

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO  
FACULTAD DE DERECHO

**EMISIONES DE BONOS DEL GOBIERNO FEDERAL EN  
LOS MERCADOS DE CAPITALES INTERNACIONALES**

TESIS PROFESIONAL  
QUE PARA OBTENER  
EL TITULO DE  
LICENCIADO EN DERECHO  
P R E S E N T A  
JAIME JESUS SANCHEZ MONTEMAYOR

MEXICO, D. F.  
1970



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

# TESIS CON FALLA DE ORIGEN

**DIRECTOR DE TESIS**

**LIC. MIGUEL ACOSTA ROMERO**

A MIS PADRES

Y HERMANAS

**A MIS MAESTROS**

A CECILIA

# I N D I C E

PROLOGO .....	I
---------------	---

## PRIMERA PARTE

### EL BONO DEL ESTADO

#### CAPITULO I

1.- CONCEPTO DE BONO U OBLIGACION .....	2
2.- NATURALEZA JURIDICA DEL BONO .....	8
3.- CLASIFICACION DE LOS TITULOS DE CREDITO .....	14
4.- OBLIGACIONES EMITIDAS POR SOCIEDADES ANONIMAS	18
5.- OBLIGACIONES EMITIDAS POR INSTITUCIONES DE - CREDITO .....	23
a) BONOS FINANCIEROS	
b) BONOS HIPOTECARIOS	
c) CEDULAS HIPOTECARIAS	

#### CAPITULO II

1.- EL BONO EMITIDO POR EL ESTADO .....	33
2.- NATURALEZA JURIDICA .....	36
3.- CLASIFICACION .....	39
4.- DIFERENCIAS ENTRE LA OBLIGACION MERCANTIL Y EL BONO DEL ESTADO .....	42

SEGUNDA PARTE

EL EMPRESTITO

CAPITULO III

1.- LOS INGRESOS FEDERALES .....	52
2.- EL EMPRESTITO .....	57
3.- CLASIFICACION DEL EMPRESTITO .....	58
4.- REGIMEN CONSTITUCIONAL DEL EMPRESTITO .....	63
5.- REGIMEN LEGAL DEL EMPRESTITO .....	64
6.- CONSECUENCIAS ECONOMICAS DEL EMPRESTITO .....	66

TERCERA PARTE

LA DEUDA EXTERIOR TITULADA DE MEXICO

a) LA VIEJA DEUDA EXTERIOR TITULADA

CAPITULO IV

1.- LA VIEJA DEUDA EXTERIOR TITULADA .....	69
2.- LIQUIDACION DE LA VIEJA DEUDA EXTERIOR TITULADA..	70

b) LOS BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS

MEXICANOS PARA FOMENTO ECONOMICO

CAPITULO V

1.- EMISIONES DE BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS PARA FOMENTO ECONOMICO .....	77
2.- FUNDAMENTOS LEGALES .....	80

3.- GARANTIAS DE LOS BONOS .....	83
4.- NUMERO DE EMISIONES COLOCADAS A LA FECHA EN LOS - MERCADOS DE CAPITALES INTERNACIONALES .....	86
5.- DESTINO DEL PRODUCTO NETO DE LA EMISION .....	87

## CAPITULO VI

1.- SISTEMA DE COLOCACION OBSERVADO EN LAS EMISIONES - DE BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS PARA FO - MENTO ECONOMICO .....	92
2.- COLOCACION PRIVADA DE LOS BONOS .....	97
3.- EL INTERES DE LOS BONOS .....	99
4.- EMISIONES BAJO LA PAR .....	102
5.- AMORTIZACION DE LOS BONOS .....	104
6.- CONSECUENCIAS POLITICAS Y ECONOMICAS .....	105
 CONCLUSIONES .....	 113
BIBLIOGRAFIA .....	121

## P R O L O G O

El retorno de nuestro país a los mercados de capitales internacionales, mediante emisiones de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico es una muestra más de la atinada política que en materia de crédito público ha venido observando el Gobierno Federal por conducto de nuestras autoridades financieras.

En efecto, la concertación de empréstitos documentados mediante bonos reviste características novedosas y útiles en comparación con otros tipos de créditos provenientes del exterior, que se traducen en grandes ventajas para el país emisor de los bonos, por lo que esta forma de acudir a los mercados de capitales es una de las más aconsejables para que México obtenga los recursos financieros del exterior, complementarios del ahorro interno, indispensables para acelerar su desarrollo económico.

La oportunidad que nos fué brindada de colaborar estrechamente en materia de deuda pública exterior, nos permitió no sólo conocer el tema en cuestión, sino interesarnos vivamente en ese esfuerzo cotidiano que las autoridades financieras mexicanas reali-

zan para consolidar y aumentar el buen crédito externo de México.

Los legítimos merecimientos de estas autoridades financieras no les son reconocidos todavía en su justa medida, debido en gran parte, al desconocimiento de temas financieros que por su carácter técnico y reservado no trascienden al grueso de la colectividad. Sin embargo día con día se van elaborando nuevos libros, estudios o ensayos de carácter financiero donde irremediablemente se va reconociendo nuestra correcta política crediticia. Estos libros, estudios o ensayos van logrando un mayor acceso a la mayoría de nuestra población, que ávida de conocimientos sobre la materia, muestran su creciente interés en la política crediticia del Gobierno Federal.

Estas reflexiones nos movieron a elaborar la presente tesis, con la que se pretende alcanzar la licenciatura en Derecho. Con el objeto de darle una estructura jurídica, dedicamos la Primera Parte de nuestro trabajo, al análisis del bono como título de crédito, desde un punto de vista doctrinario, agregándose el estudio de otros títulos obligaciona

### III

les que se contienen dentro de nuestra legislación, como los bonos financieros, bonos y cédulas hipotecarias, con el objeto de proporcionar una imágen lo más exacta posible de la importancia tan trascendental que estos documentos cumplen en la vida comercial contemporánea. En la Segunda Parte estudiamos al empréstito como uno de los recursos financieros del Estado, en virtud de que la emisión de bonos no es sino un empréstito documentado mediante estos títulos de crédito. La Tercera Parte la dedicamos enfin, a la deuda exterior titulada de México, relatando la política en materia de créditos externos observada por nuestro país para concluir sobre la naturaleza y ventajas de nuestras emisiones de bonos.

Queremos aprovechar estas líneas para expresar nuestro agradecimiento al Director, Subdirector General y Subdirector Auxiliar de la Dirección de Crédito - de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, por brindarnos la oportunidad de colaborar con ellos en temas de importancia tan trascendental. Asimismo, al Jefe del Departamento de Deuda Pública y a todos los funcionarios y empleados del mismo, por las orientaciones y facilidades que en la elaboración de la tesis se sirvieron otorgarnos.

#### IV

Un reconocimiento muy especial deseo expresar también a mi director de tesis, cuyos conocimientos jurídicos y financieros fueron determinantes para la conclusión de este trabajo.

A todos ellos les pertenece el mérito que pueda reconocerse a la presente tesis.

CAPITULO I

## 1.- CONCEPTO DE BONO U OBLIGACION

Sobre este problema de la conceptuación, es en lo primero que han reparado los diversos tratadistas que se han dedicado al estudio y análisis del "bono" como título de crédito, máxime que en nuestra doctrina y legislación se hace constante empleo del término "obligación" para expresar de diferente manera el mismo contenido genérico. Por ello, será necesario concluir sobre la naturaleza de los bonos en relación con las obligaciones.

En efecto, cabe preguntar si son títulos de crédito con características propias y diferentes. En nuestra opinión, los bonos no son sino obligaciones con matices secundarios especiales que en nada alteran su calidad de tales. Lyon Caen y Renault<sup>1</sup> al referirse a este punto nos dice: " esta distinción entre bonos y obligaciones, que no es por otra parte de un empleo absolutamente general, es indiferente a la naturaleza jurídica de los títulos que dá lugar. Las obligaciones y los bonos tienen la misma naturaleza jurídica y están sometidos a las mis -

1 Droit Commercial, Tomo II, No. 562

mas reglas."

No obstante, algunos autores con el propósito de encontrar algunas notas distintivas entre el bono y la obligación, han querido aplicar el concepto de "bono" a los títulos emitidos por la Federación, los Estados y los Municipios y el nombre de "obligación" a los emitidos por las sociedades anónimas exclusivamente. Esta distinción ha sido criticada, alegando que en las leyes encontramos continuas referencias a bonos y a obligaciones como términos absolutamente equivalentes, encontrando también, que hay organismos públicos que emiten obligaciones y por otro lado, sociedades anónimas de carácter privado que emiten bonos.

Se ha querido tomar como otra nota distintiva, el factor tiempo, señalando que son obligaciones aquellas cuyo lapso de amortización sea superior a 10 años y son bonos aquellos que tienen como límite para su pago un período no mayor de esa cantidad. Sin embargo, esta diferencia entre ambos vocablos no podemos aceptarla, ya que el término de una obligación pocas o ninguna variante presenta en su naturaleza, salvo las restricciones im -

puestas a ciertas entidades de verificar operaciones a largo plazo (artículo 10, en relación con el artículo 17, fracción I de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares).

En fin, autores de la doctrina anglosajona, sostienen que la diferencia entre un bono y una obligación radica en que aquél está garantizado con hipoteca o valores de alguna clase, mientras que la obligación es un título no garantizado.<sup>1</sup> Tal distinción no encuentra ningún apoyo en nuestro sistema legislativo ya que el artículo 208, párrafo segundo, de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito<sup>2</sup> y el artículo 210, fracción VII, de la misma Ley,<sup>3</sup> admiten la existencia de obligaciones con o sin garantía, así como también existen bonos que no contienen alguna garantía específica, particularmente los bonos que nos ocupan, como se analizará posteriormente.

- 1 Primer Cónclave sobre Fideicomiso de los Representantes de la Asociación de Banqueros de México con los Abogados y Funcionarios del Mercantil-Commerce Bank Trust Co., St. Louis, Missouri, 1943, Conferencista: J. J. Farrell, Pag. 90
- 2 Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito artículo 208, párrafo segundo: "Las obligaciones serán bienes muebles cuando estén garantizadas con hipotecas."
- 3 Idem, artículo 210 fracción VII: "Las obligaciones deben contener: La especificación, EN SU CASO, de las garantías especiales que se constituyan..."

Así pues, desde un punto de vista práctico, consideramos que substancialmente no existe ninguna diferencia entre los dos términos -bono y obligación- y no es por lo tanto un error darles la misma significación. Ambos participan de una misma categoría jurídica con un contenido idéntico y sujetos a los mismos principios doctrinarios y legales que inspiraron su creación. Con los dos vocablos se reclaman aquellos documentos en que se reconoce por el deudor la prestación que se ha comprometido pagar y ningún dislate comete quién dé a los términos una significación igual.

Apoyan lo antes dicho en la legislación mexicana, diversos artículos de la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares como el artículo 11, fracción V, párrafo segundo, que textualmente dice:

"LAS OBLIGACIONES O BONOS de los Estados, Distrito o Territorios Federales a que se refiere el párrafo anterior..."

"Respecto a las OBLIGACIONES O BONOS emitidos o garantizados por el Gobierno Fede

ral..."

De la misma Ley el artículo 17, fracción XIII:

"Emitir a su cargo cualquier clase de cé  
dulas, BONOS U OBLIGACIONES o garantizar  
los..."

Y por último, de la Ley citada el artícul  
o 96, fracción III:

"Los bonos, obligaciones y OTROS TITULOS  
DE NATURALEZA ANALOGA que estén al co -  
rriente en ..."

Por otra parte, en la vida comercial cotidiana es común y corriente el uso indistinto de ambos vocablos-para significar el documento que ampara la participación en un crédito colectivo a cargo de una entidad-emisora.

Baste citar al respecto el boletín financiero "List of Securities" distribuido mundialmente por el Swiss Bank Corporation, importante banco suizo, el cual hahaciendo referencia a las características financieras-de obligaciones emitidas por empresas internacionales, usa la denominación OBLIGATIONEN, OBLIGATIONS y BONDS

para designarlas en alemán, francés e inglés, respectivamente. Asimismo en su sección correspondiente a emisiones de bonos en el mercado suizo y europeo por parte de empresas privadas y entidades públicas extranjeras, las denomina AUSLANDISCHE OBLIGATIONEN en alemán, OBLIGATIONS ETRANGERES en francés y FOREIGN BONDS en inglés. Lo anterior basta para percatarse de que en el mercado financiero internacional, las palabras obligación y bono tienen exactamente el mismo contenido.

Concluyendo, podemos decir que los bonos no son sino obligaciones con matices secundarios especiales que en nada alteran su calidad de tales.

De acuerdo con lo anterior, es conveniente establecer el concepto general de "obligación", con el objeto de poder conocer las características generales de este documento y posteriormente introducirnos específicamente al bono emitido por el Estado como uno de los tipos especiales de aquella.

Al respecto, Lorenzo Benito <sup>1</sup> ha definido la obliga -

1 Manual de Derecho Mercantil, Tomo II, No. 1592

ción como "el documento de crédito que representa la mínima participación en un empréstito y dá al tenedor legítimo del mismo el carácter de co-acreedor de la entidad que lo emitió."

Entre nuestros tratadistas, Octavio A. Hernández,<sup>1</sup> la define como "título de crédito que emiten en serie las sociedades anónimas y que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora"

Manuel Borja Cobarrubias<sup>2</sup> define también la obligación y aprovecha para usar el término bono como sinónimo de aquella, diciendo que "la obligación o bono es un título negociable que representa cierta fracción de un crédito colectivo y único."

## 2.- NATURALEZA JURIDICA DEL BONO

De las definiciones anteriores, se desprenden dos características esenciales al mismo: primera, que se trata de un título de crédito y por lo tanto con las características propias de estos; segunda, el carác-

1 Derecho Bancario Mexicano, Tomo I, Pag. 343

2 Emisión de Bonos u Obligaciones en Derecho Privado Mexicano, Revista General de Derecho y Jurisprudencia, México, 1930, Pag. 363

ter colectivo del crédito, puesto que el bono representa una participación alícuota en el mismo.

La entidad emisora, las garantías constituidas, las coberturas especiales que amparen el pago, la representación común y la ingerencia de los tenedores en las actividades del emisor son elementos variables - según las circunstancias y no tienen una concurrencia permanente.

PRIMERA CARACTERISTICA.- Por títulos de crédito debemos entender "los documentos necesarios para ejercer el derecho literal que en ellos se consigna.<sup>1</sup>

<sup>2</sup>  
Agustín Vicente y Gella, en forma original, pero conteniendo en el fondo el mismo concepto arriba citado, dice que: "el título de crédito es un documento que presume la existencia de una obligación, de carácter patrimonial, literal y autónoma, y el cual es necesario para que pueda exigirse por el acreedor o efectuarse válidamente por el deudor, el pago de la prestación en que consiste aquella:"

- 1 Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, - artículo 5: "son títulos de crédito los documentos necesarios para ejercitar el derecho literal que en ellos se consigna."
- 2 Los Títulos de Crédito, Segunda Edición, Pag. 131-

De las definiciones anteriores desprendemos las siguientes características de los títulos de crédito:

**Incorporación.**- Esta característica de los títulos de crédito denota la liga permanente e inseparable que existe entre un derecho de crédito y el documento en que se consigna. "Es la unión permanente de una relación jurídica a un documento" ha dicho<sup>1</sup> en forma clara y precisa Vittorio Salandra.

Para poder hacer valer este derecho de crédito con signado en el título, se tiene la obligación de exhibirlo. Quien posee legalmente el título, posee el derecho en él incorporado y su razón de poseer el derecho es el hecho de poseer el título. De allí<sup>2</sup> que Raúl Cervantes Ahumada cite en su texto lo que él denomina "feliz expresión de Mossa: poseo porque poseo, esto es, se posee el derecho porque se posee el título".

En efecto, la conexión entre el documento y la relación jurídica en él expresada, no tiene sólo un carácter originario, sino permanente; y "en la ma -

1 Curso de Derecho Mercantil, Traducción de Jorge Barrera Graf, Pag.123.

2 Títulos y Operaciones de Crédito, Quinta Edición, 1966, Pag. 20.

yoría de los casos" - afirma Tena <sup>1</sup> - " No sólo no surge el derecho si la declaración de la voluntad que le dió origen no se consigna en el documento, sino que éste y aquél subsisten compenetrados, de modo que el documento es condición necesaria y su ficiente para atribuirle el derecho."

Legitimación.- "Se entiende por legitimación la - facultad que tiene el poseedor regular de un títu lo de crédito de exigir del suscriptor el cumplimiento de la obligación consignada en el mismo, y la obligación del segundo de cumplir válidamente dicha obligación en favor del primero." Así definida, la legitimación tiene dos aspectos: activo- y pasivo. " La legitimación activa", - dice Cer - vantes Ahumada <sup>2</sup> " consiste en la propiedad o ca - lidad que tiene el título de crédito de atribuir- a su titular, es decir, a quién lo posee legal - mente, la facultad de exigir del obligado en el - título el pago de la prestación que en él se con - signa." "En un aspecto pasivo, consiste en que el deudor obligado en el título de crédito cumple su

1 Derecho Mercantil Mexicano, Tomo II, Pag. 14 -

2 Op. Cit. Pag. 21

obligación y por tanto se libera de ella, pagando --  
a quien aparezca como titular del documento." --

Literalidad.- Esta característica de los títulos --  
de crédito significa que los mismos serán exigibles --  
en el alcance y medida en que se ha hecho constar un  
derecho de crédito en el título. Si se ha incorpora-  
do un derecho de crédito a un documento, éste se en-  
contrará delimitado de acuerdo con la forma y térmi-  
nos en que se haya estipulado en el instrumento y en  
esa misma medida será exigible por el tenedor.

Autonomía.- Un título de crédito se reputa autónomo  
cuando los titulares sucesivos del documento van ad-  
quiriendo un derecho independiente, propio y distin-  
to del que tenían o podrían tener los titulares an-  
teriores.

<sup>1</sup>  
Tulio Ascarelli se expresa al respecto como sigue:  
"El título pasa en su circulación por las manos de  
distintos propietarios, encontrando en este aspecto  
una característica ulterior de los títulos de cré -  
dito, que se acostumbra indicar calificando el de -

1 Teoría General de los Títulos de Crédito, Tra -  
ducción de René Cachaux Sanayria, Pag. 5

recho del titular como autónomo, esto es, independiente de la titularidad de su antecesor."

Para este autor, por lo tanto, autonomía significa indicar que al tercer poseedor del título no se le puede oponer la falta de titularidad del que se lo emitió, así como que no se pueden oponer al titular subsecuente del derecho cartular, las excepciones - oponibles al anterior portador, derivadas de convenios extracartulares.

La autonomía de los títulos de crédito, en fin, cumple uno de los fines más importantes en aquellos: la seguridad; por medio de la cual se protege la buena fé de los adquirentes sucesivos, que al adquirir el título, tienen la certeza de que en su contra no se ejercitarán acciones extrañas en la relación jurídica en que intervienen.

Bastan pues, las definiciones dadas de los títulos de crédito así como la mención de sus características principales, para observar que el bono u obligación es precisamente un documento de esta naturaleza.

SEGUNDA CARACTERISTICA.- Dejamos señalado que de las

definiciones transcritas de los bonos u obligaciones se desprendía una segunda característica esencial y que es el carácter colectivo del crédito, -- del cual el bono representa solo una porción.

Al respecto, podemos decir que hay un crédito colectivo cuando se expiden una serie de documentos -- que amparan de una manera múltiple y proporcional -- la existencia de un derecho de crédito. Lo esencial de este crédito colectivo no es que una pluralidad de personas detenten los documentos que amparen al mismo sino la unidad jurídica del negocio creador, -- es decir, que existe un solo acto de creación de un número cierto de obligaciones iguales que se presenten como un negocio único. Lo decisivo es el fraccionamiento del crédito en fracciones alícuotas.

### 3.- CLASIFICACION DE LOS TITULOS DE CREDITO

Someramente pasaremos a enunciar la clasificación que de los títulos de crédito han reconocido tratadistas nacionales y extranjeros con fines prácticos y pedagógicos, para posteriormente concluir de cuales categorías participan los bonos u obligaciones.

Títulos Nominados y Títulos Innominados.- Son títulos

nominados los que se encuentran reglamentados por la Ley, y son innominados aquellos que sin tener una reglamentación legal expresa, han sido consagrados por los usos mercantiles.

Títulos Personales, Obligatoriales y Reales.- Son titulos personales aquellos cuyo objeto es atribuir a un tenedor una calidad personal de miembro de una corporación.

Son títulos obligacionales aquellos cuyo objeto principal es un derecho de crédito.

Son títulos reales aquellos cuyo objeto principal consiste en un derecho real sobre la mercancía amparada por el título.

Títulos Singulares y Seriales.- Son títulos singulares aquellos que son creados uno solo en cada acto de creación, y se denominan títulos seriales los que se crean en serie o en masa.

Títulos Principales y Accesorios.- Son títulos principales aquellos que tienen existencia propia y singular sin necesidad de otro título que los respalde, y accesorios aquellos que necesitan de otro título -

para que tengan existencia y validez.

Títulos Nominativos y al Portador.- Por su forma de circulación, son títulos nominativos aquellos que tienen una circulación restringida ya que requieren para su transmisión del endoso y entrega del título mismo.

Son títulos al portador aquellos que se transmiten por la simple entrega del título, produciendo su simple tenencia al efecto de legitimar al poseedor.

Títulos Abstractos y Causales.- Por los efectos de la causa del título sobre la vida del título mismo, éstos pueden ser abstractos cuando una vez creados, "su causa o relación subyacente se desvincula de él y no tiene ya ninguna influencia ni sobre la validez del título ni sobre su eficacia."<sup>1</sup>

"Un título es causal o concreto cuando su causa sigue vinculada al título, de tal manera que puede -

1 Raúl Cervantes Ahumada, Títulos y Operaciones de Crédito, Quinta Edición, 1966, Pag. 44

influir sobre su validez y su eficacia."<sup>1</sup>

Títulos de Especulación y de Inversión.- De acuerdo con su función económica, son títulos de especulación aquellos cuyo producto no es seguro sino fluctuante, y son títulos de inversión aquellos que tienen una renta segura y estable.

Títulos Públicos y Privados.- Tomando en cuenta el órgano creador, son títulos públicos aquellos creados por el Estado y son títulos privados aquellos creados por particulares o instituciones privadas.

De acuerdo con lo anterior, podemos proceder a enunciar las categorías de las que participan los bonos u obligaciones como títulos de crédito. Así, estos documentos son títulos nominados de acuerdo con nuestra legislación ya que se encuentran regulados por la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito, Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares y demás relativas. Quedan exceptuados de esta característica los bonos emitidos por el Estado, como después se estudiará. Son obligacionales porque amparan un derecho de crédito. Son

1 Idem, Pag. 45

seriales porque su creación se lleva a cabo en masa o en serie. Son títulos principales desde el momento en que adquieren vida propia sin requerir de otros títulos de crédito que los respalden. Pueden ser nominativos o al portador, según se estipule; de acuerdo con su forma de circulación. Son títulos causales, desde el momento en que los documentos siguen vinculados a su relación subyacente. Son títulos de inversión porque reúnen las características propias de éstos como son una renta segura y estable. Finalmente pueden ser públicos o privados, según sean emitidos por el Estado o por sociedades mercantiles, respectivamente.

#### 4.- OBLIGACIONES EMITIDAS POR SOCIEDADES ANONIMAS

Al inicio de nuestra tesis se trató el tema de la conceptualización del bono y de la obligación, concluyéndose que era válido para ambos, el concepto substancial expresado en ese apartado en los términos siguientes: "Título negociable que representa cierta fracción de un crédito colectivo y único."

Esta definición es válida para una serie de títulos de crédito específicos que participan de las caracte-

terísticas fundamentales contenidas en el concepto expresado, pero que con matices secundarios logran un carácter propio y distinto en el devenir de la vida comercial.

Estos títulos de crédito similares que analizaremos someramente son las obligaciones de las sociedades anónimas, los bonos financieros y los bonos y cédulas hipotecarias.

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito reglamenta en su Capítulo V, desde el artículo 208 al 228 inclusive, las obligaciones emitidas por las sociedades anónimas.

El artículo 208 nos dice que éstas "pueden emitir obligaciones que representen la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo - constituido a cargo de la sociedad emisora." Como se desprende de este artículo, la legislación mexicana restringe la emisión de obligaciones exclusivamente a cargo de las "sociedades anónimas."

Son las obligaciones títulos concretos, porque derivan siempre del acto de creación; título típico de inversión, con renta fija y generalmente garantiza-

dos; títulos seriales y obligacionales; y generalmente títulos bursátiles.

El caso más frecuente de la emisión de obligaciones es cuando una empresa tiene necesidad de un mayor capital de trabajo y no desea aumentar su capital social, o no puede obtener un crédito individual de algún banco.

En cualquier caso, la sociedad que desea realizar una emisión de obligaciones necesita formular un "proyecto" que deberá ser aprobado por la Comisión Nacional de Valores; posteriormente deberá practicarse el balance y se cuidará de que el importe de la emisión no sea mayor que el "activo neto" de la sociedad emisora, que aparezca del balance que se practique precisamente para efectuar la emisión.

La Ley General de Sociedades Mercantiles en su artículo 182, Fracción X, establece que para la emisión de bonos se necesita el acuerdo de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas. Tan pronto como se apruebe, deberá celebrarse reunión del Consejo de Administración para designar a las personas que deban suscribir la emisión según lo dispuesto -

en el artículo 213, Fracción I, inciso c) de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Deberá, asimismo, enviarse una solicitud a la Comisión Nacional de Valores, para que ésta otorgue su autorización para efectuar la emisión de obligaciones.

El artículo 210 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito señala los requisitos que deberán contener los títulos y el artículo 213 de la misma Ley, los requisitos que deberá contener el acta de emisión.

Por lo que respecta a las garantías de la emisión, cabe señalar que ésta puede hacerse con garantía - sobre el patrimonio total de la sociedad emisora, - con garantía hipotecaria, con garantía prendaria, - con aval y con fianza.

El acta de emisión debe ser formalizada ante notario y posteriormente inscrita en el Registro Público de Comercio y en el de la Propiedad en caso de haberse otorgado hipoteca, según lo dispuesto en el artículo 213, primer párrafo, de la Ley en cuestión.

Las personas que adquieren las obligaciones emitidas por una sociedad anónima, forman una agrupación a la que se le dá el nombre de " asamblea general de obligacionistas." El artículo 218 de la Ley la establece y Octavio A. Hernández <sup>1</sup> la define como " el órgano - creado por la Ley, mediante el cual se manifiesta la voluntad común de aquellos."

Los artículos correspondientes al 218 hasta el 221 - versan sobre esta asamblea de obligacionistas. " En términos generales, puede decirse que las asambleas de obligacionistas tienen un régimen semejante al de las asambleas de accionistas: los titulares se legitiman para concurrir con la exhibición de sus títulos; las decisiones se toman por mayoría, que vincula las voluntades de ausentes y disidentes y se les aplican en lo conducente, las normas establecidas para las asambleas por la Ley de Sociedades Mercantiles." <sup>2</sup>

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito - provee a la colectividad de obligacionistas de un "Representante Común" para actuar a nombre de éstos-

1 Op.Cit. Pag. 151

2 Raúl Cervantes Ahumada, Op. Cit., Pag. 178

en sus relaciones con la sociedad deudora.

Este "Representante Común" asume las obligaciones y facultades que expresamente se consignan en el acta de emisión y en todo caso, las estipuladas en el artículo 217 de la Ley.

#### 5.- OBLIGACIONES EMITIDAS POR INSTITUCIONES DE CREDITO

La emisión de obligaciones por instituciones de crédito pertenece a la categoría de operaciones bancarias pasivas, en las cuales "el banco emisor recibe dinero del público que adquiere las obligaciones que ha emitido, adquiere la propiedad y la disposición sobre ese capital y en cambio de esta prestación actual de dinero los subscriptores obtendrán una contraprestación diferida en el tiempo, ya que su dinero les será restituído después del transcurso del plazo previamente establecido." <sup>1</sup> Además, el banco no actúa invariablemente como emisor de títulos; en ciertas ocasiones se limita a desempeñar el papel de intermediario.

Es la Ley de Instituciones de Crédito y Organizacio

1 Joaquín Rodríguez y Rodríguez, Op. Cit., Tomo II, Pag. 71

nes Auxiliares la que reglamenta la facultad que tienen las instituciones de crédito de realizar toda - clase de operaciones bancarias, entre ellas las expresadas en el artículo 2, Fracciones III y IV, que se refieren a operaciones de crédito mediante la emisión de bonos financieros con garantía específica, y la emisión de bonos hipotecarios y garantía sobre cédulas hipotecarias.

Al lanzar los bonos al mercado y al ser éstos adquiridos por inversionistas, estas instituciones especializadas obtienen dinero del público y a su vez - invierten ese mismo dinero en créditos inmobiliarios - las sociedades hipotecarias - o en actividades de - financiamiento y de promoción industrial - las financieras - desarrollando así un medio normal de actividad.

Es conveniente transcribir antes de estudiar estos - títulos de crédito en particular, un párrafo de la - obra de Bauche Garciadiego<sup>1</sup> que dice como sigue: "por una proyección del derecho italiano, en donde encontraron su origen, se llama "bonos" a los títulos con que se acredita la aportación de cada uno de los in-

1 Operaciones Bancarias, Primera Edición, Pag. 201

versionistas, en lugar de denominarles "obligaciones", pero ello no obsta para que genericamente sean obligaciones."

a) BONOS FINANCIEROS

Los bonos financieros con garantía específica, son obligaciones emitidas por instituciones financieras con garantía, llamada cobertura, "constituida por bienes y créditos determinados, en un juego de proporciones, según sean los bienes que constituyan el fondo de garantía."<sup>1</sup>

Esta actividad de las financieras corresponde al incremento de nuestra industria en todos los órdenes y estos bonos financieros representan la inversión que hace el público en el desarrollo de la industria.

La autorización a las sociedades financieras para emitir bonos financieros con garantía específica está contenida en la Fracción XV del artículo 26 de la Ley de -

1 Raúl Cervantes A. Op. Cit., Pag. 180

### Instituciones de Crédito.

Estos bonos son por naturaleza propia - "obligaciones" en el sentido genérico - tratado inicialmente, es decir, repre - sentan la participación individual de - sus tenedores en un crédito colectivo - constituido a cargo de la financiera, - cuyo producto destina a su vez a acti - vidades de financiamiento y de promo - ción industrial.

Su emisión se lleva a cabo mediante de - claración unilateral de voluntad de la - institución emisora, expresada ante No - tario. Las emisiones deben ser aproba - das previamente por la Comisión Nacio - nal Bancaria, a fin de que se ajusten - a las disposiciones de la Ley. La cita - da Comisión al dar su aprobación deberá tener en cuenta la capacidad de absor - ción del mercado de valores en un momento dado, así como la situación económi - ca y financiera por la que atraviesa el país y considerará igualmente los ante-

cedentes, solvencia, situación financiera y demás elementos de juicio relacionados con la capacidad de la sociedad financiera para emitir bonos financieros, a cuyo efecto deberá solicitar la opinión del Banco de México (artículo 123bis, - LGICOA).

Las garantías específicas de los bonos financieros están establecidas en el artículo 31 de la Ley, pudiéndose sintetizar en créditos y en títulos de crédito.

Son valores de alto rendimiento y de fácil realización, siendo actualmente los que tienen mayor aceptación en el mercado nacional.

#### b) BONOS HIPOTECARIOS

El artículo 35 de la Ley de Instituciones de Crédito establece que "se denominarán bonos hipotecarios aquellos que estén cubiertos con activos de la institución emisora, que consisten en préstamos o créditos" con garantía hipotecaria

a favor de la sociedad, "o en cédulas y bonos hipotecarios emitidos por otras - instituciones de esta misma clase."

"Los bonos hipotecarios son quizás," - dice Cervantes Ahumada <sup>1</sup> - "los títulos- más antiguos de la vida comercial mexicana. El primer banco hipotecario fue fundado bajo concesión de 21 de marzo - de 1882 y estuvo autorizado para crear bonos hipotecarios."

El artículo 36 de la Ley, en su Frac - ción IV, señala que el destino de los - créditos que otorguen las instituciones de crédito hipotecario y que sirven de cobertura a bonos emitidos por éstas, - sólo podrá ser a inversión en bienes in muebles, obras o mejoras de los mismos - o a cualquier otra clase de inversión - rentable o productora.

El plazo máximo a que pueden ser emitidos los bonos hipotecarios es de 20 años,

1 Op. Cit., Pag. 181, refiriéndose a Walter Flavius McCaleb. Present and Past Banking in Mexico, New-York, 1920, Pag. 17

según lo dispone el artículo 35 de la Ley.

La emisión deberá estar garantizada por hipoteca que estará constituida en primer lugar sobre los bienes para los que se otorgue el préstamo, o sobre otros bienes inmuebles o inmovilizados.

c) CEDULAS HIPOTECARIAS

Las sociedades que disfruten de concesión para realizar las operaciones de crédito hipotecario, estarán autorizadas para emitir bonos hipotecarios y para garantizar la emisión de cédulas representativas de hipotecas, así como para negociar, adquirir o ceder estas cédulas. Tal es lo dispuesto por el artículo 34 de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares.

La emisión de cédulas hipotecarias obedece a la necesidad que tiene una persona de procurarse fondos; debiendo constar a tal fin, con bienes determinados y aptos para servir de garantía a la obligación que contrae frente a los tenedores de las

cédulas.

<sup>1</sup>  
Moreno Castañeda nos dice que gracias a la cédula hipotecaria ha sido posible "compendiar en una fórmula ideal, la severa robustez de la hipoteca con la ágil estructura de los títulos de crédito. Teniéndola como instrumento, es posible concertar créditos colectivos realizados a través de la emisión de obligaciones - en que la participación de cada inversionista está representada por títulos de crédito, nominativos o al portador, dotados de autonomía y literalidad."

Estas cédulas, como ya dijimos anteriormente, son emitidas por una persona que tenga la disposición de un bien inmueble, constituyendo a cargo de éste un crédito hipotecario que deberá constar en escritura pública, interviniendo además, la institución de crédito hipotecaria para certificar la existencia y valor de las garantías y para prestar su aval en cada

1 La Moneda y la Banca en México, la. Edición, Pag. 482 y 483

una de las cédulas.

Se encuentran reguladas en los artículos 37 y 38 de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares.

CAPITULO II

## 1.- EL BONO EMITIDO POR EL ESTADO

En este capítulo, iniciaremos el estudio del título de crédito que emite el Estado como forma de documentar un empréstito obtenido por el mismo en los mercados de capitales internacionales.

Esta mención del área geográfica donde se contratan los empréstitos nos obliga a exponer la siguiente advertencia preliminar:

El objeto de esta tesis es realizar el estudio analítico del bono emitido por el Estado en el extranjero. Por lo tanto, todas las menciones y referencias que se hagan de bonos emitidos por el Estado a partir del Título 3, inserto en este Capítulo, deberá entenderse como refiriéndose a aquellos que documentan un adeudo contraído con inversionistas extranjeros. En el título 1 y 2 aprovecharemos para dejar sentada la naturaleza jurídica del bono del Estado en general, lo mismo el emitido en el mercado nacional como el emitido en el extranjero.

Dejando constancia de lo anterior, diremos que según autorizadas opiniones, la denominación de "bono" en la práctica comercial debe usarse para designar-

a aquellos títulos emitidos por el Estado y por algunas Instituciones de Crédito, como ya vimos anteriormente, en representación de créditos colectivos que constituyen a su cargo; reservando la denominación de "obligación" para aquellos títulos que son emitidos por sociedades anónimas.

Es probable que en la vida comercial mexicana y en su legislación haya oportunidad de diferenciar bonos y obligaciones y sólo por lo que respecta al sujeto creador, pero nosotros insistimos que desde un punto de vista doctrinario todos convergen al concepto substancial que de "obligación" lato sensu, hemos venido externando en repetidas ocasiones.

En la vida comercial internacional, en cambio, podemos asegurar que indistintamente se denominan -- "obligaciones" y "bonos" aquellos títulos que am-- paran la participación individual del tenedor en un crédito colectivo a cargo de la entidad emisora. El caso del boletín financiero distribuido por el Swiss Bank Corp. citado en el Capítulo I, es sólo uno de tantos instrumentos de información y orientación comercial que utilizan el término "bono" y

"obligación" para expresar un mismo concepto.

Creemos que toda la confusión, provocada por el uso de ambos términos para querer significar lo mismo, - se debe al deseo de identificar de manera singular - cada uno de los títulos de crédito que participan - de la noción genérica de "obligación".

Con base en lo anterior y tomando en cuenta lo expuesto a través del Capítulo I, podemos concluir -- que para fines prácticos existe un concepto de "obligación" en sentido lato, y con el cual se quiere significar todo aquel documento de crédito que representa la mínima participación en un empréstito y que dá al tenedor legítimo del mismo, el carácter de co-acreedor de la entidad que lo emitió.

De acuerdo con nuestra vida comercial, participan - de este concepto general: "la obligación" stricto - sensu, emitida por una sociedad anónima; el bono -- financiero, emitido por una institución financiera; el bono y la cédula hipotecaria, emitido y garantizado respectivamente, por una institución hipotecaria; y el bono del Estado, emitido por el Gobierno - Federal. Todos ellos, con matices secundarios que -

sirven para singularizarlos pero que no son obstá---  
culo para arribar a la conclusión de que participan  
del mismo concepto genérico.

## 2.- NATURALEZA JURIDICA

Podemos definir al Bono emitido por el Estado como -  
aquel documento que ampara "un acto concreto de cré-  
dito público, por medio del cual un Gobierno obtiene  
recursos provenientes de los miembros de una comuni-  
dad, de otros gobiernos o de entidades públicas o --  
privadas, para reintegrarlos en un plazo determinado  
y pagando cierta tasa de interés."<sup>1</sup>

Al amparo de la teoría general de los títulos de --  
crédito estudiaremos la anterior definición, con el  
objeto de saber si efectivamente el bono emitido por  
el Estado participa de las características de los --  
títulos mercantiles.

Por título de crédito entendemos, según la defini --  
ción clásica de Vivante,<sup>2</sup> "un documento necesario --  
para ejercitar el derecho literal y autónomo expre -  
sado en el mismo."

1 Manuel Salas Villagomez. La Deuda Pública, Tesis-  
Pag. 16.

2 Tratado de Derecho Mercantil. Tomo III, Pag. 136.

De esta definición derivan las principales características de los títulos de crédito que son: La Incorporación, la Legitimación, la Literalidad y la Autonomía, estudiadas ya en el Capítulo I.

En que medida participa el bono emitido por el Estado, de acuerdo con su definición, de estas características derivadas del concepto clásico del título de crédito?

En cuanto a la Incorporación, podemos decir que la anexión de un derecho de crédito al documento, en forma tal, que aquél quede íntimamente unido a éste se dá plenamente en los bonos emitidos por el Estado. A continuación transcribiremos las primeras líneas de un bono perteneciente a la emisión efectuada el 15 de abril de 1967 por el Gobierno Federal, en los Estados Unidos de América:

"Los Estados Unidos Mexicanos (en lo sucesivo denominado México), por valor recibido, MEDIANTE EL PRESENTE promete pagar a \_\_\_\_\_ o titulares sucesivos registrados, la suma principal de \_\_\_\_\_, el día \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 19\_\_ A LA PRESENTACION Y EN-

## TREGA DE ESTE BONO."

Lo anterior no denota sino la unión permanente de una relación jurídica a un documento y la objetividad de esta realidad jurídica en el papel, -dice Tena - constituye lo que la doctrina ha llamado "incorporación".

Por lo que toca a la Legitimación que no es sino una consecuencia de la incorporación, también aparece lógicamente como una característica de los bonos emitidos por el Estado.

Con anterioridad la hemos definido como la facultad que tiene el poseedor regular de un título de crédito de exigir del suscriptor, el cumplimiento de la obligación consignada en el mismo, y la obligación del segundo de cumplir válidamente dicha obligación en favor del primero.

De acuerdo con este concepto el bono del Estado -- participa del mismo, ya que todo poseedor regular de uno de éstos tiene el derecho de exigir del Estado, el pago del dinero por principal e intereses consignado en el título, en un momento y lugar determinados. El Estado por su parte, tiene la obli-

gación de proceder de inmediato a la satisfacción del derecho ejercitado por el tenedor regular del título, liberándose con ésto de su obligación. -

La Literalidad de los títulos de crédito es otra característica de la que también participa el bono emitido por el Estado, ya que el derecho de crédito consignado en el título será exigible en el alcance y medida en que se haya hecho constar.

Por último, el bono emitido por el Estado también participa de la Autonomía de los títulos de crédito, ya que los titulares sucesivos que se presenten en la vida de la emisión, adquirirán un derecho independiente, propio y distinto del que tenían o podrían tener los titulares anteriores.-

### 3.- CLASIFICACION

Siguiendo la clasificación general de los títulos de crédito ya estudiada en el Capítulo I, los bonos emitidos por el Estado son:

NOMINADOS.- Porque se encuentran reglamentados por un Decreto, que dá las bases al Ejecutivo para concertar empréstitos mediante emisiones de bonos, fi -

jando sus características y demás particularidades.

OBLIGACIONALES.- Porque su objeto principal es un derecho de crédito.

SERIALES.- Porque se crean en serie o en masa, representando fraccionariamente un crédito colectivo.

PRINCIPALES.- Porque tienen existencia propia sin requerir de otros títulos de crédito que los respalden.

NOMINATIVOS O AL PORTADOR.- Según su régimen de circulación, ya que en algunas emisiones se puede pactar que para su -- transmisión, requieren del endoso y registro del título por parte del emisor. En otras, puede pactarse que su circulación se legitime por la simple entrega del título.

CAUSALES.- Porque circulan ligados al - motivo determinante de su emisión y producen sus efectos con sujeción a la naturaleza del negocio jurídico del que na -

cieron.

DE INVERSION.- Porque son títulos que tienen una renta segura y estable.

PUBLICOS.- Porque son emitidos por el Estado.

Asimismo el bono emitido por el Estado puede ser clasificado, en razón de la zona geográfica de su colocación, en la forma siguiente:

INTERNOS.- Cuando la emisión de bonos del Estado se coloca en el mercado nacional de capitales.

EXTERNOS.- Cuando la emisión de bonos del Estado se coloca en el mercado extranjero de capitales.

Una última clasificación de los bonos del Estado responde la moneda en que están representados, a saber:

INTERNOS.- Cuando la moneda de su denominación es la moneda del país emisor.

EXTERNOS.- Cuando la moneda de su denominación es extranjera.

El cotejamiento del bono emitido por el Estado con la Teoría General de los Títulos de Crédito nos -- lleva a concluir que éste es precisamente un título de crédito. Las clasificaciones que del mismo -- hacemos, sobre todo las dos últimas, nos llevan a delimitar de manera precisa el bono del Estado objeto de nuestro estudio: EL EMITIDO EN LOS MERCADOS DE CAPITALS INTERNACIONALES.

#### 4.- DIFERENCIAS ENTRE LA OBLIGACION MERCANTIL Y EL BONO DEL ESTADO.

Si bien las obligaciones que emiten las sociedades anónimas así como las que emiten o garantizan las instituciones de crédito por una parte, y los bonos emitidos por el Estado por otra parte, representan porciones fraccionarias de un crédito colectivo, no podemos asegurar que sean idénticos entre sí, ya -- que guardan ciertas diferencias específicas. Pasaremos a analizar las más importantes.

a) La primera diferencia la podemos establecer en -- razón de la naturaleza jurídica del negocio que les dá origen. Los más destacados tratadistas se han -- enfrascado en muy interesantes discusiones acerca --

de la naturaleza jurídica del negocio que dá origen a las emisiones de obligaciones por sociedades anónimas así como por instituciones de crédito, aceptándose que éstas pueden tener por base un préstamo, una compraventa e incluso, una operación de depósito. En cambio, la naturaleza jurídica del negocio que dá origen a una emisión de bonos por parte del Estado no es sino un empréstito.

Por empréstito debe entenderse "obligaciones que -- la Nación contrae mediante la emisión de títulos de la Deuda Pública, cualquiera que sea la forma que -- se emplee para hacer tal emisión.<sup>1</sup> "

b) Una segunda diferencia - que por lo demás es -- esencial - es la que se establece en función del su jeto creador del título. En efecto, las obligaciones, los bonos financieros y los bonos y cédulas - hipotecarias son emitidos o garantizados de acuerdo con nuestra legislación, por sociedades mercantiles; los bonos del Estado, en cambio, son emitidos por - el Gobierno Federal.

c) De esta nota distintiva se desprende automáticamente otra más, consistente en un régimen jurídico-

1 Enrique Martínez Sobral, Elementos de Hacienda - Pública, Pág. 277

distinto para la obligación mercantil y para el bono emitido por el Estado.

Por lo que se refiere a las obligaciones mercantiles, éstas se encuentran reguladas por las siguientes leyes:

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, que regula en su Capítulo V, del artículo 208 al -- 228, las emisiones de "obligaciones" por sociedades anónimas.

La Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares que regula en sus artículos 26, 29, 30, 31, 123bis y demás relativos, las emisiones de bonos financieros, y en sus artículos 34, 35, 36 37, 38, 123 y demás relativos, las emisiones de bonos hipotecarios y las garantías sobre emisiones de cédulas hipotecarias, Contiene además disposiciones de carácter general sobre la materia.

Asimismo, La Ley General de Sociedades Mercantiles - en su artículo 182, Fracción X, hace alusión a la - emisión de obligaciones por sociedades anónimas.

Ahora bien, todos los títulos de crédito consignados en los ordenamientos legales antes citados, son con-

siderados por la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito en su artículo 10, como cosas mercantiles y su emisión, expedición, endoso, aval o aceptación y las demás operaciones que en ellos se consignen, son actos de comercio.

De la misma manera, el Código de Comercio, en su artículo 75, Fracción IV, reputa actos de comercio a los títulos de crédito.

Por su parte, el acto de comercio ha sido considerado tradicionalmente como la piedra angular del Derecho Mercantil, pues su aparición determina la aplicabilidad de esta rama del derecho.

Si tomamos ésto en consideración así como que los ordenamientos mercantiles citados arriba son la fuente formal por excelencia del Derecho Mercantil, concluiremos que el régimen jurídico aplicable a las obligaciones mercantiles (obligaciones emitidas por sociedades anónimas, bonos financieros, bonos y cédulas hipotecarias) es el que establece el Derecho Mercantil, que a su vez, constituye una disciplina jurídica especial, perteneciente a la rama del Derecho Privado.

En forma más concreta y exacta se arriba a idéntica

conclusión si se toma en cuenta la definición que-  
de Derecho Mercantil dá Jorge Barrera Graf<sup>1</sup> en los  
términos siguientes: "Aquella rama de Derecho Pri-  
vado que regula los actos de comercio, la organiza-  
ción de las empresas, la actividad del comerciante  
individual y colectivo, y los negocios que recaigan  
sobre las cosas mercantiles."

Por lo que se refiere a bonos emitidos por el Esta-  
do, encuentran su fundamento en las siguientes dis-  
posiciones legales:

La Constitución Política de los Estados Unidos Me-  
xicanos que establece en su artículo 73, Fracción-  
VIII, la facultad del Congreso de la Unión para --  
"dar bases sobre las cuales el Ejecutivo pueda ce-  
lebrar empréstitos sobre el crédito de la Nación,-  
para aprobar esos mismos empréstitos, así como para  
reconocer y mandar pagar la Deuda Nacional."

Con fundamento en la anterior disposición constitu-  
cional, la expedición por parte del Congreso de la  
Unión de Decretos que dan bases al Ejecutivo para -  
celebrar empréstitos sobre el crédito de la Nación;  
mediante la emisión de bonos.

1 Citado por Roberto Mantilla Molina, Derecho Mer-  
cantil, Décima Edición, 1968, Pág. 22

Son precisamente estas leyes las que regulan de manera exclusiva las emisiones de bonos, estipulando su denominación, valor, monto total, plazo de amortización, destino de los fondos y demás características especiales.

Tanto la disposición constitucional citada, como los decretos expedidos por el Congreso de la Unión autorizando las emisiones de bonos, no estipulan sino una forma de actividad del Estado, es decir, una función estatal que es regulada por el Derecho Administrativo, disciplina jurídica especial perteneciente a la rama del Derecho Público.

Por lo expuesto, podemos advertir que las emisiones de bonos llevadas a cabo por el Estado no se encuentran reguladas por la legislación mercantil. Es en uso de su facultad soberana que el Estado prevee las formas en las que ha de cumplir con sus objetivos, y para tales fines puede gestionar un empréstito documentado por valores como uno de los recursos financieros con que éste cuenta, amparándose por una ley particular expedida a tal efecto y en donde se establecen de manera especial las características y lineamientos generales de los documentos representativos de dicho empréstito.

Esto no significa que el bono del Estado deje de considerarse como título de crédito. Lo que sucede es que el Estado recurre a aquél como una FORMA de documentar el adeudo contraído por la Nación, reconociendo que mediante éstos se obtiene la máxima - movilización de la riqueza aunado a un régimen de - sólida seguridad.

En las emisiones de bonos por parte del Estado, el negocio jurídico que dá origen al título de crédito es definitivamente un procedimiento administrativo, pero una vez que este negocio ha sido documentado mediante títulos de crédito, estos adquieren vida propia, considerándose como instrumentos - autónomos del acto o contrato que les dió origen. - Tales características esenciales se encuentran - consagradas por el Derecho Mercantil, disciplina - jurídica perteneciente a la rama del Derecho Privado.

d) Una diferencia más se puede establecer en razón de las garantías constituidas por el emisor a favor de los tenedores de bonos u obligaciones.

Por lo que respecta a las obligaciones emitidas por

sociedades anónimas, bonos financieros, bonos y cédulas hipotecarias, se encuentran garantizadas por créditos, títulos de crédito, hipotecas, prendas, fianzas y demás garantías especificadas de manera particular en los ordenamientos mercantiles que -- las regulan y que ya han sido citados para efectos anteriores.

Los bonos del Estado en cambio, no estipulan ninguna garantía específica. Antiguamente se llegaron a garantizar los bonos del Gobierno Mexicano mediante -- la afectación de impuestos, derechos u otros ingresos del Estado, pero en la actualidad se ha suspendido esta práctica.

Los diversos decretos que autorizan las emisiones -- de bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico han venido estipulando solamente que -- "los bonos constituirán obligaciones generales, directas e incondicionales de los Estados Unidos Mexi canos, de acuerdo con los términos de la respectiva <sup>1</sup> acta de emisión.

1 Decreto que señala las bases al Ejecutivo para celebrar empréstitos sobre el crédito de la Nación, mediante la emisión de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico, -- Fracción VII. Publicado en el Diario Oficial de la Federación, el 29 de diciembre de 1967. ----

e) Otra diferencia entre obligaciones mercantiles y bonos emitidos por el Estado se desprende en función de la ejecutividad de los títulos de crédito.

De acuerdo con nuestra legislación, las obligaciones mercantiles traen aparejada ejecución y se podrá por lo tanto requerir su pago mediante un juicio ejecutivo mercantil. Los bonos del Estado en cambio, no traen aparejada ejecución.

Estas son en resumen, las principales diferencias que podemos señalar entre las obligaciones mercantiles y el bono emitido por el Estado, constituyendo los matices secundarios de que habíamos hablado en anteriores ocasiones. No dejamos de insistir, empero, que ambos tipos de obligaciones convergen al concepto genérico que de "obligación" lato sensu hemos venido repitiendo, así como que la naturaleza jurídica de ambas no sufre distinción alguna, conservando su característica de ser títulos de crédito.

CAPITULO III

## 1.- LOS INGRESOS FEDERALES

Andrés Serra Rojas en su tratado de "Derecho Administrativo" dice que el "ingreso público es el dinero que reciben el Estado y los demás entes de derecho público, por diferentes conceptos legales. Toda recepción de numerario en las arcas del Estado debe considerarse como un ingreso, aunque no tenga el carácter de definitivo."

En efecto, el Estado busca mediante sus ingresos la forma de procurarse los recursos indispensables para atender los gastos que implica el sostenimiento de su organización y funcionamiento.

Los tratadistas de la materia,<sup>1</sup> han venido rebitiendo de manera sistemática que los ingresos del Estado pueden clasificarse en dos grupos: a) Ingresos Ordinarios; y b) Ingresos Extraordinarios.

"Los Ingresos Ordinarios", - dice Ernesto Flores Zavala<sup>2</sup>

- 1 Vease Andrés Serra Rojas, Derecho Administrativo, Tercera Edición, 1965. Ernesto Flores Zavala, Elementos de Finanzas Públicas Mexicanas, Undécima Edición, 1969. Gabino Fraga, Derecho Administrativo, Undécima Edición, 1966.
- 2 Elementos de Finanzas Públicas Mexicanas, Pag. 19

" son aquellos que se perciben regularmente, repitiéndose en cada ejercicio fiscal, y en un presupuesto bien establecido deben cubrir enteramente los gastos ordinarios. - Extraordinarios en cambio, son aquellos que se perciben sólo cuando circunstancias anormales, colocan al Estado frente a necesidades imprevistas que lo obligan a erogaciones extraordinarias."

Los ingresos ordinarios son:

- a) Los impuestos
- b) Los derechos
- c) Los productos
- d) Los aprovechamientos

Los ingresos extraordinarios son:

- a) Impuestos extraordinarios
- b) Derechos extraordinarios
- c) Contribuciones
- d) Empréstitos
- e) Emisión de moneda
- f) Expropiación
- g) Servicios personales

Nos permitiremos abrir un paréntesis en la exposición de nuestro Tema con el objeto de expresar nuestra inconfor-

midad con la clasificación de los ingresos del Estado -  
expuesta anteriormente.

Aceptamos en principio la posibilidad de usar un criterio de clasificación de los Ingresos del Estado pero dissentimos en el elemento diferenciador que los autores -  
utilizan para establecer la citada división. Ellos dicen que los Ingresos Ordinarios, como su nombre lo indica, -  
son aquellos que se perciben regularmente, repitiéndose en cada ejercicio fiscal; a diferencia de los Extraordi-  
narios, que se perciben solo cuando circunstancias anor-  
males colocan al Estado en situaciones imprevistas, obli-  
gándolo a erogaciones extraordinarias.

Nosotros consideramos erróneo este criterio diferencia-  
dor pues basta efectuar un estudio de la legislación co-  
rrespondiente así como conocer la realidad económica de  
nuestro país para darnos cuenta de que en ningún momento  
los empréstitos públicos y los financiamientos adiciona-  
les son recursos utilizados para situaciones imprevistas  
y anormales.  
1

En efecto, la Ley de Ingresos que se expide anualmente,-

- 1 El Lic. Miguel Acosta Romero insiste en lo anacrónico de esta división, exponiéndose en los párrafos subsiguientes su criterio al respecto. Entrevistas con el Lic. Acosta Romero, 8 de marzo de 1970.

ha venido sosteniendo desde hace mucho tiempo que en el ejercicio fiscal del año correspondiente, la Federación percibirá "los ingresos derivados de financiamientos tales como emisiones de bonos internos y externos, así como de financiamientos adicionales."<sup>1</sup>

Si la definición de ingresos ordinarios dice que son aquellos que se perciben regularmente, repitiéndose en cada ejercicio fiscal, el empréstito público así como los financiamientos adicionales son ingresos ordinarios y no extraordinarios como los hacen aparecer los citados autores.

Por si esto no bastara, debemos recordar que de acuerdo con el artículo 16, Fracción II, de la Ley de Secretarías y Departamentos de Estado en vigor, a la Secretaría de la Presidencia le corresponde "recabar los datos para elaborar el plan general del gasto público e inversiones del Poder Ejecutivo y los programas especiales que fije el Presidente." Al elaborar este programa general del gasto público, que como sabemos es anual, esta Secretaría señala los recursos con los que deberá solventarse dicho programa, autorizando al efecto la utilización de recursos -

1 Según se desprende la Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal de 1970, publicada el 30 de diciembre de 1969 en el Diario Oficial de la Federación

fiscales, CREDITO INTERNO Y CREDITO EXTERNO.

Que mejor prueba de premeditación en el señalamiento de recursos que son ordinarios, para cubrir necesidades previstas de antemano!

El maestro Serra Rojas <sup>1</sup> reconoce en páginas posteriores - que el empréstito se ha convertido en " una fuente normal de ingresos."

Creemos que la diferencia estriba no en la imprevisión ni en la anormalidad de las circunstancias que obligan a erogaciones extraordinarias, sino en el destino que se dá a los recursos.

Existen ingresos del Estado que son destinados a la liquidación de sus gastos ordinarios. A estos bien puede denominarseles Ingresos para Liquidación de Gastos Corrientes. Existen otros ingresos que son destinados para el financiamiento de obras de infraestructura que se requieren para el desarrollo económico del país. A estos bien puede denominarseles Ingresos para Financiamiento.

Dentro de estos Ingresos del Estado para Financiamiento - podemos considerar al empréstito como recurso eficaz al -

1 Derecho Administrativo, Tercera Edición, 1965, Pag. 753.

cual acude en forma normal y permanente el Estado.

## 2.- EL EMPRESTITO

La palabra empréstito viene del latín IN y PRAESTITUS, de PRAESTARE, prestar. En un sentido genérico significa el préstamo de dinero que se toma o se recibe. En su sentido restringido que es al mismo tiempo el usual, se refiere al préstamo que toma el Estado y las demás - instituciones públicas para atender a sus necesidades - intrínsecas.

Ya con anterioridad habíamos citado la definición que - Martínez Sobral<sup>1</sup> da sobre empréstitos en los siguientes términos: "Obligaciones que la Nación contrae mediante la emisión de Títulos de la Deuda Pública, cualquiera - que sea la forma que se emplee para hacer tal emisión."

Definición que no podemos tomar como exacta porque restringe los empréstitos solamente a aquellos que son documentados mediante títulos de la Deuda Pública, sin - mencionar las diferentes formas que pueden revestir los mismos, pero que viene a ser muy significativa porque - generalmente los empréstitos han sido documentados efectivamente mediante títulos de la Deuda Pública. Es éste el motivo que nos lleva a dedicarle el presente capítulo.

1 Elementos de Hacienda Pública, Pag. 277

### 3.- CLASIFICACION DEL EMPRESTITO

A continuación haremos un extracto de la clasificación de los empréstitos contenida en la obra del Lic. Marconi Osorio Granados<sup>1</sup>. De acuerdo con este autor, los empréstitos pueden clasificarse de la manera siguiente:

I. Por los documentos que lo representan:

a) Titulado.- El empréstito está representado por valores seriales.

b) No titulado.- El empréstito está representado por valores no seriales.

A su vez, los empréstitos titulados presentan las siguientes características:

1. Tipo de colocación.- Con base en la diferencia existente entre el tipo de colocación y el valor nominal que expresan los títulos, los empréstitos pueden ser a la par, o por - bajo la par.

A la par.- Se llama empréstito a la par, aquél por el cual el Estado se reconoce deudor de una suma igual a la recibida.

Bajo la par.- El Estado se reconoce deudor de una suma superior a la recibida.

1 Los Empréstitos Federales, Pag. 17 y siguientes.

En el primer caso los valores se colocarán a su valor nominal; en el segundo, a un precio inferior. Se hacen las emisiones por bajo la par cuando no conviene elevar la tasa de interés y se busca por otro medio, estimular a los posibles compradores.

## II. Por la forma de amortización:

a) No reembolsables o perpetuos.- El emprés tito de renta perpetua ~~es~~ aquél por el cual el Estado se obliga a pagar solo una renta o interés anual, sin la obligación de reembolsar nunca el capital que recibe en préstamo. Han desaparecido totalmente.

b) Reembolsables.- Son aquellos en que el capital se reintegra al acreedor. Existen varias formas de empréstitos reembolsables:

1. Por el plazo de amortización.- a corto plazo, a plazo medio y a largo plazo.

En los primeros, - a corto plazo - el vencimiento es a menos de un año y su finali-dad consiste en proporcionar fondos al go-bierno para exigencias momentáneas; se consideran como a plazo medio aquéllos cuyo -

financiamiento fluctúa entre uno y cinco años; por último, se clasifican como a largo plazo - los empréstitos con un vencimiento a un plazomayor de cinco años, aún cuando existe el criterio de considerarlos a largo plazo cuando su plazo sea mayor de 10 años.

2. En cuanto a la fecha de pago, pueden ser: en un solo pago a fecha fija; pagos periódicos en fechas determinadas o sin fechas fijas.

El primero puede referirse al capital únicamente, a los intereses, o bien en forma conjunta.- Los pagos periódicos igualmente, pueden comprender exclusivamente capital, intereses, o combinaciones de ambos. Los pagos a fecha indefinida se presentan cuando la amortización debe de hacerse a la exigencia del acreedor en cualquier momento, o mediante sorteos de títulos no sabiéndose cuales van a ser redimidos.

3. En cuanto a la forma en que se combinan el capital y los intereses en el pago, la amortización puede ser independiente o conjunta.

Será independiente cuando los pagos de capital e intereses se hagan en forma separada. Una variante consiste en pagar en forma periódica uni

camente los intereses, y al final del plazo convenido realizar la amortización del capital en un solo pago.

La amortización conjunta puede ser constante, creciente o decreciente.

En la primera, el Estado destina una cantidad fija a la amortización. En la segunda, el pago va aumentando periódicamente, ya sea porque los primeros sólo comprendan intereses, o porque la amortización de capital vaya creciendo. Por último, la amortización decreciente va disminuyendo debido a la menor participación que tienen en ella los intereses; esto se cumple cuando los intereses se pagan sobre saldos insolutos y la amortización de capital es una cantidad fija dentro de cada pago conjunto.

III. Por la moneda en que están representados:

- a) Internos.- En moneda del país deudor.
- b) Externos.- En moneda extranjera.

IV. Por su garantía:

- a) Específica.- Se gravan concretamente determinados ingresos y valores gubernamentales. -

Han caído en desuso.

b) General.- Forma actual de garantizar empréstitos. Se basa en la Ley, la confianza pública, el interés del Estado en cumplir - sus compromisos y, básicamente, por los ingresos totales del Estado.

V. Por su procedencia:

a) Internos.- Cuando el empréstito se obtiene en el mercado nacional de capitales.

b) Externos.- Cuando el empréstito se obtiene en el mercado internacional de capitales.

VI. Por sus efectos económicos:

a) Activo.- Cuando directamente aumenta la capacidad productiva de la comunidad, v.gr.: - obras de irrigación, energía eléctrica.

b) Pasivo.- Cuando indirectamente aumenta la capacidad productiva de la comunidad, v.gr.: - mejoramiento de servicios públicos.

c) Lastre.- Cuando no aumenta ni directa ni indirectamente el poder productivo de la comunidad, v.gr.: empréstitos para construir - monumentos, para proseguir una guerra.

Para efectos de nuestra tesis podemos aprovechar la ante-

rior clasificación para señalar que el empréstito extranjero documentado mediante bonos reviste las siguientes características:

Es un empréstito titulado, colocado generalmente por-bajo la par; los títulos que lo representan pueden ser nominativos o al portador; es reembolsable a largo pla-zo y mediante pagos periódicos que incluyen capital e intereses; los títulos son emitidos en moneda extranje-ra y contienen una garantía de carácter general; son co-locados en el extranjero y el crédito obtenido mediante su venta se aplica para obtener efectos activos en la vida económica de la Nación.

#### 4.- REGIMEN CONSTITUCIONAL DEL EMPRESTITO

El artículo 73, Fracción VIII de la Constitución, indi-ca que el Congreso tiene facultad: " Para dar bases so-bre las cuales el Ejecutivo pueda CELEBRAR EMPRESTITOS sobre el crédito de la Nación, para aprobar esos mismos empréstitos y para reconocer y mandar pagar la Deuda Na-cional. Ningún empréstito podrá celebrarse sino para la ejecución de obras que directamente produzcan un incre-mento en los ingresos públicos, salvo los que se reali-cen con propósitos de regulación monetaria, las opera -

ciones de conversión y los que se contraten durante alguna emergencia declarada por el Presidente de la República en los términos del artículo 29."

De lo anterior se desprende que solo el Congreso de la Unión puede autorizar al Ejecutivo para celebrar empréstitos sobre el crédito de la Nación, así como aprobarlos y reconocer y mandar pagar la Deuda Nacional y que, por otra parte, ningún empréstito puede celebrarse salvo las excepciones que establece el artículo que se analiza, sino para la ejecución de obras que directamente persigan un incremento en los ingresos públicos.

#### 5.- REGIMEN LEGAL DEL EMPRESTITO

a) La Ley de Secretarías y Departamentos de Estado en su artículo 6o., asigna de la competencia de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público los siguientes asuntos:

Fracción XI: "Intervenir en todas las operaciones en que se haga uso del Crédito Público;"

Fracción XII: "Manejar la Deuda Pública de la Federación y del Departamento del Distrito Federal;"

Fracción XIII: "Dirigir la política monetaria y crediticia."

b) La Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal de 1970, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 1969, señala en su artículo 10. que "en el ejercicio fiscal de 1970, la Federación percibirá los ingresos provenientes de los conceptos que a continuación se enumeran:"

XXII. INGRESOS DERIVADOS DE FINANCIAMIENTOS.

- 1.- Emisiones de bonos
  - A.- Internas
  - B.- Externas
- 2.- Otros financiamientos"

c) La Ley Orgánica del Presupuesto de Egresos de la Federación en su artículo 10. atribuye las funciones siguientes a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en materia de Presupuesto de Egresos:

VII. Examinar y autorizar los créditos en contra de la Federación.

Estos son las más revelantes disposiciones legales en materia de crédito público. Su importancia, empero, se ha acrecentado en forma tal que conocidos juristas y políticos han expresado la convicción de que es necesaria la -

Fracción XIII: "Dirigir la política monetaria y crediticia."

b) La Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal de 1970, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 1969, señala en su artículo 10. que "en el ejercicio fiscal de 1970, la Federación percibirá los ingresos provenientes de los conceptos que a continuación se enumeran:"

XXII. INGRESOS DERIVADOS DE FINANCIAMIENTOS.

1.- Emisiones de bonos

A.- Internas

B.- Externas

2.- Otros financiamientos"

c) La Ley Orgánica del Presupuesto de Egresos de la Federación en su artículo 10. atribuye las funciones siguientes a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en materia de Presupuesto de Egresos:

VII. Examinar y autorizar los créditos en contra de la Federación.

Estos son las más revelantes disposiciones legales en materia de crédito público. Su importancia, empero, se ha acrecentado en forma tal que conocidos juristas y políticos han expresado la convicción de que es necesaria la

expedición de una ley administrativa que regule la -  
 materia; inclusive pudiera proceder una reforma cons- -  
 titucional que entre otras cosas podría contener que -  
 "el Senado de la República, en sesión pública abierta, -  
 revise el otorgamiento de estos créditos <sup>1</sup> "provenien- -  
 tes del extranjero.

#### 6.- CONSECUENCIAS ECONOMICAS DEL EMPRESTITO

Ya señalabamos con anterioridad que los empréstitos han -  
 adquirido tal relevancia, que forman uno de los renglo- -  
 nes más importantes de los ingresos de la Federación, no -  
 como remedios extraordinarios o de auxilio, sino como una  
 fuente normal de ingresos.

Debido a la insuficiencia de capitales que padecen los -  
 países en vías de desarrollo, tienen que financiar su -  
 desenvolvimiento principalmente con créditos del exterior.  
 La prosecución del ritmo de desarrollo exige volúmenes de  
 financiamiento de tal magnitud, que constantemente se está  
 haciendo uso del crédito público.

En general, el destino que dá el gobierno a los créditos  
 contratados ya sea en el interior o en el exterior, per-  
 sigue la realización de inversiones que no pueden efectuar

1 Vease Andrés Serra Rojas, Op. Cit., Pag. 751

las empresas privadas por no ser lucrativas, por tener rendimientos a muy largo plazo, por exigir capitales - de tal manera cuantiosos que no pueden ser proporcionados por el sector privado, o bien, por significar inversiones en actividades de tal interés público que tengan que ser manejadas por el Estado.

Maurice Duverger<sup>1</sup> se pregunta: "Cuando debe recurrirse al empréstito en lugar de al impuesto?" para los clásicos la respuesta era sencilla: se debe recurrir siempre al impuesto, única forma normal de cubrir los gastos públicos; el recurso al empréstito debe quedar como excepcional. Solo se utilizará el empréstito cuando sea imposible obrar de otra forma, por ejemplo, en tiempos de guerra. Para los hacendistas modernos el empréstito no es más excepcional y anormal que el impuesto; - no hay "a priori" obstáculo alguno que impida recurrir a aquél. La utilización del empréstito queda condicionada únicamente por las posibilidades materiales y - cuando éstas concurren se plantean problemas de oportunidad."

1 Hacienda Pública, Pag. 120

CAPITULO IV

## 1.- LA VIEJA DEUDA EXTERIOR TITULADA

La contratación de créditos en el exterior documentados mediante emisiones de bonos, por parte del Gobierno de México, puede dividirse en dos grandes etapas. La primera encuentra sus inicios desde la época de la Independencia ya que por decreto de lo de mayo de 1823, se autorizó al Poder Ejecutivo para celebrar un empréstito de \$8.000,000.00 el cual fue concertado con la casa Goldschmidt y Cía., de Londres.

"La operación se realizó emitiendo en la plaza mencionada veinticuatro mil bonos al portador, con un interés del 5% anual pagaderos sin ninguna deducción. Como garantía se estableció hipoteca general sobre todas las rentas de la Nación y una afectación especial de la tercera parte de los productos de las aduanas marítimas de la República."<sup>1</sup>

A partir de entonces la deuda externa, documentada casi en su totalidad por bonos, pasa por una serie de vicisitudes que van desde moratorias a

1 La Vieja Deuda Exterior Titulada de México, Pag. 14

## 1.- LA VIEJA DEUDA EXTERIOR TITULADA

La contratación de créditos en el exterior documentados mediante emisiones de bonos, por parte del Gobierno de México, puede dividirse en dos grandes etapas. La primera encuentra sus inicios desde la época de la Independencia ya que por decreto de lo de mayo de 1823, se autorizó al Poder Ejecutivo para celebrar un empréstito de \$8.000,000.00 el cual fue concertado con la casa Goldschmidt y Cía., de Londres.

"La operación se realizó emitiendo en la plaza mencionada veinticuatro mil bonos al portador, con un interés del 5% anual pagaderos sin ninguna deducción. Como garantía se estableció hipoteca general sobre todas las rentas de la Nación y una afectación especial de la tercera parte de los productos de las aduanas marítimas de la República."<sup>1</sup>

A partir de entonces la deuda externa, documentada casi en su totalidad por bonos, pasa por una serie de vicisitudes que van desde moratorias a

1 La Vieja Deuda Exterior Titulada de México, Pag. 14

solicitudes de prórroga, obteniendo nuevos empréstitos para pagar otros, para cubrir déficits presupuestales y en general para tratar de salvar una economía muy quebrantada, concertando convenios las más de las veces ruinosos para el país. Esta época se prolonga hasta la Revolución de 1910.

La segunda etapa tiene lugar en este siglo y principia en 1963 con las "Emisiones de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico."

## 2.- LIQUIDACION DE LA VIEJA DEUDA EXTERIOR TITULADA

Como decíamos anteriormente, la vieja deuda exterior titulada se vió constantemente prorrogada en su pago debido al raquitismo económico de nuestro país. El peso de la misma cada vez se fue haciendo más sofocante aunándose a ésto la serie de disturbios que venían sucediéndose en el orden interno y que hicieron crisis con la Revolución Mexicana, produciendo todo ello la suspensión del servicio de la Deuda Pública Exterior. Esto aconteció el 12 de enero de 1914.

Inmediatamente se empezaron a sentir los efectos de-

esta medida ya que nuestros títulos registraron un descenso brusco en su cotización en las bolsas extranjeras, cerrandose para el país las fuentes externas de financiamiento por no haber mercado para nuevos valores mexicanos.

Esta circunstancia provocó la preocupación de nuestro Gobierno en el sentido de rehabilitar el crédito exterior lo que se manifiesta en las diversas tentativas de arreglo de las que a continuación hablaremos en forma somera.

En 1922 y en 1925 el Gobierno de México llegó a unos acuerdos con el Comité Internacional de Banqueros y con los representantes de los tenedores de obligaciones de Estados Unidos y Europa a fin de reanudar el servicio de la Deuda Pública, pero debido a continuas dificultades financieras los pagos previstos dentro de dichos acuerdos fueron suspendidos antes de 1930.

Posteriormente, el Comité Internacional de Banqueros y el Gobierno de México firmaron el Convenio del 5 de noviembre de 1942, en el cual se estipuló el ajuste para el pago de prácticamente toda -

la Deuda Exterior Titulada del Gobierno Federal, así como la de adeudos estatales, municipales y lo relativo a ciertas deudas de los Ferrocarriles Mexicanos que habían sido asumidas o garantizadas por el Gobierno Federal. El monto de la deuda reconocida en el Convenio alcanzó la suma de \$230.631,974.00 y el de los intereses atrasados la de \$278.884.248.00

Para tener derecho a los beneficios del Convenio de 1942 todos los bonos de las emisiones pendientes de pago fueron convocados a registro con agencias nombradas por México, medida tomada a fin de excluir los bonos detentados por ciudadanos o residentes de países en guerra con los Aliados durante la Segunda Guerra Mundial. Los tenedores de más del 99% de los bonos elegibles aprobaron los términos del Convenio. De acuerdo con sus términos, los tenedores de bonos obtuvieron el derecho a recibir aproximadamente el 20% del valor original de dichos bonos, mediante rescates anuales que habrían de terminar en 1968. Los intereses atrasados así como los corrientes serían liquidados en forma substancialmente reducida.

México cumplió todas sus obligaciones contraídas en el Convenio de 1942 y el 10. de julio de 1960 pagó anticipadamente todos los bonos pendientes que había

aprobado el Convenio, al precio establecido.

En el Convenio de 1942 se consignó el propósito del Gobierno de México de hacer una oferta para el arreglo de la Deuda Consolidada de los Ferrocarriles. - Esto se logró por Convenio de 20 de febrero de 1946 en virtud del cual, el Comité Internacional de Banqueros y nuestro Gobierno llegaron a un acuerdo para el pago de las obligaciones pendientes de los Ferrocarriles Nacionales de México. Estos bonos alcanzan la suma de \$233,112,385.00 a la que se agregaron los intereses atrasados, arrojando un monto total de \$324,491,966.00. Para ser beneficiario del Convenio de 1946 todos los tenedores de los bonos ferrocarrileros fueron obligados a seguir procedimientos de registro similares a los establecidos por el Convenio de 1942. Los tenedores de cerca del 99% de los bonos elegibles aprobaron los términos del Convenio de 1946.

Este Convenio ofreció dos opciones a los tenedores de bonos. Dentro del Plan "A" los bonos ferrocarrileros serían considerados como substancialmente iguales a los bonos comprendidos en el Convenio de 1942. Dentro del Plan "B" los bonos así acogidos no tendrían

derecho a intereses corrientes sino que se capitalizarían, de tal suerte que en lugar de que los tenedores obtuvieran una renta constante, el valor de los títulos aumentaría progresivamente partiendo de su precio reducido, hasta llegar al plazo de vencimiento a un valor de dólares reales equivalente al valor nominal original en dólares, de acuerdo con una tabla elaborada al efecto. El plazo máximo establecido para que el Gobierno redimiera la totalidad de estos títulos, vencería el 1.º de enero de 1975.

México ha cumplido todas las obligaciones vencidas a partir del Convenio de 1946. Bonos por valor total de \$66.659,213.00 eligieron el Plan "A" y el 1.º de julio de 1960 México pagó anticipadamente todos los bonos acogidos a este Plan, pendientes hasta esa fecha, según el precio establecido en el Convenio. Bonos por valor total de \$ 155.211,319.00 eligieron el Plan "B" y están siendo rescatados de acuerdo con el calendario de pagos del plan correspondiente.

Las únicas obligaciones de la Deuda Exterior Titulada, no cubiertas por el Gobierno Federal, respecto a las cuales no se ha llegado a ningún acuerdo de pago, consisten en ciertos bonos emitidos o garantizados durante el breve régimen anticonstitucional de -

Victoriano Huerta de 1913-1914. Gobiernos subse-  
cuentes no han reconocido la validez de tales -  
transacciones no habiendo sido incluidos los bo-  
nos respectivos en los Convenios de 1922 ni en -  
los Convenios posteriores de pago. El valor to -  
tal original de esos bonos es de \$7.525,000.00 -  
libras esterlinas.

CAPITULO V

## 1.- EMISIONES DE BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS PARA FOMENTO ECONOMICO

Como se observa de la lectura del Capítulo anterior, las vicisitudes por las que atravesaron los gobiernos post-revolucionarios para llegar a un arreglo con los acreedores extranjeros son altamente significativas, no escatimandose esfuerzo alguno para lograr acuerdos que fueran convenientes a los intereses del país.

La ardua tarea reiniciada por nuestros regímenes revolucionarios habría de fructificar más tarde con convenios como el de 1942 y 1946, ya mencionados anteriormente, permitiendo entre otros efectos, la recuperación paulatina del buen crédito externo. Por si no fuera suficiente, el Ejecutivo Federal a cargo del Lic. López Mateos ordenó la redención anticipada a partir del 1° de julio de 1960 de los bonos acogidos al Convenio de 1942 y al Plan "A" del Convenio de febrero de 1946, retirando del mercado títulos que constitúan un lastre para México.

Esta actitud no logró sino reforzar el crédito del país a un punto óptimo, abriéndose las fuentes de capitales externas que han venido utilizandose siempre dentro del marco de complementación de nuestros recursos internos,-

cuidando con especial atención el no rebasar nuestra capacidad de pago.

En estas circunstancias y tomando en cuenta que la -  
prosecución del ritmo de desenvolvimiento nacional -  
exigía volúmenes de financiamiento de tal magnitud,  
que en su obtención debían participar tanto el capi-  
tal inte. ro como el extranjero, el Gobierno Federal-  
decidió reingresar a los mercados de capitales inter-  
nacionales mediante emisiones de valores denominados  
"Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento-  
Económico."

En esta decisión es fácil asegurar que se tomaron en  
cuenta los siguientes motivos:

a) Las inversiones extranjeras se hacían  
necesarias para auxiliar la dinámica eco-  
nómica progresiva nacional.

b) Entre éstas, lógicamente se prefería-  
la inversión extranjera indirecta, es -  
decir, créditos internacionales, que se-  
adaptan mejor al financiamiento del desa-  
rrollo económico que las inversiones ex -  
tranjeras directas, las cuales persiguen-  
como finalidad última, no la de hacer -  
progresar al país, sino la de incrementar

sus ganancias.

c) Entre las diversas formas que adoptan los créditos internacionales, las emisiones de bonos tienen mayores ventajas que ninguna otra, al no toparse con restricciones en la disposición y objeto del crédito.

La iniciativa de Ley<sup>1</sup> que autorizó la emisión de bonos de fomento económico en 1965, señalaba en uno de sus párrafos lo que a continuación se transcribe:

"Se desea puntualizar que la política seguida en materia de créditos del exterior se ha apoyado en el principio de que los créditos exteriores solo constituyen un procedimiento para obtener recursos complementarios del ahorro interno, en la medida que permitan mantener el ritmo acelerado de nuestro desarrollo económico, ya que en las circunstancias actuales, resultan insuficientes los recursos internos, o sea que existe la conciencia de que el-

1. Iniciativa de Ley que autoriza la contratación de un empréstito constituido por Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico.

progreso económico del país, con raíces profundas y permanentes, sólo es posible lograrlo si se apoya en nuestra propia capacidad de ahorro."

## 2.- FUNDAMENTOS LEGALES

a) Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.- Las emisiones de bonos por parte del Gobierno Federal, como ya dejamos señalado en capítulos anteriores, no son sino una forma de documentar un empréstito y éste, también ya lo hemos mencionado, encuentra su fundamento constitucional en el artículo 73, Fracción VIII que a la letra dice: "Para dar bases sobre las cuales el Ejecutivo pueda celebrar empréstitos sobre el crédito de la Nación, para aprobar esos mismos empréstitos y para reconocer y mandar pagar la Deuda Nacional. Ningún empréstito podrá celebrarse sino para la ejecución de obras que directamente produzcan un incremento en los ingresos públicos, salvo los que se realicen con propósitos de regulación monetaria, las operaciones de conversión y los que se contraten durante alguna emergencia declarada por el Presidente de la República en los términos del artículo 29."

b) Decretos.- Con base en la disposición constitucional arriba transcrita, se expide por parte del Congreso de la Unión un decreto que señala las BASES AL EJECUTIVO PARA -

CELEBRAR EMPRESTITOS SOBRE EL CREDITO DE LA NACION, MEDIANTE LA EMISION DE BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS PARA FOMENTO ECONOMICO.

A la fecha se han expedido los siguientes:

i) Decreto del Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, autorizando al Poder Ejecutivo para efectuar emisiones de "Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico", publicado en el "Diario Oficial" de la Federación el 29 de diciembre de 1962.

ii) Decreto del Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, autorizando al Poder Ejecutivo para efectuar emisiones de "Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico", publicado en el "Diario Oficial" de la Federación el 13 de enero de 1965.

iii) Decreto del Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, autorizando al Poder Ejecutivo para efectuar emisiones de "Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico", publicado en el "Diario Oficial" de la Federación el 29 de diciembre de 1967.

iv) Decreto del Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, autorizando al Poder Ejecutivo para efectuar emisiones de "Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico", publicado en el "Diario Oficial" de la Federación el 18 de enero de 1969.

Cada uno de estos decretos ha autorizado cantidades por un equivalente hasta de un mil doscientos cincuenta millones de pesos, previendo la posibilidad de cubrir esta suma mediante varias emisiones que se distinguen entre sí por el año de su emisión y demás características que se les señalen, siendo puestas en circulación cuando el Ejecutivo Federal lo estima oportuno.

c) Acuerdos a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.- En cumplimiento de los diversos decretos expedidos por el Congreso de la Unión y con fundamento en los artículos 89, Fracción I de la Constitución y 6° de la Ley de Secretarías y Departamentos de Estado en vigor, el Presidente de la República tiene a bien expedir acuerdos a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para que ésta proceda a la ejecución del decreto respectivo "en la medida en que lo permitan las circunstancias de los mercados internacionales de dinero y capitales,-

formalizando con sujeción a él los arreglos y actos jurídicos que sean necesarios para la emisión de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico, en moneda extranjera" por una cantidad que no exceda de lo autorizado en el decreto.

Asimismo, se autoriza mediante este acuerdo a la misma-Secretaría "para tomar las decisiones, celebrar los actos y contratos y pactar las estipulaciones que sean necesarias para llevar a debido efecto", de acuerdo con los términos del decreto respectivo, la ejecución del mismo.

### 3.- GARANTIAS DE LOS BONOS

A diferencia de los títulos que documentaron la vieja deuda exterior de México, los Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico no estipulan la afectación de ningún impuesto, derecho u otro ingreso en garantía específica del empréstito concertado por el Gobierno Federal.

Los diversos decretos que dan las bases para que se concierten empréstitos mediante la emisión de estos bonos, solo llegan a estipular que "los Bonos constituirán obligaciones generales, directas e incondicionales de los Es

tados Unidos Mexicanos, de acuerdo con los términos de la respectiva acta de emisión o documentos contractuales respectivos."

Asimismo, en los documentos que exigen las legislaciones de los diversos países extranjeros donde se colocan las emisiones se copia el párrafo antes transcrito agregándose que "la entera fé y el crédito de la Nación quedarán comprometidos para el debido y puntual cumplimiento de los pagos y de las demás obligaciones contraídas al respecto."

Lo anterior viene a informarnos que los tenedores extranjeros de bonos mexicanos se atienen exclusivamente al buen crédito de México en los mercados de capitales internacionales, producto de su paz política, su estabilidad económica y su estricto cumplimiento de las obligaciones en materia de deuda pública.

Solo una garantía se ha venido otorgando por México en cada una de sus emisiones, que por lo demás tiene un carácter condicional y que es la llamada cláusula de garantía negativa (negative pledge clause). Esta cláusula es requerida por los suscriptores de la emisión a todos los gobiernos que deseen concurrir a los mercados de capita-

les internacionales.

En las emisiones de bonos colocadas en los Estados Unidos de America, la cláusula de garantía negativa se ha otorgado en los siguientes términos: "México conviene - que si en el futuro garantiza algún préstamo, deuda, - garantía o cualquier otra obligación actual o futura, - mediante prenda, caución o cualquier otro gravámen sobre sus ingresos o activos presentes o futuros, los bonos - compartirán en la misma medida y estarán asegurados ipso pacto por dicha prenda, caución o gravámen y los instrumentos donde se contengan estas garantías así lo deberán proveer."

En las emisiones de bonos colocadas en Alemania y Europa, la cláusula de garantía negativa fue redactada en - términos parecidos: "México se obliga, por la duración- del empréstito, y hasta su amortización total, a no - contraer ningún otro empréstito, deuda, garantía u otra obligación, mediante ninguna garantía prendaria u otro- gravámen sobre sus emolumentos o patrimonio, sin dejar- que los suscriptores de dicho empréstito participen al- mismo tiempo y en igual medida, en dicha garantía."

La finalidad de esta cláusula es la de evitar que el patrimonio del emisor, - en este caso el Gobierno Federal-

fuera menguándose por irse disponiendo de las garantías específicas, en perjuicio de los tenedores de los bonos que solo tienen a su favor una garantía de carácter general.

4.- NUMERO DE EMISIONES COLOCADAS A LA FECHA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES INTERNACIONALES

Hasta la fecha se han colocado doce emisiones de "Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico" en los mercados de capitales internacionales. De ellas, ocho han sido en los Estados Unidos de América, una en Estados Unidos y Europa, dos en Alemania y Europa y una en Suiza.

Las emisiones en los Estados Unidos de América han sido suscritas por dos firmas de reconocido prestigio mundial como son Kuhn Loeb and Co. y The First Boston Corporation; las emisiones en Alemania y Europa han sido colocadas por el Deutsche Bank Aktiengesellschaft, ocupante del primer lugar en colocación de bonos de emisores extranjeros en Europa y por el Dresdner Bank Aktiengesellschaft, segundo banco alemán; la emisión efectuada en Suiza fue suscrita por la Société de Banque Suisse, le Crédit Suisse y L'Union de Banques Suisses, principales instituciones bancarias de este país.

En el cuadro anexo, se contienen todas las emisiones de "Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico" mencionándose la fecha de su emisión, el importe, plazo de amortización, tasa de interés e institución acreditada.

#### 5.- DESTINO DEL PRODUCTO NETO DE LA EMISION

De conformidad con lo dispuesto en el ARTICULO PRIMERO, Fracción VIII, de los diversos decretos que dan bases al Ejecutivo para celebrar empréstitos mediante la emisión de "Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico" y que a la letra dice: "El producto de los empréstitos se destinará a la ejecución de obras vinculadas con programas de fomento económico, como energía eléctrica, transportes, carreteras, riego y otras que permitan un incremento en los ingresos públicos, así como a la conversión de deudas contraídas en el exterior, sin que pueda destinarse para la atención de gastos corrientes", los productos netos de las diversas emisiones de estos bonos han sido dispuestos en la forma siguiente:

EMISION	DESTINO
15 de julio de 1963	Expansión y mejoramiento de las instalaciones de la industria eléctrica.

- 1° de abril de 1964 Gastos requeridos para la compra de bienes de capital en conexión con proyectos de desarrollo económico, incluyendo los relacionados con la generación y distribución de la energía eléctrica, carreteras e irrigación.
- 1° de noviembre de 1964 Idem
- 1° de noviembre de 1965 Apoyo financiero a la Comisión Federal de Electricidad.
- 1° de julio de 1966 Redocumentación de pasivo de la Comisión Federal de Electricidad.
- 15 de noviembre de 1966 Gastos originados por la compra de equipo necesario para realización de proyectos económicos tales como: generación y distribución de energía eléctrica, carreteras e irrigación así como a redocumentación de pasivo de algunas deudas contraídas con Estados Unidos de

## América.

- 15 de abril de 1967 Apoyo financiero a la Comisión Federal de Electricidad.
- 1º de marzo de 1968 Pago a la Pan American Sulphur por compra de compañías azufre ras.
- 27 de mayo de 1968 Apoyo financiero a la Comisión Federal de Electricidad.
- 26 de septiembre de 1968 Apoyo financiero a la Comisión Federal de Electricidad.
- 12 de diciembre de 1968 Constitución de fideicomiso a favor de Caminos y Puentes Federales de Ingresos y Servicios Conexos para pago de obras ejecutadas y por ejecutar.

Como podrá observarse de lo anterior, estos empréstitos han sido utilizados para impulsar obras de infraestructura y en algunos casos para redocumentación de pasivo, - apegándose su destino en forma estricta a lo estipulado en los diversos decretos.

EMISIONES DE BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS PARA FOMENTO ECONOMICO

FECHA DE EMISION	IMPORTE (M.L.S. D.L.S.)	PLAZO DE AMORTIZACION	TASA DE INTERES	INSTITUCION ACREDITADA
15 de julio de 1963	15.0	3 años	6%	Gobierno Federal
15 de julio de 1963	25.0	15 años	6 3/4%	Gobierno Federal
1º de abril de 1964	25.0	15 años	6 1/2%	Gobierno Federal
1º de nov. de 1964	35.0	15 años	6 1/4%	Gobierno Federal
1º de nov. de 1965	27.5	15 años	6 1/2%	Gobierno Federal
1º de julio de 1966	15.0	15 años	6 7/8%	Gobierno Federal
15 de nov. de 1966	10.0	15 años	7 1/4%	Gobierno Federal
15 de abril de 1967	25.0	15 años	7%	Gobierno Federal
1º de marzo de 1968	35.0 <sup>#</sup>	5 años	7 1/4%	Gobierno Federal
27 de mayo de 1968	25.0 <sup>**</sup>	12 años	7%	Gobierno Federal
26 de sept. de 1968	11.0 <sup>***</sup>	15 años	6%	Gobierno Federal
12 de dic. de 1968	25.0	15 años	7%	Gobierno Federal

# Emisión en marcos alemanes: D.M. 100.000,000.00

\*\* Emisión en francos suizos: F.S. 50.000,000.00

\*\*\* Emisión en marcos alemanes: D.M. 100.000,000.00

CAPITULO VI

1.- SISTEMA DE COLOCACION OBSERVADO EN LAS EMISIONES DE BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS PARA FOMENTO ECONOMICO.

La colocación de los Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico en los mercados de capitales internacionales se lleva a cabo con instituciones bancarias de reconocido prestigio ya mencionadas anteriormente.

El sistema observado en nuestras emisiones ha sido el de negociarlas con agrupaciones de bancos a los que se les denomina Sindicatos. Por regla general el banco que inicia las gestiones, asume el cargo de gerente del sindicato, corriendo bajo su responsabilidad todas las negociaciones con el país emisor en cuestión.

Los sindicatos bancarios se integran principalmente por dos razones:

- a) Para diversificar el riesgo de la compra de la emisión.-La asociación de varios colocadores es necesaria, puesto que en el negocio de colocaciones el riesgo pueda ser grande. Por más elevada que parezca la comisión en cifras absolutas, que perciba el colocador - ya que el monto total de las emi-

siones siempre es considerable, - debe recordarse que el colocador se compromete con el emisor a comprarle los títulos a un precio determinado por lo que si el mercado no reacciona en la forma prevista, puede resentir pérdidas cuantiosas o congelar sus recursos por tiempo indefinido al mantener dichos valores en inventario.

b) Para establecer un mercado más sano al valor emitido.- Es obvio que mientras mayor sea el número de colocadores, más rápida y ampliamente se distribuirán los valores. Esta amplitud y rapidez les convienen tanto al país emisor como al colocador. Al país emisor porque, si bien obtiene los fondos de inmediato en la fecha estipulada en el contrato de compra de bonos-vendan los colocadores la totalidad de la emisión o no la vendan - si puede lograr que se estipule una fecha más próxima, consiguiendo los fondos más oportunamente. Asimismo, los dueños pueden obtener una mayor diseminación de los bonos separando proporcionalmente la

propiedad de la administración. Al lograrse esta dispersión, lo más probable es que los bonos sigan una tendencia ordenada al alza con la cual el país emisor podrá realizar futuras emisiones en términos más favorables, ya que en última instancia los inversionistas satisfechos con los títulos serán los que estén dispuestos a proporcionarle los recursos que requiera por medio de la compra de emisiones futuras.

Al colocador le interesa asociarse en sindicato, porque como hemos visto, su función no sólo estriba en desprenderse de la compra realizada, sino en establecer un mercado ordenado de los bonos que coloca para que los inversionistas estén satisfechos con su inversión y sean clientes potenciales para la compra de nuevas emisiones. La amplia dispersión de los tenedores de los bonos facilita a los colocadores su tarea de estabilización del mercado. Por lo tanto, es en esta tarea de "hacer mercado" en donde los colocadores cimientan su prestigio. Por otra parte, este sistema asegura al Estado, una colocación total, rápida y cómoda del empréstito.

Con el objeto de ampliar aún más la distribución de los-

bonos, el sindicato invita a un grupo de agentes o corredores a participar en el negocio. De interesarse, estos agentes indican al sindicato la cantidad de bonos que ellos consideran factible colocar entre su clientela. Pueden comprar al sindicato el lote que solicitan con el entendimiento de que si no logran vender la totalidad, el sindicato les recompensa el faltante, o simplemente ellos mismos compran los valores que no hayan vendido dentro de un cierto lapso estipulado. En virtud de que estos vendedores no asumen el mismo riesgo del sindicato, el descuento al que compran los valores, esto es, la comisión que devengan, es menor que la que perciben los miembros del sindicato.

Es pues, este sistema de colocación, el que se ha venido observando en nuestras emisiones de bonos con las consiguientes ventajas ya citadas de rapidez, difusión, comodidad y seguridad para nuestros títulos.

Estos documentos generalmente no quedan en cartera, sino que circulan en el mercado de capitales y su negociación se lleva a cabo con la intervención de bolsas de valores.

Es un hecho que en el mercado de capitales, la menor liquidez les corresponde a los valores a largo plazo; es-

tos se mueven muy lentamente lo que trae consigo que el inversionista no los demande como títulos de inversión, más aún si éstos son emitidos por un gobierno extranjero lo que implica riesgos extraordinarios. Para aminorar estos inconvenientes, se utilizan las bolsas de valores que imprimen una mayor rapidez al movimiento de los valores, aumentando su liquidez y creándoles un mercado más activo. En el caso de gobiernos extranjeros -- como es el caso nuestro -- la inscripción de los valores en bolsa trae ventajas adicionales, entre las que resalta la cimentación de sus créditos, aumentando el prestigio internacional de los mismos en todos los órdenes. -- Además, permite a los títulos fluctuar en el mercado -- lo que por una parte sirve de termómetro para conocer el crédito del país y por otra, para estimular al inversionista que recibe un mayor rendimiento al adquirir el título por abajo de su valor nominal. Además, permite al emisor redimir la deuda a un precio más barato, al comprar los títulos para amortización en estas bolsas de valores a su precio de cotización, que generalmente es más bajo que su valor nominal.

Nuestros bonos se encuentran registrados en las bolsas de New York, Frankfurt y Basilea, Zurich, Berna, Lausana y Ginebra, con motivo de las emisiones de bonos lle-

vadas a cabo en los Estados Unidos de América, Alemania y Suiza, respectivamente.

## 2.- COLOCACION PRIVADA DE LOS BONOS

El sistema de colocación explicado anteriormente, se observa para el procedimiento de venta de valores mediante oferta pública negociada. Sin embargo, existe otro procedimiento de colocación que recibe el nombre de venta privada de valores y que fué utilizado para la emisión de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos - para Fomento Económico llevada a cabo en el mercado norteamericano el 1° de marzo de 1968. Con este motivo, consideramos conveniente mencionar en esta tesis, las principales características que reviste este sistema así como sus ventajas inherentes.

La venta privada de valores tiene la particularidad de que el emisor vende sus títulos en forma directa a los inversionistas interesados en la adquisición de valores. A diferencia del sistema explicado anteriormente, en éste no existen sindicatos bancarios que con carácter de suscriptores intervengan en la compra de los valores para que sean revendidos posteriormente por estos últimos, con el objeto de obtener una ganancia en la intermediación.

La costumbre es que el emisor sea asistido en la operación financiera por alguna casa de inversión sin que esto sea un requisito legal, pudiéndose identificar esta asistencia con el papel que juega un simple-agente en la colocación de los valores.

Las principales características de una venta privada de valores son las siguientes:

- a) El número de posibles compradores es limitado.
- b) Los compradores adquieren estos valores en forma de inversión y no con el propósito de revender el papel adquirido.

Además, en el caso de nuestra emisión de bonos en Estados Unidos de América, la emisión no estuvo sujeta a registro por parte de la Securities and Exchange Commission, que sanciona todas las ofertas públicas de emisiones de bonos, por considerar que el tipo de inversionistas que compran la emisión privada de bonos está perfectamente informado del tipo de valor que adquiere.

En resumen, puede decirse que la venta privada de una emisión de bonos es aquella oferta de valores hecha por un ente emisor con la asistencia voluntaria de un agente, para colocarlos con instituciones de inversión in-

formados del mercado y que por las características de la emisión se reducen a un número limitado, teniendo como finalidad principal la adquisición de estos valores la de inversión en los mismos, y no su reventa con propósitos de lucro en su intermediación.

Las principales ventajas de una venta privada de valores son las siguientes:

- a) Rapidez y flexibilidad.
- b) Ahorros en el costo del financiamiento ya que no se pagan comisiones por suscripción (underwriting) ni por registro en bolsas, así como tampoco avisos o publicaciones a los tenedores de bonos.

La única desventaja apreciable en estas emisiones es que con relación a su amortización no se pueden favorecer de las ventajas que proporciona en las ventas públicas el sistema de "fondo de amortización" que funciona en relación directa con el mercado público de valores (ver en este mismo Capítulo el Título 5).

### 3.- EL INTERES DE LOS BONOS

En los mercados de capitales internacionales, el entusiasmo de los inversionistas por las inversiones a lar

go plazo está determinado por el interés o beneficio que éstas puedan reportarles. El problema del tipo de interés es esencialmente un problema económico ya que, en definitiva, lo que decide el tipo de interés de un empréstito, es el tipo aplicado en el mercado de capitales en el momento de la emisión.

Las dificultades que se le presentan al Estado respecto de la tasa de interés que deberá ofrecer en el mercado extranjero son por lo tanto muy graves, ya que deberá ofrecer un rédito estimulante para el inversionista que no solamente se compare con el que pueden ofrecerle otros tipos de inversiones sino que sea lo suficientemente sugestivo que elimine o atenué la suspicacia natural que puede provocar la inversión en títulos de gobiernos extranjeros. Deberá considerarse además, por parte del Estado, la época oportuna para concurrir al mercado de capitales, pues en ocasiones las tasas imperantes aumentan o disminuyen, según la oferta y la demanda que exista de los mismos.

La situación se agrava más cuando el gobierno emisor es extranjero, que es el caso que nos interesa, ya que éste no puede influir en el mercado de capitales donde se colocará la emisión para bajar las tasas de interés o para demandar una actitud patriótica que podría subsanar el ofrecimiento de un pobre rédito.

Por lo que respecta a nuestras emisiones de bonos se puede advertir, tomando en cuenta los anteriores problemas, que han sido negociadas en una forma eficaz por nuestras autoridades financieras. Las primeras seis emisiones efectuadas entre 1963 y 1966 en Estados Unidos de América se negociaron a una tasa promedio de 6.33% anual, advirtiéndose que las condiciones en que se colocó la última de ellas fueron mejores en relación con la primera. Las subsiguientes emisiones fueron negociadas a tasas no mayores de 7.25% anual, habiéndose ofrecido todavía en 1968 la emisión en Suiza a una tasa del 6% anual, en condiciones de negociación óptimas. Todas ellas han tenido una estupenda recepción por parte de los inversionistas extranjeros.

Que es lo que ha permitido a nuestro gobierno poder ofrecer emisiones de bonos en condiciones ventajosas para el mismo?

Una de las razones ha sido decididamente haber concurrido al mercado más adecuado en el momento de la emisión, aprovechando dinero barato existente en el exterior. -- Otra razón más es el prestigio internacional de México como sujeto de crédito y como país de reconocida estabilidad política y alto crecimiento económico. Esto ha permitido que el inversionista no se muestre reticente a comprar nuestros valores, sino que, pudiendo colocar su-

dinero en valores nacionales con una ganancia más o menos parecida a la ofrecida por nuestros títulos, - han decidido invertir sus fortunas en estos últimos demostrando su confianza en nuestro país.

#### 4.- EMISIONES BAJO LA PAR

Existe otra razón de carácter técnico en materia financiera, más tangible, más real que las anteriores - y que manejada por los suscriptores de la emisión - influye decisivamente en que nuestros bonos sean solicitados por los inversionistas extranjeros. Esta es - la manipulación indirecta del tipo de interés mediante la colocación de emisiones por debajo de la par.

En nuestro Capítulo III, señalábamos que un empréstito por su tipo de colocación puede clasificarse en empréstito a la par y bajo la par, entendiéndose por el primero, aquel por el cual el Estado se reconoce deudor de una suma igual a la recibida; y por el segundo, aquel por el cual el Estado se reconoce deudor de una suma superior a la recibida.

En efecto, se dice que una emisión es realizada a la - par cuando la suma que el Estado se obliga a reembolsar, cantidad sobre la que se calculan los intereses, es igual a la suma pagada realmente por el suscriptor. Sin embar-

go, el Estado recurre generalmente al procedimiento de las emisiones por debajo de la par. El valor nominal es la cantidad sobre la que serán computados los intereses y las amortizaciones, pero el emisor recibirá -- del suscriptor una suma menor.

El método de la emisión por debajo de la par trae un resultado importante; entrañar un tipo de interés real superior al tipo de interés aparente, es decir, que el valor produce un rendimiento más alto que el aparentemente estipulado en el mismo.

El motivo principal de la emisión por debajo de la par es precisamente la de ofrecer un mayor rendimiento del valor al inversionista, evitando así la aparición de una tasa de interés elevada que iría en detrimento del prestigio del país emisor.

Hemos señalado anteriormente que por su propia naturaleza los bonos emitidos por el gobierno, están rodeados de cierta desconfianza. Además, se ha mencionado que en multitud de ocasiones se está concurriendo a un mercado extranjero, ofreciendo una tasa de interés igual o menor que la ofrecida por otros títulos de inversión.

Estas dos circunstancias se coluden para constituir un

difficil obstáculo en el éxito de una emisión de bonos por parte de un gobierno extranjero pudiéndose superar por dos caminos:

a) Emitir sus títulos otorgando un tipo de interés superior al del mercado, lo que trae como consecuencia no sólo el abierto-reconocimiento de las circunstancias antes mencionadas, sino también su agravamiento.

b) Emitir sus títulos por debajo de su valor nominal, lo que permite disipar las multicitadas circunstancias, ya que el tipo de interés de la emisión será igual al tipo normal del mercado, lo que producirá buen efecto sobre la opinión.

En el caso de nuestras emisiones se ha seguido el sistema de colocación bajo la par, observandose en todas una discreta diferencia entre su valor nominal y su precio de colocación.

##### 5.- AMORTIZACION DE LOS BONOS

El sistema de amortización de la deuda usado en nuestras emisiones de bonos ha consistido en la constitución de -

un "fondo de amortización" a favor del cual se van efectuando reembolsos anuales en algunos casos o semestrales en otros, iguales y sucesivos, por concepto de capital e intereses, hasta completar el monto total del empréstito en la fecha justa de extinción de la vida de los títulos, quedando éstos totalmente liquidados.

La ventaja de este sistema consiste en lo siguiente:

México puede efectuar sus reembolsos periódicos a favor del fondo de amortización, mediante dinero en efectivo o mediante bonos que amparen de acuerdo con su valor nominal, la cantidad exacta por concepto de reembolso. Si se toma en cuenta que los bonos circulan en el mercado abierto sujeto a las fluctuaciones del mercado, México puede aprovechar esta situación para comprarlos por debajo de la par, ahorrándose la diferencia entre lo pagado por los títulos y el valor nominal de los mismos.

Para tal efecto, México ha nombrado en todas sus emisiones a los suscriptores de la emisión, para que a su nombre lo representen en la amortización de la deuda, comprando los bonos en el momento más adecuado del mercado.

#### 6.- CONSECUENCIAS POLITICAS Y ECONOMICAS

La mención de los mercados de capitales a los cuales ha concurrido México para la colocación de sus bonos hace-

resaltar la importancia del capital estadounidense en el financiamiento externo del Gobierno Federal; importancia debida principalmente a que ese país se ha convertido en el máximo exportador de capitales.

Sin embargo, es muy significativo que México haya realizado sus tres últimas emisiones en Europa, específicamente en Suiza y Alemania, teniendo una aceptación inusitada que ha repercutido favorablemente en el crédito de nuestro país.

La oportunidad de concurrir a estos mercados, es el resultado de una correcta política económica observada por el Estado y que ha culminado en logros que son mejor enunciados en el párrafo que se transcribe y que constan en la Exposición de Motivos de la última iniciativa de Decreto que dá bases al Ejecutivo para emitir Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico:

"La amplia aceptación que han tenido estas emisiones en los mercados internacionales, ha sido el resultado del buen crédito de México, producto de su estabilidad política, del dinamismo de su economía, del estricto cumplimiento de sus obligaciones tanto internas como externas, así como de la cuidadosa selección de los mercados a los que se acude."

Por otra parte, el producto neto de estas emisiones de bonos ha sido destinado, como hemos visto anteriormente, a la realización de obras públicas básicas así como a obras autorecuperables, que se requieren para el desarrollo económico del país; en otras palabras, estos empréstitos se han destinado a crear la llamada infraestructura económica.

Las emisiones de estos bonos en el exterior no se han llevado a cabo en forma improvisada con el único objeto de captar recursos externos, sino que son el resultado de una política aplicada por los regímenes revolucionarios, que ha logrado el acceso que ahora tiene México en los mercados de valores internacionales.

Además, la política seguida en materia de créditos del exterior, se basa en el principio de que los créditos exteriores, solo deben ser utilizados para obtener recursos complementarios del ahorro interno, que permitan mantener el ritmo acelerado de nuestro desarrollo económico.

En las emisiones de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico se ha seguido la política de que el plazo sea lo suficientemente amplio, para que las actividades económicas en que se inviertan sus pro

ductos permitan generar los recursos necesarios para el pago de las obligaciones. Asimismo, se ha vigilado que las obras financiadas con el producto de estas emisiones, sean de carácter productivo. Es decir, a diferencia de otras épocas, los recursos no se dedican ahora a actividades de tipo suntuario sino a obras vinculadas con nuestro desarrollo económico.

Otro aspecto muy importante es que para estos bonos no se han constituido gravámenes específicos sobre determinados ingresos, como generalmente ocurría en tiempos pasados, sino que la garantía es de tipo muy general que refleja la confianza que tienen los adquirentes de los bonos en la solidez de nuestras finanzas.

A través de nuestra tesis hemos venido señalando la naturaleza y resaltando las más importantes características y modalidades de las emisiones de bonos por parte del Gobierno Federal, con el objeto de proporcionar los elementos de juicio suficientes para distinguir las grandes ventajas que revisten las mismas. Con el propósito de sintetizarlas, trataremos de citar las principales ventajas a continuación:

- a) El empréstito como un recurso financiero del Estado y que en el caso que nos ocupa -

se documenta mediante bonos, sirve en la actualidad para colaborar intensamente en el desarrollo económico del país.

b) Desde el punto de vista del particular, - el empréstito es preferible al impuesto como recurso financiero del Estado. El impuesto - es obligatorio; el empréstito en cambio es - voluntario y otorga una contrapartida que es el interés.

c) Las emisiones de bonos que documentan el empréstito son colocadas en los mercados de capitales internacionales captando el ahorro de inversionistas extranjeros, lo que significa que la carga que representa la utilización de grandes volúmenes de dinero para obras de financiamiento en nuestro país, sea soportada por el mercado extranjero de capitales; en otras palabras, no existe ninguna -- exacción de cantidades de la renta nacional, ya que nuestros particulares siguen utilizando su poder de compra sin verse afectados, porque el gasto público está siendo financiado con recursos externos.

d) Estas emisiones de bonos no constituyen un peso excesivo para la Nación, pues se ha logrado que sus plazos de amortización sean lo suficientemente amplios para que las actividades económicas en que se inviertan sus productos, permitan generar los recursos necesarios para el pago oportuno de los mismos.

e) Una ventaja muy importante la constituye la libertad que tiene el emisor de decidir el destino del empréstito obtenido mediante la emisión de bonos. En el caso de empréstitos otorgados por instituciones internacionales de crédito como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, aquellos deben ser destinados forzosamente a ciertos renglones específicos, existiendo inclusive supervisión de estos organismos para que se apliquen a los campos para los que fueron solicitados. En -- las emisiones de bonos, en cambio, el producto neto de la emisión se le entrega a -- nuestro país libre de restricciones, para que éste a su vez los aplique con toda li-

bertad a aquellos programas de desarrollo económico que prefiera y en los momentos en que se considere oportuno.

f) Asimismo, el empréstito producto de una emisión de bonos no está sujeto a que su importe parcial sea destinado a la obtención de equipos o servicios del país otorgante del crédito. En cambio, los préstamos provenientes de los organismos internacionales de crédito antes citados, tienen la característica de ser "atados", lo que significa que un importe parcial considerable del préstamo nunca venga a México ya que debe utilizarse en la compra de bienes y servicios extranjeros.

Para finalizar, podemos decir que la utilización de emisiones de bonos por parte del Gobierno Federal en los mercados de capitales internacionales, es una práctica que siguen los países del mundo que han adquirido una madurez financiera, un desarrollo económico suficientemente consolidado y una estabilidad política y social.

La circunstancia de que se permita a México la concurrencia a estos mercados de capitales internacionales, es un signo definitivamente positivo de la confianza

que se tiene a nuestro país en el exterior y la madurez que ha alcanzado en el mundo de las finanzas como sujeto a crédito.

## C O N C L U S I O N E S

A través de nuestro estudio hemos venido aportando nuestras conclusiones, por lo que en esta última parte solo pretendemos recapitular, destacando los puntos de mayor importancia.

1.- Una consideración jurídica de las emisiones de bonos por parte del Gobierno Federal en los mercados de capitales internacionales, con intenciones de globalidad, requiere que se desglose en dos partes. Una de ellas debe estudiar la naturaleza y características del acto realizado por el Gobierno Federal para procurarse recursos del extranjero necesarios como complemento de sus recursos internos, para la continuidad de su desarrollo económico. Con este motivo, debe analizarse el empréstito considerado como el préstamo que toma el Estado y las demás instituciones públicas para atender a sus necesidades intrínsecas.

El empréstito forma uno de los renglones más importantes de los ingresos de la Federación, no como un remedio extraordinario o de auxilio, sino como una fuente normal de ingresos. Para los hacendistas mo-

dernos el empréstito no reviste un carácter excepcional y anormal, máxime que la prosecución del ritmo de desarrollo exige volúmenes de financiamiento de colosales magnitudes.

Puede afirmarse que el empréstito es un poderoso recurso de la inversión pública que contribuye a elevar el nivel de vida de la población; dar ocupación a la creciente fuerza de trabajo, ampliar el mercado nacional, conseguir el desenvolvimiento económico de las distintas regiones del país, fortalecer la balanza de pagos y acelerar el progreso económico y social de nuestro país.

2.- La otra parte que debe ser estudiada para obtener una panorámica jurídica de las emisiones de bonos por parte del Gobierno Federal en los mercados de capitales internacionales, es la forma de documentar el adeudo contraído por la Nación. Sobre el particular debemos decir que el empréstito obtenido por Estado se documenta en este caso mediante papeles denominados bonos, que vienen a ser por lo que respecta a su naturaleza jurídica verdaderos títulos de crédito. La utilización por parte del Estado de un título de crédito como es el bono, para documentar un empréstito concer

tado en el extranjero, responde a que éste es un mecanismo usual contemporáneo utilizado en la vida comercial nacional e internacional, con el propósito de obtener y canalizar grandes masas de capital.

No debe intentarse encontrar la regulación jurídica de estos bonos que documentan empréstitos - externos del Estado en nuestros ordenamientos - mercantiles, porque el Estado en uso de su facultad soberana puede gestionar un empréstito documentado por valores, como uno de los recursos financieros con que cuenta, amparándose a tal efecto por una ley expedida para el caso y en donde se establecen de manera especial las características y lineamientos generales de los documentos representativos de dicho empréstito.

Se insiste, sin embargo, que lo anterior no significa que el bono del Estado deje de considerarse - desde un punto de vista doctrinario como un título de crédito. Lo que sucede es que el Estado recurre a él como una forma de documentar el adeudo contraído por la Nación, reconociendo que mediante éstos se obtiene la máxima movilización de la riqueza aunado

a un régimen de sólida seguridad.

3.- La emisión de bonos por parte del Gobierno Federal en los mercados de capitales internacionales es una de las formas más aconsejables para que México obtenga los recursos financieros del exterior, complementarios del ahorro interno, indispensables para acelerar su desarrollo económico.

Esta afirmación se basa en que las emisiones externas de bonos se consideran como inversiones extrangeras indirectas, es decir, como créditos internacionales, los cuales se adaptan mejor al financiamiento del desarrollo económico que las inversiones extranjeras directas, las cuales persiguen como finalidad última la de maximizar sus ganancias.

Además, porque estas emisiones de bonos no se traducen en un peso excesivo para la Nación ya que por sus características propias, los plazos de amortización son lo suficientemente amplios para que las actividades económicas en que se invierten sus productos, permitan generar los recursos necesarios para el pago oportuno de los mismos.

4.- Una de las ventajas más importantes de las emi

siones de bonos, viene a ser la libertad que tiene el emisor de decidir el destino de sus productos netos. En un estudio comparativo con los créditos-provenientes de instituciones internacionales de crédito como el Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo, se puede observar como estos créditos otorgados a diferentes países entre los que se encuentra el nuestro, deben ser destinados forzosamente a ciertos programas de desarrollo específicos, supervisando inclusive los organismos mencionados la aplicación correcta de los créditos. - Además, una gran porción del crédito se exige que sea utilizada en la compra de bienes y servicios - extranjeros lo que les dá la tan conocida característica de ser préstamos "atados". En las emisiones de bonos, en cambio, el producto neto de las mismas se le entrega al país emisor, libre de toda restricción, para que éste a su vez lo destine a aquellos programas de desarrollo económico que prefera y en los momentos en que considere oportunos.

5.- Las emisiones de bonos del Gobierno Federal, colocadas en los mercados de capitales internacionales captan el ahorro de inversionistas extranjeros, lo que significa que la carga que representa la uti

lización de grandes volúmenes de dinero para obras de financiamiento en nuestro país, sea soportada por el mercado extranjero de capitales; en otras palabras, no existe ninguna exacción de cantidades de la renta nacional, ya que nuestros particulares siguen utilizando su poder de compra sin verse afectados, porque el gasto público está siendo financiado con recursos externos.

6.- Las colocaciones de nuestros valores en el extranjero han sido negociadas con casas de inversión prestigiosas, las cuales han procurado obtener las mejores condiciones de financiamiento para México.- Además, a partir de las emisiones de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico, no se han otorgado garantías específicas que afecten algún impuesto, derecho u otro ingreso del Estado Mexicano a favor de estos empréstitos, lo que significa que los inversionistas extranjeros se atienen en la compra de nuestros valores exclusivamente al buen crédito de México en los mercados de capitales internacionales, producto de su paz política, su estabilidad económica y su estricto cumplimiento de las obligaciones en materia de deuda pública.

7.- El producto neto de las emisiones de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico, ha sido destinado a la realización de obras públicas básicas, así como a obras autorecuperables que se requieren para el desarrollo económico del país; en otras palabras, estos empréstitos, se han destinado a crear la llamada infraestructura económica.

8.- La política seguida por México en materia de créditos del exterior, entre los que se encuentran las emisiones de bonos, se basa en el principio de que aquellos sólo deben ser utilizados dentro del marco de complementación de nuestros recursos internos cuidando con especial atención el no rebasar nuestra capacidad de pago.

9.- Para finalizar, podemos decir que la utilización de emisiones de bonos por parte del Gobierno Federal en los mercados de capitales internacionales, es una práctica que siguen los países del mundo que han adquirido una madurez financiera, un desarrollo económico suficientemente consolidado y una estabilidad política y social.

La circunstancia de que se permita a México la con

currencia a estos mercados de capitales internacionales, es un signo definitivamente positivo - de la confianza que se tiene a nuestro país en el exterior y la madurez que ha alcanzado en el mundo de las finanzas, logradas gracias al esfuerzo desarrollado por todos los sectores participantes de nuestra vida económica, y de todos y cada uno de los mexicanos.

## B I B L I O G R A F I A

- Ascarelli, Tulio.- Teoría General de los Títulos de -  
Crédito. México, 1947
- Bauche Garciadiego, Mario.- Operaciones Bancarias. -  
México, 1967
- Benito, Lorenzo.- Manual de Derecho Mercantil. México -  
co, 1924
- Borja Covarrubias, Manuel.- Emisión de Bonos u Obliga  
ciones en el Derecho Privado Mexicano. México, 1930
- Casas Bernard, Fernando.- Bonos y Obligaciones, tesis.  
México, 1955
- Cervantes Ahumada, Raul.- Títulos y Operaciones de -  
Crédito. México, 1966 .
- Duverger, Maurice.- Hacienda Pública. Barcelona, 1968
- Flores Zavala, Ernesto.- Elementos de Finanzas Pública  
cas Mexicanas, México, 1969
- Hernández A., Octavio.- Derecho Bancario Mexicano. Mé  
xico, 1956
- Mantilla Molina, Roberto.- Derecho Mercantil. México,  
1968

Marsh, Donald Bailey.- Comercio Mundial e Inversión Internacional. México, 1957

Moreno Castañeda, Gilberto.- La Moneda y la Banca - en México. Guadalajara, 1955

Nurkse, Ragnar.- Problemas de Formación de Capital - en los Países Insuficientemente Desarrollados. Mé - xico, 1966

Osorio Granados, Marconi.- Los Empréstitos Federa - les, tesis. México, 1960

Rodríguez Rodríguez, Joaquín.- Derecho Bancario. Mé - xico, 1964

Salandra, Vittorio.- Curso de Derecho Mercantil. Mé - xico, 1949

Salas Villagomez, Manuel.- La Deuda Pública, tesis - México, 1950

Serra Rojas, Andrés.- Derecho Administrativo. Méxi - co, 1965

Tena, Felipe de J.- Derecho Mercantil Mexicano. Mé - xico, 1967

Vicente y Gella, Agustín.- Los Títulos de Crédito.- México, 1948

Vivante, Cesar.- Tratado de Derecho Mercantil. Ma - drid, 1933

O T R A S F U E N T E S

Actividad Económica en Latinoamerica. Revista Mensual de S.E.L.A.

Carta Económica Mensual. Boletín del First National - City Bank.

El Mercado de Valores. Boletín de Nacional Financiera.

International Foreign Bond Trade. Boletín del Morgan-Guaranty Trust Co.

La Vieja Deuda Exterior Titulada de México. Estudio - de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

List of Securities. Boletín Financiero del Swiss Bank Corporation.