frutos o rendimientos o sobre proyectos identificados de una sociedad plenamente identificada, en donde las acciones o títulos de crédito que representen el capital social de la sociedad objeto de inversión se encuentren inscritos en el RNV, no será necesario establecer en las condiciones generales de la emisión ciertas reglas requeridas por la Circular Única de Emisoras con respecto a aprobación de inversiones por parte de la asamblea general de tenedores y diversas facultades

del comité técnico respecto del patrimonio del fideicomiso emisor, actuación del administrador de dicho patrimonio y operaciones con personas relacionadas.<sup>32</sup> No obstante lo anterior, las sociedades que se encuentren en el supuesto anterior están obligadas a prever en sus estatutos el derecho de los tenedores de los CCD a designar a un miembro de su consejo de administración, cuando la operación con cargo al patrimonio del fideicomiso sea equivalente al importe del 10% del capital social de la referida sociedad. El derecho referido podrá ser ejercido por los tenedores de CCD por cada 10% sobre el capital social de la sociedad, al momento de la emisión y durante la vigencia de la misma.

El porcentaje referido en el párrafo inmediato anterior puede generar una sobrerrepresentación de los tenedores de CCD en el consejo de administración de la sociedad objeto de inversión, ya que el número de consejeros que tienen derecho a nombrar se obtiene de una razón entre el producto neto de la colocación y el capital social de la sociedad de que se trate. Lo anterior es muy relevante si se considera que en una colocación de CCD se levantan millones de pesos y el capital social —al no estar relacionado con el capital contable— puede ser de miles de pesos.

En relación con lo anterior, el Reglamento Interior de la BMV establece que los fideicomitentes de fideicomisos emisores de CCD-B deberán listar sin oferta pública los títulos representativos de su capital social en la Sección I del apartado de valores autorizados para cotizar en la BMV que se establece en el numeral 4.002.02 de dicho reglamento.<sup>33</sup>

En consecuencia, las sociedades que son fideicomitentes de CCD-B deben adoptar la modalidad de sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil y, como tales, deben cumplir con el régimen de gobierno corporativo que se establece en la LMV para dicha modalidad de sociedad anónima que, en términos generales, será el mismo régimen que el requerido a las SAB.

En el caso de los CCD-B, la creación de los CCD implica una oportunidad para que empresas medianas con proyectos específicos atractivos y con potencial de crecimiento puedan allegarse de fondos públicos. Asimis-

<sup>32</sup> En específico, no es necesario establecer lo dispuesto en los numerales 1.1 y 1.3 del inciso c de la fracción II del artículo 7 de la Circular Única de Emisoras.

<sup>33</sup> Al respecto, véase numeral 4.007.03 del Reglamento Interior de la BMV.

mo, los CCD-A representan una oportunidad para fomentar la inversión en el capital social de empresas medianas, mediante estructuras tipo fondo.

Finalmente, cabe señalar que los inversionistas institucionales han tenido una gran participación en las colocaciones de CCD.

#### *b) Colocación de acciones de SAPIB*

Como se mencionó al describir los avances que implicó la LMV, la SAPIB fue creada con el objeto de fomentar el acceso de empresas medianas al mercado de valores.

Así las cosas, las empresas que no están preparadas para adoptar el gobierno corporativo de una SAB tienen la opción de adoptar el régimen de una SAPIB, acceder a recursos del público inversionista para crecer y, en el transcurso de tres años, estar en condiciones de adoptar el régimen propio de una SAB.

A pesar de que la LMV fue publicada en 2005 y entró en vigor en junio de 2006, no fue sino hasta el 30 de junio de 2010 que una SAPIB se volvió empresa pública y obtuvo recursos del mercado de capitales.<sup>34</sup>

Dicha colocación fue realizada por Proteak Uno, SAPIB de C. V. (Proteak), la cual listó certificados de participación ordinarios sobre sus acciones en la BMV. El monto de la colocación fue alrededor de los \$890 millones de pesos.

Por otra parte, cabe señalar que Proteak, en un primer momento, inició trámites ante la CNBV y la BMV para colocar un CCD-B. Sin embargo, en el transcurso de dicha autorización se modificaron las Reglas Generales que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las Siefores. Mediante dicha modificación se permitió a las Siefores invertir en acciones de emisores nacionales.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Cabe señalar que aunque las empresas cuyo proyecto es financiado, a través de una CCD-B, también son SAPIB, los rendimientos que se obtienen son provenientes del patrimonio del fideicomiso y no de las acciones de la SAPIB en cuestión. De hecho, las acciones de una SAPIB fideicomitente de un CCD-B no cotizan en la BMV. Asimismo, los CCD y las acciones de una sociedad, así como los títulos de crédito que las representan, se inscriben en secciones distintas del listado de la BMV.

<sup>35</sup> Dicha modificación es conocida como la Circular Consar 15-24 y fue publicada en el *DOF* el 6 de noviembre de 2009.

La estructura de del fideicomiso emisor de CCD de Proteak ofrecía a los tenedores del instrumento rendimientos muy similares a los que tendrían si fuesen accionistas de la sociedad. Por lo anterior y en virtud de que la estrategia de ventas incluía como inversionistas a las Siefores, se consideró que una colocación de acciones resultaría más atractiva que un CCD. Adicionalmente, con una colocación de acciones en la BMV, en lugar de un CCD, el proyecto de Proteak no tendría que limitarse a territorio nacional.

Según el prospecto de colocación de Proteak, los recursos obtenidos del gran público inversionista serán utilizados para la expansión de la empresa y la compra de terrenos para la plantación de teca, madera que será comercializada por la emisora.

Cada certificado de participación colocado por Proteak representa tres acciones de Proteak, una acción serie “T” y dos de la serie “K”.

Dicha colocación representa un gran avance para el mercado financiero mexicano, ya que a pesar del monto levantado —el cual es pequeño comparado con el levantado usualmente por una emisora— es la primera colocación de una SAPIB en el mercado de capitales y representa un incentivo para todas aquellas empresas medianas que están en busca de financiamiento, el cual no debe estar limitado a la deuda.

Cabe señalar que Proteak cumple prácticamente con todos los requisitos de gobierno corporativo aplicables a una SAB. De hecho, es el número de inversionistas el que la distingue de una colocación de una SAB.<sup>36</sup>

Las diferencias entre una SAPIB y una SAB no se dan exclusivamente respecto del gobierno corporativo, existen otros requisitos, como lo son los de listado y mantenimiento en la BMV, que pueden incentivar que una empresa busque allegarse de financiamiento público bajo una u otra modalidad.

Para efectos de mayor claridad, a continuación se incluye un cuadro comparativo entre los principales requisitos de listado y mantenimiento en la BMV para una SAB y para una SAPIB:

<i>Requisitos BMV</i>			
<i>Listado</i>		<i>Mantenimiento</i>	
<i>SAB</i>	<i>SAPIB</i>	<i>SAB</i>	<i>SAPIB</i>

<sup>36</sup> En la colocación de Proteak no se alcanzó un número de 200 inversionistas.

15% del capital social debe colocarse entre el público inversionista.	12% del capital social debe colocarse entre el público inversionista.	12% del capital social debe mantenerse colocado entre el público inversionista.	12% del capital social debe mantenerse colocado entre el público inversionista.
Mínimo de 200 inversionistas, una vez realizada la colocación.	Mínimo de 20 inversionistas, una vez realizada la colocación.	Mínimo 100 inversionistas.	Mínimo 20 inversionistas.
Historial de operación de, al menos, 3 años.*	Historial de operación de, al menos, 2 años.*		Presentar el 30 de junio de cada año un informe sobre el grado de avance y cumplimiento a sus programas de adopción progresiva al régimen aplicable a las SAB.
Capital contable mínimo de 20 millones de unidades de inversión ("UDIS").	Capital contable mínimo de 15 millones de UDIS.		
Utilidades operativas en los últimos 3 ejercicios sociales.*	Utilidades operativas en los últimos 2 ejercicios sociales.*		
*La BMV puede exceptuar estos requisitos, siempre y cuando se trate de emisoras o SAPIB con potencial de crecimiento.			

Una SAPIB, además de cumplir con las características de gobierno corporativo establecidas en la LMV y con el programa de adopción del régimen de la SAB —en un plazo de tres años—, está obligada a cumplir con las obligaciones de revelación de información periódica y no periódica establecida en la LMV.

Las empresas medianas que busquen financiamiento, a través de esta figura jurídica, deben considerar que obtendrán recursos a cambio de ceder cierto control de la empresa.<sup>37</sup> Asimismo, dicho financiamiento será

<sup>37</sup> El porcentaje de control que se ceda, en virtud del financiamiento público, dependerá

complicado para sociedades en cuyos órganos corporativos permanezcan estructuras familiares.

Los dos factores anteriores no fueron limitantes para Proteak, ya que antes de la oferta pública inicial: *i)* no existía un accionista o grupo de accionistas de control, y *ii)* no existían estructuras familiares que limitaran la toma de decisiones; de hecho, la confianza de los accionistas originales no estaba depositada en la experiencia de un grupo de control, sino en la eficiencia y buenos resultados de la administración en turno.

Se espera que en los próximos meses Proteak sea seguida por otras empresas medianas que decidan asumir la responsabilidad y características de una SAPIB y se alleguen de recursos públicos. Lo anterior, sin duda alguna, representaría un paso firme hacia la consolidación de un mercado mexicano intermedio de valores.

#### *b. La participación de los inversionistas institucionales*

Este estudio comenzó con diversos planteamientos respecto de la consolidación del mercado mexicano intermedio de valores. Entre dichos planteamientos se encuentra el considerar que el financiamiento de empresas medianas con recursos públicos se está consiguiendo gracias a la participación de los inversionistas institucionales.

Sobre este tema, al estudiar los antecedentes regulatorios y las tendencias internacionales, se puede apreciar que este tipo de inversionistas siempre han sido considerados por los legisladores como participantes activos de los planes para fomentar la existencia de un mayor número de emisoras o de empresas que se financien a través del mercado de capitales.

Por ejemplo, en las colocaciones efectuadas por las SAPIB se establece que sólo pueden participar inversionistas institucionales, inversionistas calificados y personas que suscriban un documento mediante el cual haga constar que conocen las diferencias entre una SAPIB y una SAB.<sup>38</sup>

---

del monto del capital social que se oferte a través de la BMV.

<sup>38</sup> Dicho documento es conocido como el Anexo "S" de la Circular Única de Emisoras y se denomina: "Formato de manifestación del conocimiento de las características de las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil y sus diferencias con las sociedades anónimas y las sociedades anónimas bursátiles y los potenciales riesgos que representan

En relación con lo anterior, un inversionista calificado es aquella persona que mantenga en promedio, durante el último año, inversiones en valores por un monto igual o mayor a un millón quinientas mil unidades de inversión (UDIs) o que haya obtenido en cada uno de los dos últimos años, ingresos brutos anuales iguales o mayores a quinientas mil UDIs.<sup>39</sup>

Los inversionistas institucionales son las personas que conforme a las leyes federales tengan dicho carácter o sean entidades financieras, incluyendo cuando actúen como fiduciarias al amparo de fideicomisos que conforme a las leyes se consideren como inversionistas institucionales.<sup>40</sup> En general, se entiende por inversionista institucional a las instituciones de seguros, fianzas, fondos de pensiones, así como a los demás inversionistas institucionales que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público autorice expresamente.

Con respecto a las colocaciones analizadas en este artículo, cabe señalar que las Siefores participaron en aproximadamente un 98% en Santa Genoveva y RCO y en un 95% en Proteak.

Como puede apreciarse, la intervención de los inversionistas institucionales ha sido fundamental para generar los avances que se han señalado con respecto al acceso de empresas medianas a recursos del gran público inversionista.

Por lo anterior, puede afirmarse que los inversionistas institucionales y, en específico, las Siefores, son los inversionistas que están abriendo el mercado intermedio de valores. Son muchas las razones que pueden estar causando lo anterior; sin embargo, consideramos que la principal causa por la que los inversionistas institucionales se sienten atraídos a proyectos como Santa Genoveva o Proteak es porque constituyen proyectos cuyos rendimientos son atractivos y a largo plazo.

Al respecto, los inversionistas institucionales, como las Siefores, son inversionistas ideales para proyectos de largo plazo, ya que no requieren

---

inversiones en ese tipo de valores". En el caso de CCD, no existe una restricción para que sólo inviertan inversionistas institucionales y calificados, pero sí debe acompañarse el anexo "W" de la Circular Única para que cualquier inversionista que pretenda adquirir este tipo de instrumentos manifieste por escrito y de manera expresa conocer los potenciales riesgos que representan las inversiones en este tipo de valores.

<sup>39</sup> Al respecto, véase el artículo 1, fracción XIII, de la Circular Única de Emisoras.

<sup>40</sup> Cfr. Artículo 2, fracción XVII, de la LMV.



liquidez inmediata y, por tanto, pueden esperar a recibir rendimientos más atractivos que los que ofrecen proyectos de corto plazo.

Lo anterior no implica, de forma alguna, que los proyectos de las empresas medianas que se presenten para financiamiento deban ser de largo plazo, pero sí es correcto afirmar que el retorno de la inversión de una empresa mediana ocurrirá en un mayor tiempo que el de una empresa grande que ya se encuentra consolidada en el mercado. Por lo anterior, cabe destacar que los inversionistas institucionales parecen estar alineados en intereses con las necesidades de las empresas medianas.

En relación con lo anterior, vale la pena señalar que el fenómeno anterior no es exclusivo de México, sino que constituye una tendencia internacional. En las propuestas para generar mercados intermedios siempre se considera, como un factor muy importante, la participación de inversionistas institucionales. Por ejemplo, uno de las razones que han contribuido al éxito del AIM es la participación de inversionistas institucionales y de inversionistas con alta capacidad económica y experiencia en inversiones.

### 3. Conclusiones

Después de lo analizado y expuesto, se puede afirmar que hasta el momento se han alineado los tres factores que se mencionaron en la introducción: a) participación de las autoridades regulatorias para fomentar el crecimiento del mercado de capitales; b) participación de inversionistas institucionales en colocaciones medianas, y c) empresas medianas dispuestas a adoptar normas de gobierno corporativo y dejar atrás sus estructuras familiares. En este sentido, se considera que si estos tres factores siguen convergiendo se podrá llegar a una consolidación del mercado intermedio de valores.

Es un hecho que se está avanzando hacia la consolidación de un mercado intermedio de valores, pero todavía no puede hablarse de una consolidación completa, ya que el movimiento de empresas medianas buscando fondos del gran público inversionista es un fenómeno que comienza a dar resultados. Sin embargo, ciertamente dichos resultados serán un incentivo para que otras empresas medianas sigan el mismo camino.

Hasta el momento, el mercado mexicano intermedio de valores no tiene liquidez. No obstante, ese no es un impedimento para los protagonistas de este mercado: los inversionistas institucionales.

No es un mercado convencional, pero es un mercado que está cumpliendo su objetivo: está dotando de financiamiento y, por tanto, de recursos a empresas medianas con proyectos de expansión atractivos que coadyuvan al crecimiento de la economía nacional.

Con independencia de las características de este nuevo segmento del mercado de valores, lo cierto es que en la agenda legislativa de las autoridades bursátiles se encuentra la realización de modificaciones adicionales a la regulación aplicable para seguir abriendo el mercado de valores a nuevos participantes. Entre las ideas que tiene la BMV para llevar a cabo lo anterior, se encuentra el flexibilizar los requisitos para el listado de nuevas emisoras y la inclusión de una figura similar al asesor designado del AIM.