

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO

FACULTAD DE DERECHO

"NATURALEZA JURÍDICA DE LA OPCIÓN EN LA
BOLSA MEXICANA DE PRODUCTOS DERIVADOS"

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN DERECHO
P R E S E N T A :
ASAF JIMÉNEZ ADORNO

ASESOR: LIC. GUILLERMO DÍAZ DE RIVERA ÁLVAREZ

MARZO DE 2002





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.

Paginación Discontinua



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

FACULTAD DE DERECHO

SEMINARIO DE DERECHO MERCANTIL

SR. ING. LEOPOLDO SILVA GUTIERREZ.
DIRECTOR GENERAL DE LA ADMINISTRACION ESCOLAR
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO
P R E S E N T E.

El alumno ASAF JIMENEZ ADORNO, realizó bajo la supervisión de este Seminario el trabajo titulado: "NATURALEZA JURIDICA DE LA OPCION EN LA BOLSA MEXICANA DE PRODUCTOS DERIVADOS", con la asesoría de la LIC. GUILLERMO DIAZ DE RIVERA ALVAREZ, que presentará como tesis para obtener el título de Licenciado en Derecho.

El mencionado asesor nos comunica que el trabajo realizado por dicho alumno reúne los requisitos reglamentarios aplicables, para los efectos de su aprobación formal.

En vista de lo anterior, comunico a usted que el trabajo de referencia puede ser sometido a la consideración del H. Jurado que habrá de calificarlo.

Por sesión del día 3 de febrero de 1998 del Consejo de Directores de Seminario se acordó incluir en el oficio de aprobación de tesis la siguiente leyenda que se hace del conocimiento del sustentante:

"El interesado deberá iniciar el trámite para su titulación dentro de los seis meses siguientes (contados de día a día) a aquél en que lo sea entregado el presente oficio, en el entendido de que transcurrido dicho lapso sin haberlo hecho, caducará la autorización que ahora se le concede para someter su tesis a examen profesional, misma autorización que no podrá otorgarse nuevamente sino en el caso de que el trabajo recepcional conserve su actualidad y siempre que la oportuna iniciación del trámite para la celebración del examen haya sido impedida por circunstancia grave, todo lo cual calificará la Secretaría General de la Facultad."

Atentamente,

"POR MI RAZA HABLARA EL ESPIRITU"
Ciudad Universitaria, a 18 de marzo del año 2000

DR. ALBERTO FABIAN MONDRAGON PEDRERO
DIRECTOR.



c.c.p. Secretaría General de la Facultad de Derecho.
c.c.p. Archivo Seminario.
c.c.p. Alumno.
AFMP/rga.

Agradezco a mis padres su amor e incondicional apoyo en todos los momentos de mi vida; a mi padre por su ejemplo y a mi madre por su entrega.

A mi hermano Iván, por la infancia que compartimos y porque somos compañeros en la vida.

A mis abuelitos, con cariño, por haberse dado a mí.

A Juan, por ser mi amigo.

A mis amigos Exmos. C.R. Andrés, Mao, Rogelio y Salomón, por la aventura del espíritu que hemos emprendido.

A Oscar Álvarez Marotela, por haber confiado en mí y por la amistad que ha nacido.

Al despacho Rodolfo León Abogados, S.C., por haberme iniciado en el mundo del Derecho Bursátil.

Al Lic. Hugo Contreras Pliego y a los miembros que conformaron la Dirección de Valores de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, por haberme dado la oportunidad de conocer la labor que desempeña dicha dependencia en la regulación del Mercado de Productos Derivados cotizados en Bolsa.

Al Lic. Guillermo Díaz de Rivera Álvarez, por su disposición e interés en la dirección de este trabajo.

A los socios del despacho Ritch, Heather y Mueller, S.C., por la invaluable oportunidad de colaborar con ellos, por su confianza y por la formación que me han dado en el ámbito del Derecho Financiero Internacional; y a mis compañeros, con aprecio.

A la Universidad Nacional Autónoma de México, por los maestros que desinteresadamente me dio.

*A Fabiana, mi esposa, por ser todas las
razones de mi vida.*

"El mundo de los negocios bursátiles es una verdadera caja de sorpresas, incomprensibles absurdos e increíbles paradojas, capaces de hacer que se tambalee la razón de los iniciados... y de los juristas, que sólo mediante una ardua labor de truchimanes, y con frecuencia a través de verdaderas torturas legales, logramos enmarcar jurídicamente las operaciones bursátiles"

Arturo Díaz Bravo

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	I
ABREVIATURAS	IV
CAPÍTULO PRIMERO: SISTEMA FINANCIERO MEXICANO	1
1.1 DEFINICIÓN	1
1.2 ESTRUCTURA	8
1.2.1 Autoridades	9
1.2.1.1 Secretaría de Hacienda y Crédito Público	10
1.2.1.2 Comisión Nacional Bancaria y de Valores	11
1.2.1.3 Comisión Nacional de Seguros y Fianzas	11
1.2.1.4 Comisión Nacional de los Sistemas de Ahorro para el Retiro	12
1.2.1.5 Banco de México	13
1.2.1.6 Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros	13
1.2.1.7 Instituto para la Protección al Ahorro Bancario	14
1.2.2 Entidades Financieras	15
1.2.3 Filiales de entidades financieras del exterior	16
1.2.4 Grupos Financieros	17
1.2.5 Empresas que prestan servicios complementarios, auxiliares o de apoyo	19
1.3 SUBSISTEMAS	19
1.3.1 Subsistema-Bancario	21
1.3.2 Subsistema No bancario	22
1.3.3 Subsistema de Ahorro y Crédito Popular	24
1.3.4 Subsistema Bursátil	27
1.3.5 Subsistema de cobertura de Riesgos	29
1.3.6 Subsistema de seguros y fianzas	29
1.3.7 Subsistema de Ahorro para el Retiro	30
1.4 UBICACIÓN DE LA BOLSA DE PRODUCTOS DERIVADOS EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO	32
CAPÍTULO SEGUNDO: PRODUCTOS DERIVADOS EN MÉXICO	35
2.1 DEFINICIÓN Y GENERALIDADES	35
2.2 CONTRATO ADELANTADO O FORWARD	41

2.3	CONTRATO DE FUTURO	44
2.4	CONTRATO DE OPCIÓN	48
2.5	SWAP O PERMUTA FINANCIERA	57
2.6	TÍTULO OPCIONAL O WARRANT	62
2.6.1	Naturaleza jurídica	68
CAPÍTULO TERCERO: MERCADO MEXICANO DE PRODUCTOS DERIVADOS		73
3.1	DEFINICIÓN Y OBJETIVOS	73
3.2	ANTECEDENTES	75
3.3	CARACTERÍSTICAS	83
3.3.1	Autorregulación	85
3.4	PARTICIPANTES	96
3.4.1	Bolsa de Productos Derivados	100
3.4.2	Cámara de Compensación	107
3.4.3	Socio Liquidador	117
3.4.4	Operador	122
3.4.4.1	Formador de Mercado	125
3.4.5	Operador de Mesa	126
3.4.6	Usuario o Cliente	127
3.5	AUTORIDADES	128
3.6	MECÁNICA OPERATIVA	133
3.6.1	Etapas de Preoperación	134
3.6.2	Etapas de Operación	136
3.6.3	Etapas de Liquidación	139
CAPÍTULO CUARTO: ELEMENTOS DE LA TEORÍA GENERAL DE LOS CONTRATOS		141
4.1	CONTRATO	141
4.1.1	Elementos de existencia	142
4.1.1.1	Consentimiento	143
4.1.1.2	Objeto	146
4.1.2	Requisitos de validez	150
4.1.2.1	Capacidad legal	151
4.1.2.2	Ausencia de vicios del consentimiento	152
4.1.2.3	Licitud en el objeto, motivo y fin	156
4.1.2.4	Forma	157
4.1.3	Clasificación de los contratos	158
4.1.3.1	Bilateral y unilateral	158
4.1.3.2	Oneroso y gratuito	158

4.1.3.3	Commutativo y aleatorio.....	159
4.1.3.4	Nominado e innominado	159
4.1.3.5	Instantáneo y de prestaciones diferidas.....	160
4.1.3.6	Principal y accesorio	160
4.1.3.7	Real y consensual.....	160
4.1.3.8	Formal, consensual y solemne.....	161
4.1.3.9	Definitivo y preparatorio	161
4.1.3.10	Legal	162
4.1.3.11	Otras	162
CAPÍTULO QUINTO: NATURALEZA JURÍDICA DE LA OPCIÓN EN LA BOLSA MEXICANA DE PRODUCTOS DERIVADOS		163
5.1	DEFINICIÓN Y NATURALEZA JURÍDICA	163
5.2	FUNDAMENTO LEGAL Y NORMATIVIDAD APLICABLE.....	168
5.3	ANÁLISIS DEL CONTRATO DE OPCIÓN.....	170
5.3.1	Sujetos	172
5.3.1.1	Cámara de Compensación.....	173
5.3.2	Elementos de existencia	177
5.3.2.1	Consentimiento	177
5.3.2.2	Objeto.....	179
5.3.3	Requisitos de Validez.....	180
5.3.4	Efectos	182
5.3.4.1	Concedente de la Opción.....	182
5.3.4.2	Optante	183
5.3.5	Clasificación	184
5.3.6	Características Específicas.....	186
5.4	PROPUESTA.....	187
CONCLUSIONES		189
BIBLIOGRAFÍA		194

INTRODUCCIÓN

Si parte de la labor de un jurista es observar y estar atento a la realidad socioeconómica que lo rodea, indudablemente la negociación de la opción en la bolsa mexicana de productos derivados (Mexder) merece especial atención por parte del estudioso del Derecho.

En México, los productos derivados que se cotizan en bolsa aún se encuentran en una etapa de experimentación y desarrollo. De hecho, a pesar de que la existencia legal de la opción está prevista en las reglas y disposiciones que norman la estructura y funcionamiento de este mercado, su negociación en la bolsa mexicana de productos derivados ha sido postergada por parte de las autoridades para un momento de mayor madurez financiera del país.

Si bien es cierto que en el ámbito de la economía mexicana, los productos derivados -y en específico la opción- son figuras conocidas que han sido cuidadosamente estudiadas por los agentes económicos y por las autoridades, especialmente durante el proceso para el establecimiento y operación de este mercado en México, también es de reconocerse que escasa, sino es que nula, es la literatura jurídica que en torno a estas figuras se ha desarrollado en la doctrina mexicana.

Efectivamente, como consecuencia de la adaptación del sistema financiero mexicano a la realidad internacional, se han creado una serie de instituciones novedosas cuya reglamentación es deficiente y cuyo contenido, la mayoría de las veces, está fundamentado en lo económico más que en lo jurídico, ya que la realidad económica va siempre adelante de la propia reglamentación legal, y como consecuencia, los juristas se encuentran a menudo con fenómenos que difícilmente se logran entender y encuadrar en el sistema legal existente.

En este sentido, la elaboración del presente trabajo se funda no sólo en el interés personal de conocer una realidad poco reglamentada, y en cierta medida, ajena a la mayor parte de los juristas en México, sino además, responde a un intento de poder contribuir a la integración y desarrollo del régimen legal aplicable al mercado de productos derivados cotizados en bolsa.

Así, el objeto de análisis del presente trabajo es la opción, producto derivado que aun no se negocia en el Mexder; pero cuyo análisis jurídico puede efectuarse a la luz de la normalidad que prevé su existencia, pues compartirá los principales aspectos que caracterizan el funcionamiento actual del mercado de productos derivados cotizados en bolsa.

Se trata de una figura compleja por su contenido netamente económico, cuya mecánica operativa dificulta su análisis y principalmente la determinación de su naturaleza jurídica, la cual es nuestro interés desentrañar.

Con la finalidad de alcanzar el objetivo anteriormente planteado, en el capítulo primero se hará una descripción del sistema financiero mexicano, haciéndose especial referencia a los sujetos que en él intervienen en su calidad de intermediarios y de autoridades, así como en el papel que cada uno de ellos desempeña en los distintos sectores o mercados que integran a dicho sistema. Lo anterior, a fin de estar en aptitud de poder identificar la ubicación del mercado de productos derivados cotizados en bolsa dentro de dicho sistema financiero mexicano.

En el capítulo segundo, se presentará una breve descripción, desde el punto de vista económico, de los productos derivados que se conocen y en su caso, se celebran en México, distinguiéndose por un lado, aquellos contratos que se negocian solamente en los mercados organizados o bolsas de productos

derivados, y por otro, aquellos que se celebran fuera de bolsa o en los mercados conocidos como *over the counter*.

Más tarde, en el capítulo tercero, se desarrollará una descripción mínima general del mercado mexicano de productos derivados cotizados en bolsa, comercialmente conocido como Mexder. La intención de este capítulo será, pues, describir el contexto en el que se enmarcarán las opciones a negociarse en Mexder en un futuro cercano. El conocimiento de los sujetos que participan en este mercado, en sus calidades de intermediarios, autoridades, organismos autorreguladores y usuarios, será conveniente, ya que, el análisis jurídico de las opciones no puede ser ajeno al estudio de la realidad económica, es decir, al mercado financiero en que se negociarán.

Posteriormente, el capítulo cuarto se destinará a revisar la teoría general de los contratos, el cual servirá como marco teórico para construir las bases del análisis legal que se pretende alcanzar con el presente trabajo.

Finalmente, el análisis jurídico de la opción a negociarse en Mexder, se desarrollará en el capítulo quinto de este trabajo. En este apartado, se expondrán breves consideraciones en torno a la naturaleza jurídica de la opción a celebrarse en Mexder, para que posteriormente, se ponga especial atención a los elementos que integran la opción y a los efectos que se producen como consecuencia de su celebración en dicho mercado.

Expuesto lo anterior, y en cumplimiento a los artículos 19 y 20 del Reglamento General de Exámenes de la Universidad Nacional Autónoma de México, el cual ordena elaborar y presentar una tesis como requisito previo a la celebración del examen profesional y así obtener el título de Licenciado en Derecho, someto, pues, a la consideración de este H. Sinodo el presente trabajo terminal.

ABREVIATURAS

BANCOMER	BBVA Bancomer, S.A, Institución de Banca Múltiple, BBVA Grupo Financiero.
BANXICO	Banco de México.
BOLSA	Mexder, Mercado Mexicano de Productos Derivados, S.A. de C.V.
BMV	Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
CÁMARA DE COMPENSACIÓN	Fidelcomiso constituido administrado por BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, BBVA Grupo Financiero, conocido comercialmente como Asigna, Compensación y Liquidación.
CETES	Certificados de la Tesorería de la Federación.
CONDUSEF	Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros.
CONSAR	Comisión Nacional de los Sistemas de Ahorro para el Retiro.
CPEUM	Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
DISPOSICIONES	Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa.
DÓLARES	Dólares de los Estados Unidos de Norteamérica.

IPAB	Instituto para la Protección al Ahorro Bancario.
LACP	Ley de Ahorro y Crédito Popular.
LCNBV	Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
LFIF	Ley Federal de Instituciones de Fianzas.
LIC	Ley de Instituciones de Crédito.
LIPAB	Ley del Instituto para la Protección al Ahorro Bancario.
LGIMS	Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros.
LGOAC	Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito.
LMV	Ley del Mercado de Valores.
LPDUSF	Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financiero.
LRAF	Ley para Regular las Agrupaciones Financieras.
LSAR	Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro.
LSI	Ley de Sociedades de Inversión.
MEXDER	Mexder, Mercado Mexicano de Productos Derivados, S.A. de C.V.
MOB	Manual Operativo de la Bolsa.
MOC	Manual Operativo de la Cámara de Compensación.

REGLAS	Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento de un mercado de productos derivados cotizados en bolsa.
RIB	Reglamento Interior de la Bolsa.
RIC	Reglamento Interior de la Cámara de Compensación.
SHCP	Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CAPÍTULO PRIMERO

Sistema Financiero Mexicano

1.1 Definición

En la actualidad, uno de los factores fundamentales que determina el desarrollo y crecimiento económico de un país es su sistema financiero. A través de este sistema, se proporciona a la sociedad un mecanismo para facilitar el comercio, una maquinaria para transferir recursos de los ahorradores a los inversores y un medio de mantener riqueza en forma conveniente.¹ Es decir, la función del sistema financiero es permitir que sus participantes faciliten, mediante la prestación de sus servicios, la movilización del ahorro y la distribución eficiente del crédito, ofreciendo a los ahorradores e inversionistas una gama de instrumentos financieros adecuados a sus necesidades, lo que consiguen creando, combinando y negociando activos de diferentes plazos, liquidez, riesgos y rendimientos.² Como consecuencia de este proceso, el sistema financiero apoya el crecimiento de las empresas y en general el desarrollo nacional mediante la cantidad, calidad, eficiencia de sus servicios, lo que permite abaratar el costo del dinero para la producción y comercialización de los bienes y servicios, y de los diversos proyectos de crecimiento y desarrollo de los agentes económicos de un país.³

Se han vertido diversas definiciones en torno a este concepto, las cuales se agrupan en dos grandes segmentos:

¹ Phyllis, Deane y Kuper, Jessica. Vocabulario Básico de Economía, traducción castellana de Jordi Pascual del libro *A Lexicon of Economics*. Ed. Crítica, Barcelona, 1992, pág. 358.

² Cabello, Alejandra. Globalización y Liberación Financiera y la Bolsa Mexicana de Valores, del auge a la crisis. Plaza y Valdés editores, México, 1999, pág. 132.

³ *Idem*.

a) Desde la perspectiva orgánica o institucional, es decir, atendiendo a los organismos que intervienen en él, se define como *"el conjunto de: autoridades que lo regulan y supervisan; entidades financieras que intervienen generando, captando, administrando, orientando y dirigiendo tanto el ahorro como la inversión; instituciones de servicios complementarios, auxiliares o de apoyo a dichas entidades; de agrupaciones financieras que prestan servicios integrados; así como otras entidades que limitan sus actividades a información sobre operaciones activas o prestan servicios bancarios con residentes en el extranjero"*⁴ (véase el esquema al final de este capítulo); y

b) Desde un enfoque funcional,⁵ esto es, atendiendo a la actividad que ejercen las entidades participantes, principalmente a través de los servicios de intermediación financiera,⁶ se afirma que *"cuando dichas actividades se realizan bajo un orden que las organice y relacione entre sí, dándoles estructura y coherencia para que contribuyan a realizar fines comunes, estamos en presencia de un sistema financiero"*.⁷

⁴ De la Fuente Rodríguez, Jesús. Tratado de Derecho Bancario y Bursátil, seguros, fianzas, organizaciones y actividades auxiliares del crédito, grupos financieros. Ed. Porrúa, México, 2000, pág. 65.

⁵ Desde el punto de vista de la teoría de las finanzas, todo sistema financiero cumple las siguientes funciones básicas: *"Ofrece medios para transferir recursos económicos en el tiempo entre países e industrias. Ofrece medios de administrar el riesgo. Ofrece medios de compensar y establecer los pagos para facilitar el intercambio. Ofrece un mecanismo para reunir recursos en un fondo común y para subdividir la propiedad entre varias compañías. Suministra información sobre precios y con ello contribuye a coordinar la toma descentralizada de decisiones en diversos sectores de la economía. Ofrece medios de resolver los problemas de incentivos que surgen cuando uno de los que intervienen en la transacción posee información de la cual carece el otro o cuando uno actúa como agente del otro"*. Bodie, Zvi y Merton C., Robert. Finanzas, traducción de Luz María Hernández Hernández, del libro en inglés *Finance, Preliminary Edition*. Ed. Prentice Hall, México 1998, pp. 24 y 25. Para la explicación de las anteriores funciones, se recomienda leer las páginas 25 a 33 de la citada obra.

⁶ Se define a la intermediación financiera como *"la intervención que realizan las instituciones nacionales de crédito, organismos auxiliares, instituciones nacionales de seguros y fianzas y demás entidades autorizadas legalmente para constituirse como medio de enlace entre el acreditante de un financiamiento y el acreditado, obteniendo una comisión por su labor al concertar los créditos en los mercados de dinero nacional e internacional"*. Barandarián, Rafael. Diccionario de Términos Financieros. Cuarta edición, Ed. Trillas, México, 1995, pág. 108. Es decir, la intermediación financiera es un mecanismo que permite el flujo de recursos, desde los agentes económicos que tienen excedentes (unidades superavitarias) hacia las personas que requieren de dichos recursos para satisfacer sus necesidades de inversión y consumo (unidades deficitarias). Así por ejemplo, un banco capta recursos del público y los asigna, mediante el otorgamiento de créditos, a quienes los necesitan.

⁷ Borja Martínez, Francisco. El Nuevo Sistema Financiero Mexicano. Primera reimpresión, Ed. Fondo de Cultura Económica, México, 1992, pág. 20.

No obstante lo anterior, debe considerarse que definir al sistema financiero desde una u otra perspectiva (institucional o funcional) es aún insuficiente para estar en aptitud de comprender, en su totalidad, el significado de dicho concepto. Esto se debe a que en dichas definiciones no se contempla a los mercados que integran al sistema en comento, mismos que se constituyen en un elemento necesario a través de los cuales las entidades participantes desempeñan sus funciones de intermediación financiera. Es así como lo afirman algunos tratadistas españoles,⁸ al señalar que tanto los actos de intermediación de las entidades financieras, como el ejercicio de las facultades que el orden jurídico les atribuye a las autoridades, se materializan en aquellos lugares físicos o virtuales a los que concurren la oferta y demanda de activos financieros.

En este sentido, el vocablo mercado denota el "*sitio público para vender, comprar o permutar géneros o mercaderías*".⁹ Es decir, se trata de un lugar físico al que concurren oferentes y demandantes de bienes o servicios para su negociación e intercambio. Ejemplos de lo anterior, pueden ser la compra y venta de autos usados en la Ciudad de México, una plaza comercial, o bien, el piso de remates de la bolsa de valores.

En su acepción económica, un mercado puede definirse como "*un mecanismo por medio del cual los compradores y los vendedores de un bien o servicio determinan conjuntamente su precio y su cantidad*",¹⁰ o bien, como un "*conjunto de condiciones características de la producción, los intercambios y el consumo de un producto*".¹¹ Así por ejemplo, en el mercado de los seguros de automóviles, los distintos agentes de seguros al ofrecer sus servicios a los dueños

⁸ Véanse las siguientes obras: López Pascual, Joaquín y González Altina, Sebastián. *Gestión Bancaria, los nuevos retos en un entorno global*. Ed. McGraw-Hill, España, 1999, pp. 4-7; Fernández Alvarez, Ana Isabel. *Introducción a las Finanzas*. Ed. Civitas, Madrid, 1994, pág. 66; García de la Rasilla, Alvaro. *La bolsa, nueva industria de valores*, en el libro *Curso de Bolsa y mercados financieros*. Instituto de Analistas Financieros, obra dirigida por José L. Sánchez Fernández de Valderrama, España, 1996, pág. 565.

⁹ *Diccionario Hispánico Universal*. Tercera edición, W.M. Jackson, Inc. Editores, México, 1958, pág. 945.

¹⁰ Samuelson, Paul A. y Nordhaus, William D. *Economía*. Traducción de Esther Rabasco y Luis Toharla, décimo quinta edición, McGraw-Hill, España, 1996, pág. 23.

¹¹ Barandiarán, Rafael. *Op. cit.*, nota 6, pág. 123.

de automóviles (compradores) y éstos, al elegir y demandar la prestación del servicio, de manera conjunta determinan el precio de las pólizas de seguros.

De las anteriores definiciones, se puede observar que el concepto de mercado implica la concurrencia de los siguientes elementos:

- a) Un grupo de vendedores y otro de compradores, quienes ofrecen y demandan ciertos bienes o servicios.
- b) Un producto o servicio materia de transacción.
- c) Un espacio físico o virtual en el que concurren la oferta y demanda del bien o servicio de que se trate.¹²

Para efectos de este apartado, mercado se define como: aquel espacio físico o virtual, en el cual se realiza la negociación e intercambio de bienes y servicios por parte de sus oferentes y demandantes.

Por otro lado, los mercados pueden clasificarse dependiendo, entre otros criterios,¹³ del tipo de servicio o bien que se intercambia.¹⁴ Así, por ejemplo, se

¹² Debe aclararse que, en la actualidad, los mercados no necesariamente se desarrollan en un lugar físico y determinado, sino que debido al avance tecnológico, algunos mercados de servicios, mercaderías y en especial, de activos financieros, se realizan a través de medios electrónicos de telecomunicaciones como el teléfono, fax, internet, etc.

¹³ Para la doctrina económica, existen diversas perspectivas mediante las cuales se pueden clasificar a los mercados existentes. Por ejemplo, de acuerdo al ámbito espacial, los mercados pueden ser locales, regionales, nacionales o internacionales; atendiendo al factor tiempo para la entrega de la mercancía, los mercados son al contado o a futuro. Sin embargo, para efectos del presente trabajo, el grado de cierre o apertura, y el grado de homogeneidad de la mercancía objeto de negociación, dan lugar a clasificar a los mercados en: de competencia imperfecta (monopólicos y oligopólicos) y de competencia perfecta. De esta forma, desde el punto de vista de la teoría económica, las bolsas son mercados perfectos en los que se presentan las siguientes características: a) existe un gran número de compradores y vendedores; b) el bien que se negocia es homogéneo; c) el mercado es transparente, es decir, los participantes disponen, sin ninguna restricción, de toda la información relativa al precio del producto y al número de transacciones efectuadas, etc. Para una mejor comprensión sobre el particular, consúltese el Diccionario Enciclopédico Planeta. Ed. Planeta, Barcelona, 1980, pp. 492-499.

¹⁴ Tamames, Ramón y Gallego, Santiago. Diccionario de Economía y Finanzas. Sexta edición, Ed. Alianza, España, 1993, pp. 344 y 345.

tienen mercados en los que se negocian materias primas como cereales, arroz o algodón; mercados en los que se intercambian metales como el oro o la plata; o bien, aquellos en donde se comercializan activos financieros tales como las acciones, derechos de cobro, bonos, etc. Los mercados de derivados son una especie de los mercados financieros, los cuales se definen como "el lugar, o los mecanismos y procedimientos, donde o a través de los cuales, se intercambian activos financieros y se fijan sus precios".¹⁵

Ahora bien, los activos financieros son: "valores realizables, oro, dinero y créditos contra terceros que pertenecen a un agente económico. También es otra forma de denominar a los activos monetarios, los cuales se caracterizan por estar expresados y ser representativos de moneda corriente actual".¹⁶ Es decir, los activos financieros aluden, desde el punto de vista de su tenedor, a la posesión de un producto intangible (derecho) que tiene un valor comercial o de cambio, el cual, generalmente, se traduce en una obligación futura de entrega de dinero a cargo de otra persona.¹⁷ Así pues, son ejemplos de activos financieros: un certificado emitido por la Tesorería de la Federación, un derecho de crédito en contra del prestatario en un contrato de mutuo, un warrant, etc.

Al igual que un mercado en sentido amplio, los mercados financieros han sido objeto de clasificaciones, de ahí que, algunos tratadistas hayan sugerido dividirlos de acuerdo a los siguientes criterios:¹⁸

a) Por la clase de activo objeto de la operación, en:

¹⁵ Martín Marín, José Luis y Ruiz Martínez, Ramón Jesús. El Inversor y los Mercados Financieros. Segunda edición, Ed. Ariel, Barcelona, 1994, pág. 29.

¹⁶ Barandiarán, Rafael. *Op. cit.*, nota 6, pág. 10.

¹⁷ Para un conocimiento más detallado sobre el tema, véase a Fabozzi, Frank J., *et. al.* Mercados e Instituciones Financieras. Traducido del inglés de la obra: Foundations of Financial Markets and Institutions, por Margarita Gómez Escudero. Ed. Prentice Hall, México, 1996, pp. 2-6.

¹⁸ Se recomienda consultar a Martín Marín, José Luis y Ruiz Martínez, Ramón Jesús. *Op. cit.*, nota 15, pp. 31 y sig., así como a Cosía Ran, Luis y Font Vilalla, Montserrat. Nuevos Instrumentos Financieros, en la estrategia empresarial. Segunda edición, Ed. Esic, Madrid, 1992, pp. 33-37.

1. Mercado de dinero, caracterizado por la negociación de instrumentos financieros de corto plazo (menor a un año), como son los bonos bancarios a 91 días o los Certificados de la Tesorería de la Federación a 28 días; y

2. Mercado de capitales, en el cual se operan activos financieros de mediano y largo plazo (mayores a un año) y en los que "no existe un rendimiento predeterminado, sino que las ganancias o pérdidas están en función de las fluctuaciones del mercado, o sea oferta y demanda".¹⁹ En este mercado, principalmente se operan acciones, obligaciones, certificados de participación ordinaria, etc.

b) Por la fase de negociación del activo, en:

1. Mercado primario o de emisión, constituido por "las colocaciones resultantes de aumentos de capital en las empresas, para el caso de acciones o de aumentos en su parte pasiva de largo plazo, para el caso de obligaciones y bonos corporativos. Dichos recursos se canalizan en forma directa a las empresas para que estas a su vez lo apliquen en proyectos de expansión o reestructuración de su costo de capital",²⁰ y

2. Mercado secundario o de negociación, es decir, en el que no se generan nuevos flujos de efectivo para los emisores de los valores, sino que, simplemente los tenedores de los valores los compran y venden proporcionando así liquidez al mercado. Las bolsas de valores son un claro ejemplo de estos mercados.

c) Por el plazo de entrega del producto objeto de la transacción, en:

¹⁹ Academia Mexicana de Derecho Bursátil y de los Mercados Financieros, A.C. Instrumentos Financieros del Mercado de Dinero. Tercera edición, México, 1995, pág. 5.

²⁰ Caro Razú, Efraín, *et al.* El Mercado de Valores en México. Ed. Planeta Mexicana, México, 1995, pág.125.

1. Mercado de contado o *spot*, en el que la entrega del bien negociado es inmediata o dentro de los plazos que la normatividad señala como tal; y
2. Mercado a futuro, esto es, aquel en el que la liquidación se efectúa en un plazo posterior al día en que se haya perfeccionado la operación (mayor a dos o tres días).

d) Por su grado de organización, en:

1. Mercado "sobre el mostrador" (traducción de las palabras en inglés *Over The Counter*)²¹ o extrabursátil, es decir, el intercambio de instrumentos y valores se efectúa fuera de los mercados establecidos y a través de medios electrónicos; y
2. Mercado organizado o bursátil, definido como aquel mercado formal, establecido en un lugar específico, en el que compradores y vendedores se encuentran para negociar de conformidad con las reglas y procedimientos previamente acordados (aunque debe señalarse que hoy en día la mayoría de estos mercados se están volviendo electrónicos)²²

Una vez que se ha expuesto la definición de mercado, así como la importancia de dicho concepto dentro de la definición de sistema financiero,

²¹ "Over-The-Counter Market. A market for securities which includes all transactions in securities that are not made on organized stock exchanges. Unlike a stock exchange, which is an auction market located in one place, the over-the-counter market comprises thousands of stock and bond dealers who negotiate transactions primarily by telephone... By most measures, the over-the-counter market is the largest securities market in the U.S." En Greewald, Douglas. The McGraw-Hill Dictionary of Modern Economics, a Handbook of Terms and Organization. McGraw-Hill, USA, 1965, pp. 366 y 367.

²² "Organized market. A formal market in a specific place in which buyers and sellers meet to trade according to agreed rules and procedures. Stock exchange, financial future exchange, and commodity markets are examples of organized markets". En, A Dictionary of finance. Oxford University Press, Great Britain, 1993, pág. 208.

mercado, se puede definir al sistema financiero como "el marco, dentro del cual, las unidades excedentarias y deficitarias buscarán los instrumentos financieros que necesiten, ofertados, generalmente, por los intermediarios financieros dentro de los mercados financieros".²³

Para efectos del presente trabajo, se define al sistema financiero mexicano como aquel conjunto de reglas, mercados, autoridades, entidades financieras y sociedades que prestan servicios complementarios o de apoyo a la intermediación financiera, que en forma compuesta, permiten el flujo de recursos necesarios para el desarrollo y crecimiento económico de México.

1.2 Estructura

En los últimos años, la globalización de los mercados financieros y los avances tecnológicos han sido factores determinantes en el diseño de la estructura actual del sistema financiero mexicano. Al paso de los años, han surgido nuevos participantes, formas de agrupación, servicios, instrumentos financieros, etc., buscando satisfacer las exigencias del desarrollo económico del país.²⁴

Desde el punto de vista institucional, y siguiendo al maestro Jesús de la Fuente Rodríguez,²⁵ en un sentido amplio, el actual sistema financiero mexicano se compone de los siguientes organismos:

- a) Autoridades.

²³ López Pascual, Joaquín y González Allina, Sebastián. *Op. cit.*, nota 8, pág. 4.

²⁴ Para conocer los detalles de la evolución del sistema financiero mexicano, se recomienda la lectura de la obra de Leopoldo Solís. *Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI*. Siglo veintiuno editores, México, 1997.

²⁵ De la Fuente Rodríguez, Jesús. *Op. cit.*, nota 4, pp. 66-75.

- b) Entidades financieras.
- c) Filiales de entidades financieras del exterior
- d) Grupos Financieros.
- e) Empresas que prestan servicios complementarios y de apoyo a las entidades financieras.

Para determinar la estructura del actual sistema financiero mexicano, es necesario precisar la participación que los anteriores organismos tienen en dicho sistema. En este sentido, a continuación se analizan, de manera genérica, las principales características y funciones que dichos organismos desempeñan en el sistema financiero mexicano.

1.2.1 Autoridades

Las autoridades encargadas de regular, inspeccionar, supervisar, vigilar, sancionar y proteger a los participantes del sistema financiero mexicano son: la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, la Comisión Nacional de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, el Banco de México, la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros y el Instituto de Protección al Ahorro Bancario. Estos órganos del Estado, a excepción de Banco de México,²⁶ pertenecen a la administración pública federal, cuyo fundamento legal se prevé en

²⁶ Es de aclararse que, de conformidad con el artículo 28 de la CPEUM, el Banco de México no es parte de la administración pública federal (Poder Ejecutivo Federal) ya que, de acuerdo con este artículo, es un ente público de los considerados como "constitucionalmente autónomos"; es decir, desde el punto de vista formal, dicho órgano no se ubica en ninguno de los tres poderes de la Unión. Sobre este particular, consúltese la obra de Cárdenas Gracia, Jaime F. Una Constitución para la Democracia, propuestas para un nuevo orden constitucional. Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM, México, 1996, pp. 243-276.

el artículo 90 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, el cual a la letra indica: *"La administración pública federal será centralizada y paraestatal conforme a la ley orgánica que expida el Congreso, que distribuirá los negocios del orden administrativo de la Federación que estarán a cargo de las Secretarías de Estado y Departamentos Administrativos y definirá las bases generales de creación de las entidades paraestatales y la intervención del Ejecutivo Federal en su operación"*.

Con la finalidad de conocer, específicamente, las características y funciones de estos organismos dentro del sistema financiero mexicano, a continuación se hará una breve descripción de la naturaleza jurídica y las facultades que en materia financiera las leyes les atribuyen.

1.2.1.1 Secretaría de Hacienda y Crédito Público

De conformidad con los artículos 2º y 26 de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 29 de diciembre de 1976, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público es parte integrante de la Administración Pública Federal Centralizada. Dicha dependencia, de acuerdo a lo previsto por las fracciones VII y VIII del artículo 31 del citado cuerpo legal, en materia financiera le corresponde: *"planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país que comprende al Banco Central, a la Banca Nacional de Desarrollo y las demás instituciones encargadas de prestar el servicio de banca y crédito"* y *"ejercer las atribuciones que le señalen las leyes en materia de seguros, fianzas, valores y de organizaciones y actividades auxiliares del crédito"*. Por consiguiente, este órgano administrativo se constituye como la máxima autoridad de regulación y supervisión del sistema financiero mexicano.

1.2.1.2 Comisión Nacional Bancaria y de Valores

La Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 28 de abril de 1995, considera a esta Comisión como un órgano desconcentrado de la SHCP, que goza de autonomía técnica y facultades ejecutivas, y cuyo objeto es *"supervisar y regular, en el ámbito de su competencia, a las entidades financieras, a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto, en protección de los intereses del público. También será su objeto supervisar y regular a las personas físicas y demás personas morales, cuando realicen actividades previstas en las leyes relativas al citado sistema financiero"*.²⁷

Entre las entidades financieras que se encuentran bajo su vigilancia están, entre otras, las siguientes: instituciones de crédito, organizaciones auxiliares del crédito, casas de cambio, sociedades financieras de objeto limitado, casas de bolsa, sociedades de inversión, sociedades operadoras de sociedades de inversión, socios liquidadores, socios operadores, sociedades controladoras de grupos financieros, personas que operan con el carácter de entidades de ahorro y crédito popular y filiales de instituciones financieras del exterior que adopten la estructura de alguna de las entidades financieras previstas en las leyes aplicables.²⁸

²⁷ Artículo 2º de la LCNBV.

²⁸ Por cuanto se refiere a las sociedades de información crediticia, bolsas de valores, contrapartes centrales, instituciones calificadoras, sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión, instituciones para el depósito de valores, bolsas de productos derivados, cámara de compensación de productos derivados, etc., también son supervisadas y vigiladas por la CNVB. Sin embargo, por no realizar actos de intermediación financiera en sentido estricto, sino que prestan servicios de apoyo o complementarios a las entidades financieras, por tal motivo no fueron mencionadas en este apartado.

1.2.1.3 Comisión Nacional de Seguros y Fianzas

Por cuanto se refiere a la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, el artículo 108 de la Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 14 de agosto de 1935, establece que la citada Comisión es un órgano desconcentrado de la SHCP. Dicha unidad administrativa ejerce *"las facultades y atribuciones que le confieren la Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros, la Ley Federal de Instituciones de Fianzas, así como otras leyes reglamentos y disposiciones aplicables"*.

Entre las entidades financieras que se encuentran bajo su regulación y vigilancia están: las instituciones de seguros, sociedades mutualistas de seguros, instituciones de fianzas y filiales de entidades financieras del exterior que se constituyan como instituciones de seguros o de fianzas.

1.2.1.4 Comisión Nacional de los Sistemas de Ahorro para el Retiro

Al igual que las anteriores comisiones, la Comisión Nacional de los Sistemas de Ahorro para el Retiro adopta la naturaleza de órgano administrativo desconcentrado de la SHCP, a la cual, en términos de la ley que la crea, se le encomienda *"la coordinación, regulación, supervisión y vigilancia de los sistemas de ahorro para el retiro"*.²⁹ Las administradoras de fondos para el retiro y las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro son las entidades que se encuentran bajo su regulación y vigilancia.³⁰

²⁹ Artículo 2º de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 23 de mayo de 1996.

³⁰ Es de mencionarse que dicha Comisión también vigila a las empresas operadoras de la base de datos nacional del sistema de ahorro para el retiro. Sin embargo, dichas empresas al no realizar actos de intermediación financiera, sino simplemente prestan un servicio público de apoyo a estas entidades, de ahí que en el citado apartado no se hayan incluido.

1.2.1.5 Banco de México

Es la institución que como órgano constitucional autónomo del Estado efectúa las funciones correspondientes a la banca central.³¹ Es así como lo define el sexto párrafo del artículo 28 de la CPEUM, al señalar que: *"El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado"*. Asimismo, la Ley reglamentaria de los párrafos sexto y séptimo del artículo 28 de la CPEUM, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 23 de diciembre de 1993, establece, en su artículo 2º, que dicho instituto central tendrá como finalidad *"promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos"*, así como *"regular... la intermediación y los servicios financieros"*.³²

³¹ Desde el punto de vista económico, los bancos centrales tienen dos funciones principales: a) dirigen la política monetaria a través de la implementación de mecanismos que controlan la cantidad de dinero circulante en la economía, con la finalidad de regular variables económicas como el alza de precios, el crecimiento económico, empleo, etc.; y b) garantizarán el funcionamiento del sistema financiero, a través de las políticas de apoyo a los intermediarios financieros. Para un conocimiento más detallado, véase a Fischer, Stanley, *et. al.* Economía, traducido por Luis Toharía y Esther Rabasco de la obra en inglés *Economics*. Segunda edición, Ed. Mc Graw-Hill, México, 1990, pp. 619 y siguientes.

³² Artículo 5º de la LBNXICO.

1.2.1.6 Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros³³

De acuerdo con el artículo 4º de la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 18 de enero de 1999, la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros es un organismo público descentralizado con personalidad jurídica y patrimonio propios. Esta entidad de la administración pública paraestatal, tiene como objeto proteger y defender los derechos e intereses de las personas físicas y morales que contraten o utilicen los productos o servicios financieros ofrecidos por alguna institución financiera.³⁴ Dicha protección y defensa tiene como finalidad *"procurar la equidad en las relaciones entre los Usuarios y las Instituciones Financieras, otorgando a los primeros elementos para fortalecer la seguridad jurídica en las operaciones que realicen y en las relaciones que establezcan con las segundas"*.³⁵

³³ Para efectos de este trabajo, la citada Comisión se consideró como autoridad del sistema financiero mexicano, debido a que dicho órgano administrativo, por virtud del artículo segundo transitorio de la Ley de Protección y Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros, adquirió las facultades que en materia de protección a los usuarios de los servicios financieros, les atribuyen las leyes a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Comisión de los Sistemas de Ahorro para el Retiro y Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.

³⁴ La fracción IV del artículo 2º de la citada LPDUSF, considera como instituciones financieras, a las siguientes: *"sociedades controladoras, instituciones de crédito, sociedades financieras de objeto limitado, sociedades de información crediticia, casas de bolsa, especialistas bursátiles, sociedades de inversión, almacenes generales de depósito, uniones de crédito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje financiero, sociedades de ahorro y préstamo, casas de cambio, instituciones de seguros, Patronato del Ahorro Nacional, sociedades mutualistas de seguros, instituciones de fianzas, administradoras de fondos para el retiro, empresas operadoras de la base de datos nacional del sistema de ahorro para el retiro, y cualquier otra sociedad que realice actividades análogas a las sociedades enumeradas anteriormente, que ofrezca un producto o servicio. No se consideran instituciones Financieras aquellas empresas distintas de las señaladas en el párrafo anterior"*. Asimismo, el citado precepto legal define al usuario como: *"la persona que contrata, utiliza o por cualquier otra causa tenga algún derecho frente a la Institución Financiera como resultado de la operación o servicio prestado"*.

³⁵ Segundo párrafo del artículo 4º de la LPDUSF.

1.2.1.7 Instituto para la Protección al Ahorro Bancario³⁶

Otro de los organismos del Estado encargado de la protección a los usuarios de los servicios financieros, específicamente en el área de banca y crédito, es el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario. De acuerdo con la ley que lo crea, el IPAB es un órgano descentralizado de la Administración Pública Federal, con personalidad jurídica y patrimonio propios,³⁷ que tiene como principal función administrar el Sistema de Protección al Ahorro Bancario. Por virtud de este sistema, el Instituto queda obligado, de manera subsidiaria y limitada, a garantizar el pago de los depósitos, préstamos y créditos contratados por los usuarios del servicio de banca y crédito hasta por la cantidad máxima en moneda nacional equivalente a 400,000 Unidades de Inversión.³⁸

Las autoridades a las que se ha hecho referencia ejercen, dentro del marco de sus facultades, funciones principalmente de supervisión y vigilancia en relación con la actividad que desarrollan las entidades financieras, que constituyen el siguiente elemento dentro de la estructura del sistema financiero mexicano.

1.2.2 Entidades Financieras³⁹

Como se mencionó en el numeral 1.1 de este capítulo, las entidades o intermediarios financieros son un elemento esencial en la estructura y

³⁶ Recuérdese que antes de la entrada en vigor de la LPAB, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 19 de enero de 1999, la protección a los usuarios de los servicios de banca y crédito se realizaba a través del fideicomiso administrado por Banco de México denominado "Fondo de Protección al Ahorro Bancario" (artículo 122 de la Ley de Instituciones de Crédito, ya derogado).

³⁷ Artículo 2º de la LPAB.

³⁸ Artículos 1º, 6º y 11 de la LPAB.

³⁹ Es de mencionarse que, a pesar de que diversas leyes financieras hacen alusión a las entidades o instituciones financieras, dichos ordenamientos jurídicos no las definen, sino que sólo se limitan a enunciarlas. En este sentido, la LCNBV, en su artículo 4º, y la propia LPDUSF, en su artículo 2º, fracción IV, de manera enunciativa, señalan las sociedades que se consideran como tales. A fin de tener una referencia legal sobre el particular, véase la nota 35 de este trabajo, en la que se transcribe el artículo 2º, fracción IV, de la LPDUSF.

funcionamiento del sistema financiero mexicano, ya que a través de ellos, se materializa la función de intermediación financiera.

Como consecuencia de los servicios que prestan estas entidades, se permite el tráfico de los recursos económicos generados por los ahorradores hacia sus demandantes, facilitándose de esta forma, el financiamiento de aquellas actividades de inversión y consumo necesarias para el crecimiento económico del país. Por ejemplo, las empresas que requieren de financiamiento para implementar sus procesos de producción de bienes y servicios, los obtienen gracias a los créditos que los bancos les otorgan como consecuencia de la captación del ahorro de las familias. Asimismo, por virtud del pago de las primas que las instituciones de seguros reciben por concepto de los contratos de seguros celebrados por ellas, dichas instituciones están en aptitud de invertir parte de esos ingresos en acciones u otros títulos de deuda emitidos por las empresas mexicanas en el mercado de valores, etc.

Se pueden definir a las entidades financieras como aquellas sociedades autorizadas por la SHCP, o en su caso, por la CNBV, para *"captar, administrar, orientar, y dirigir tanto el ahorro como la inversión del público"*.⁴⁰

1.2.3 Filiales de entidades financieras del exterior

En opinión de algunos autores,⁴¹ las filiales son un reflejo de la internacionalización del sistema financiero mexicano. Como se sabe, a raíz de la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos de América y Canadá, en el año de 1991, México asumió el compromiso de liberalizar la prestación de servicios financieros al exterior. Esta situación provocó que el Ejecutivo Federal emitiera el Decreto de reformas y adiciones a diversas leyes financieras, publicado

⁴⁰ De la Fuente Rodríguez, Jesús. *Op. cit.*, nota 4, pág. 68.

⁴¹ Véase la obra de Acosta Romero, Miguel. *Nuevo Derecho Bancario. Panorama del sistema financiero mexicano*. Ed. Porrúa, México, 2000, pp.732-763.

en el Diario Oficial de la Federación de fecha 23 de diciembre de 1993, para permitir la constitución de sociedades mexicanas con la participación mayoritaria de entidades financieras del exterior o de sociedades controladoras filiales.

Se define a las filiales como aquellas sociedades mexicanas, autorizadas por la SHCP para organizarse y funcionar como entidad financiera de las previstas en las leyes financieras mexicanas, en cuyo capital social participa una institución financiera del exterior o sociedad controladora filial.⁴² Estas sociedades se constituyen de acuerdo a los procedimientos establecidos en las "Reglas para el establecimiento de filiales de entidades del exterior", publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 21 de abril de 1994, y se organizan según el tipo de entidad que adopten, en los términos previstos por las leyes especiales: Ley de Instituciones de Crédito, Ley del Mercado de Valores, Ley de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, Ley para regular las Agrupaciones Financieras, Ley Federal de Instituciones de Fianzas y Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros.

Al respecto, cabe señalar que en el presente trabajo, las filiales que participan en el sistema financiero mexicano se han ubicado dentro de cada uno de los subsistemas a los que pertenecen (ver esquema al final de este capítulo).

1.2.4 Grupos Financieros

Como consecuencia de la internacionalización y modernización del sistema financiero mexicano, en julio de 1990, se expidió la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras,⁴³ y las "Reglas generales para la constitución y

⁴² Por sociedad controladora filial, se entiende a la sociedad mexicana que se constituye como sociedad controladora en términos de la ley de la materia y en cuyo capital social participa una institución financiera del exterior. Por otro lado, una institución financiera del exterior es aquella sociedad constituida en un país con el que México tenga celebrado un tratado o acuerdo internacional en virtud del cual se permita el establecimiento en territorio nacional de filiales.

⁴³ Publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 18 de julio de 1990.

funcionamiento de grupos financieros" emitidas por la SHCP.⁴⁴ En dichos ordenamientos legales, se establecen las bases para que las entidades financieras del país y extranjeras, se agrupen con la finalidad de reducir sus costos operativos y de administración, ofrecer mejores servicios al público y, sobretodo, ser más competitivos frente a los intermediarios financieros extranjeros.⁴⁵

De conformidad con la fracción IV de la segunda de las citadas reglas, se define a un grupo financiero como aquel *"integrado por una sociedad controladora, por las entidades financieras y por las empresas, que obtengan la autorización de la Secretaría para constituirse y funcionar como grupo financiero en los términos de la Ley y de las presentes Reglas"*.

En este sentido, de acuerdo a lo previsto por el artículo 7º de la LRAF, los grupos financieros estarán integrados por *"una sociedad controladora y por alguna de las entidades financieras siguientes: almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje financiero, casas de cambio, instituciones de fianzas, instituciones de seguros, sociedades financieras de objeto limitado, casas de bolsa, instituciones de banca múltiple, así como por sociedades operadoras de sociedades de inversión y administradoras de fondos para el retiro"*. Asimismo, se prevé en este precepto legal, que los grupos financieros podrán ser constituidos con la participación de cuando menos *"dos tipos diferentes de las entidades financieras siguientes: instituciones de banca múltiple, casas de bolsa e instituciones de seguros"*. Finalmente, se ordena en la citada disposición que, en los casos en que el grupo financiero no incluya a dos de las entidades financieras mencionadas con anterioridad (bancos, casas de bolsa e instituciones de seguros) deberá contar por lo menos con tres tipos diferentes de las entidades primeramente señaladas, siempre y cuando no sean sociedades operadoras de sociedades de inversión o administradoras de fondos para el retiro.

⁴⁴ Publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 23 de enero de 1991.

⁴⁵ Véase a Solís, Leopoldo. *Op. cit.*, nota 24, pp. 202-204.

Es importante señalar, que de conformidad con el artículo 8º de la ley en comento, las entidades financieras integrantes de un grupo financiero, podrán:

I. Actuar de manera conjunta frente al público, ofrecer servicios complementarios y ostentarse como integrantes del grupo de que se trate;

II. Usar denominaciones iguales o semejantes que los identifiquen frente al público como integrantes de un mismo grupo, o bien, conservar la denominación que tenían antes de formar parte de dicho grupo, en todo caso deberán añadirle las palabras "Grupo Financiero" y la denominación del mismo, y

III. Llevar a cabo operaciones de las que le son propias a través de oficinas y sucursales de atención al público de otras entidades financieras integrantes del grupo, de conformidad con las reglas generales que dicte la Secretaría de Hacienda y Crédito Público..."

1.2.5 Empresas que prestan servicios complementarios, auxiliares o de apoyo

Son aquellas sociedades autorizadas por la SHCP que, de conformidad con las leyes aplicables, prestan servicios complementarios, auxiliares y de apoyo a las entidades financieras. Entre las principales empresas de este tipo, se encuentran: las bolsas de valores, las instituciones de depósitos de valores, calificadoras de valores, la bolsa de productos derivados, la cámara de

compensación de productos derivados, las sociedades de información crediticia, las sociedades valoradoras de activos fijos, etc.⁴⁶

1.3. Subsistemas

Debido a la naturaleza de las actividades que desarrollan los participantes en el sistema financiero mexicano, en especial, las entidades financieras y las empresas que prestan servicios de apoyo a ellas, se pueden agrupar en distintos sectores, los cuales, en cierta medida, corresponden a los mercados financieros que integran a dicho sistema financiero. Efectivamente, según lo comentamos en el numeral 1.2 anterior, todo sistema financiero está compuesto por autoridades y por entidades quienes realizan una actividad específica (ofrecen ciertos servicios o activo financiero) en los distintos mercados.

Con la finalidad de precisar la estructura del sistema financiero mexicano, tanto desde el punto de vista de los sujetos que en él participan, como de los mercados que lo integran, a continuación se describen los sectores en los que se pueden agrupar las distintas entidades financieras, autoridades, empresas que prestan servicios complementarios y de apoyo a las entidades financieras, etc., que participan en dicho sistema, a fin de estar en aptitud de identificar los distintos sectores o mercados en los que específicamente participan y se negocian activos financieros.⁴⁷

⁴⁶ Para una mejor comprensión sobre el particular, consúltese a: De la Fuente Rodríguez, Jesús. *Op. cit.*, nota 4, pp. 70 y 71; y a Acosta Romero, Miguel. *Op. Cit.*, nota 41, pp 195.

⁴⁷ De acuerdo con Hegewich Diaz Infante, las entidades financieras del sistema financiero mexicano se ubican en distintos sectores según el tipo de actos que realicen. De esta forma, se pueden agrupar en: "a) Operaciones y Servicios Bancarios: Según las operaciones activas y pasivas de la banca -recepción de dinero y otorgamiento de crédito- y los servicios que ésta presta; b) Operaciones Bursátiles: Operaciones sobre valores en el mercado de valores, de correturía, administración y de asesoría en materia financiera; c) Operaciones de Riesgo: Las que podemos dividir en operaciones de seguro y de fianza, las cuales tienden a prevenir el resultado de algún siniestro o bien garantizar el cumplimiento de una obligación; d) Operaciones No Bancarias: Las he denominado como tales, para poder distinguirlas de las bancarias, sin llamarlas auxiliares del crédito ya que no son propiamente auxiliares, sino son operaciones que celebran intermediarios como los almacenes generales de depósito, en materia de depósito, las arrendadoras financieras, en materia de arrendamiento financiero y puro, las sociedades de ahorro y préstamo, en materia de ahorro de sus socios,

Para efectos de lo anterior, el sistema financiero mexicano se encuentra compuesto por los siguientes subsistemas: bancario, no bancario, bursátil, de ahorro y préstamo popular, de seguros y fianzas, de los sistemas de ahorro para el retiro, de cobertura de riesgos, mismos que se describen a continuación.

1.3.1 Subsistema Bancario

Se define al subsistema bancario como "*el conjunto de instituciones y organizaciones públicas y privadas que se dedican al ejercicio de la banca y a todas las funciones que le son inherentes*".⁴⁸

De acuerdo con el orden legal mexicano, el sistema bancario está integrado por el Banco de México, como autoridad principal de este subsistema, las instituciones de banca múltiple, las instituciones de banca de desarrollo, los fideicomisos públicos constituidos por el Gobierno Federal para el fomento económico y aquellos fideicomisos que las leyes le encomienden administrar al Banco de México.⁴⁹

Es de mencionarse que la función de banca y crédito, de acuerdo con lo establecido por el artículo 2º de la LIC, solamente podrá prestarse por instituciones

las uniones de crédito, mediante el fomento del crédito a sus agremiados, las empresas de factoraje financiero, mediante operaciones de factoraje y las casa de cambio autorizadas para celebrar operaciones de compra y venta, en forma habitual, de divisas". En Derecho Financiero Mexicano, Instituciones del Sistema Financiero Mexicano, Ed. Porrúa, México, 1997, pág. 10.

⁴⁸ Zorrilla Arena, Santiago y Silvestre Méndez, José. Diccionario de Economía. Segunda edición, Ed. Limusa, México, 1995, pág. 213.

⁴⁹ Artículo 3º de la Ley de Instituciones de Crédito, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 18 de junio de 1990. Al respecto, cabe señalar que el Patronato del Ahorro Nacional, organismo descentralizado del Gobierno Federal, ha sido transformado en una institución de banca de desarrollo bajo la denominación de Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros, Sociedad Nacional de Crédito, Institución de Banca de Desarrollo, mediante la expedición de la Ley Orgánica del Banco de Ahorro Nacional y Servicios Financieros, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 1º de junio de 2001. Por otro lado, recuérdese que para efectos de este trabajo, se le ha denominado "subsistema bancario" a lo que la LIC denomina "sistema bancario".

de crédito, ya sea bajo la estructura de banca múltiple o de desarrollo. Dicha función, en términos del citado precepto legal, se define como *"la captación de recursos del público en el mercado nacional para su colocación en el público, mediante actos causantes de pasivo directo o contingente, quedando el intermediario obligado a cubrir el principal y, en su caso, los accesorios financieros de los recursos captados"*. Es decir, las unidades superavitarias (generalmente las familias que han satisfecho sus necesidades de consumo) mediante la constitución de depósitos a la vista o a plazo, entregan sus excedentes a estos intermediarios financieros monetarios a fin de que estos últimos otorguen créditos a favor de las unidades superavitarias (empresas) para desarrollar sus proyectos de inversión o consumo.

Asimismo, en este sector se ubican las sociedades financieras de objeto limitado (SOFOLDES), las cuales, con fundamento en la fracción IV del artículo 103 de la LIC y en las Reglas de organización y funcionamiento de estas sociedades emitidas por la SHCP, dadas a conocer en el Diario Oficial de la Federación de fecha 14 de junio de 1993, dichas entidades tienen como principal objeto captar los recursos provenientes de la colocación de instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores de la CNBV y otorgar créditos para determinada actividad o sector.

Adicionalmente, integran a este sector las filiales de instituciones financieras del exterior organizadas como instituciones de banca múltiple o sociedades financieras de objeto limitado, de conformidad con lo dispuesto por los artículos 45-A y siguientes de la ley de la materia.

Por cuanto se refiere a los organismos de apoyo de este subsistema, se encuentran las sociedades de información crediticia, inmobiliarias bancarias, la Asociación de Banqueros de México, Servicio Panamericano de Protección, S.A. de C.V., Seguridad y Protección Bancaria, etc.

1.3.2 Subsistema No bancario

En este subsistema, vigilado por la CNBV, se identifican entidades financieras que, si bien estrictamente no prestan el servicio de banca y crédito, sí realizan una función complementaria y específica en materia de crédito.⁵⁰

El artículo 3º de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 14 de enero de 1985, prevé como organizaciones auxiliares del crédito las siguientes sociedades:

a) Almacenes Generales de Depósito, los cuales tienen como principal función, almacenar, distribuir, comercializar, guardar y conservar bienes o mercancías que tengan bajo su custodia y expedir los certificados de depósito que amparen su existencia.

b) Empresas de Arrendamiento Financiero, cuya finalidad es la celebración de contratos de arrendamiento financiero. Esto es, por virtud de este contrato, la arrendadora financiera se obliga a adquirir determinados bienes y a conceder su uso o goce temporal, a plazo forzoso, a una persona física o moral, obligándose ésta a pagar como contraprestación que se liquidará en pagos parciales, una cantidad en dinero determinada o determinable que cubra el valor de adquisición de los bienes, las cargas financieras, y adoptando al vencimiento del contrato alguna de las opciones terminales establecidas en la propia ley.

⁵⁰ Por ejemplo, las empresas de factoraje financiero captan recursos del público a través de la colocación en el mercado de valores de instrumentos financieros como pagarés (entre otros mecanismos) para asignarlos mediante la compra de cuentas por cobrar de las empresas (financiamiento a las unidades deficitarias que les venden esos derechos de crédito). De igual forma, las sociedades de ahorro y préstamo captan recursos económicos de sus socios para que, posteriormente, les concedan créditos (colocación de recursos). Como se aprecia, dichas actividades no implican la captación masiva de recursos del público en general y su posterior colocación entre el público inversionistas, sino que, se trata de actos específicos en materia de crédito; por consiguiente, estrictamente no realizan la actividad propia de las instituciones de crédito.

c) Empresas de Factoraje Financiero, las cuales, principalmente, celebran operaciones con personas físicas o morales que desempeñen una actividad empresarial, consistentes en la compra de derechos de crédito provenientes de la proveeduría de bienes o servicios, documentados en facturas, títulos de crédito, etc. (operación de factoraje financiero).

d) Uniones de Crédito, mismas que facilitan el uso de crédito a sus socios y prestan su garantía o aval en los créditos contratados por sus socios.

e) Sociedades de Ahorro y Préstamo, cuyo objeto es captar recursos exclusivamente de sus socios y colocarlos entre ellos mismos.⁵¹

Cabe precisar que en este subsistema, también participan las filiales de instituciones financieras del exterior constituidas como organizaciones auxiliares del crédito en términos de los artículos 45 Bis-1 y siguientes de la ley de la materia.

Finalmente, el citado cuerpo legal considera a la compra, venta y cambio de divisas, realizada de manera habitual y profesional dentro del territorio nacional, como la única actividad auxiliar del crédito. Dicha actividad generalmente se ejerce a través de las casas de cambio o por las filiales de instituciones financieras del exterior organizadas como tales.

⁵¹ Por cuanto se refiere a las sociedades de ahorro y préstamo reguladas por la LGOAC, si bien por virtud del Decreto por el que se expide la Ley de Ahorro y Crédito Popular y se reforman y derogan diversas disposiciones de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito y de la Ley General de Sociedades Cooperativas, publicado en el Diario Oficial de la Federación de fecha 4 de junio de 2001, ya no se consideran como organizaciones auxiliares de crédito, es de comentarse que las hemos incluido en este apartado debido a que dicho Decreto entrará en vigor a los dos años de la fecha de publicación de dicho Decreto en el Diario Oficial de la Federación, según se establece en el artículo primero transitorio del referido Decreto.

1.3.3. Subsistema de Ahorro y Crédito Popular

El subsistema de Ahorro y Crédito Popular está conformado por entidades financieras de reciente creación. De conformidad con el Decreto por el que se expide la Ley de Ahorro y Crédito Popular y se reforman y derogan diversas disposiciones de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito y de la Ley General de Sociedades Cooperativas, publicado en el Diario Oficial de la Federación de fecha 4 de junio de 2001, este subsistema, "estará integrado por las sociedades cooperativas de ahorro y préstamo y las sociedades financieras populares que sean dictaminadas favorablemente por una Federación y autorizadas para operar como entidades de ahorro y crédito popular, en los términos de esta Ley; por las Federaciones que estén autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para ejercer las funciones de supervisión auxiliar de las entidades referidas, así como por las Confederaciones autorizadas por la propia Comisión para que administren sus respectivos fondos de protección".⁵² Dichas entidades, tendrán como objeto "el ahorro y crédito popular; facilitar a sus miembros el acceso al crédito; apoyar el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas y, en general, propiciar la solidaridad, la superación económica y social, y el bienestar de sus miembros y de las comunidades en que operan, sobre bases educativas, formativas y del esfuerzo individual y colectivo".⁵³

De conformidad con esta ley, son entidades de ahorro y préstamo las siguientes:

⁵² Artículo 2º de la LACP. Al respecto, cabe señalar que para efectos de este trabajo, se le ha denominado "subsistema de Ahorro y Crédito Popular" a lo que la LACP denomina "sistema de Ahorro y Crédito Popular".

⁵³ Artículo 4º de la LACP. En dicho artículo, se define la actividad de ahorro y crédito popular como "la captación de recursos en los términos de esta Ley provenientes de los Socios o Clientes de las Entidades, mediante actos causantes de pasivo directo o, en su caso contingente, quedando la Entidad obligada a cubrir el principal y, en su caso, los accesorios financieros de los recursos captados, así como la colocación de dichos recursos hecha entre los Socios o Clientes".

a) Sociedades Financieras Populares, las cuales son sociedades anónimas constituidas de conformidad con la Ley General de Sociedades Mercantiles y conforme a los requisitos que establece la LACP, que gozan de la autorización de la CNBV y del dictamen favorable de las Federaciones y que tienen por objeto realizar la función de ahorro y crédito popular.

b) Sociedades Cooperativas de Ahorro y Préstamo, son aquellas sociedades constituidas de conformidad con la Ley General de Sociedades Cooperativas y que realizan la función de ahorro y crédito popular.

Asimismo, la LACP prevé la participación de organismos de integración, los cuales *"serán instituciones de interés público, con personalidad jurídica y patrimonio propios, podrán adoptar cualquier naturaleza jurídica, siempre que no tenga fines lucrativos"*.⁵⁴

Estos organismos de integración son:

a) Federaciones, las cuales se constituirán, mediante la autorización de la CNBV, por la agrupación voluntaria de entidades de ahorro y préstamo, con la finalidad de ejercer facultades de supervisión auxiliar; y

b) Confederaciones, mismas que se constituirán, previa autorización de la CNBV, con la agrupación voluntaria de Federaciones y con el objeto de desempeñar las facultades de administración de los fondos de protección a los que se refiere la ley de la materia⁵⁵. Además, serán el órgano de colaboración del

⁵⁴ Artículo 50 de la LACP.

⁵⁵ De conformidad con los artículos de la LACP, el Fondo de Protección, es el sistema de protección a ahorradores que debe establecer cada Confederación, mediante la constitución de un fideicomiso de administración y garantía que tenga como fin cubrir los depósitos de cada ahorrador en caso de que se declare la disolución o liquidación, o se decrete el concurso mercantil de la entidad de ahorro y crédito popular.

Gobierno Federal para el diseño y ejecución de los programas que faciliten la actividad de ahorro y crédito popular.

En este subsistema no participan filiales de instituciones financieras del exterior, ni tampoco pueden pertenecer a grupos financieros.

1.3.4. Subsistema Bursátil

La intermediación de valores es la actividad que caracteriza a este sector.⁵⁶ Dicha función consiste en "la realización habitual de: a) operaciones de correduría, de comisión u otras, tendientes a poner en contacto la oferta y demanda de valores; b) Operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros, respecto de las cuales se haga oferta pública y c) Administración y manejo de carteras de valores propiedad de terceros".⁵⁷

Participan en este subsistema las siguientes entidades:

a) Casas de Bolsa, mismas que tienen como principal función actuar como intermediarios en términos de la ley de la materia; es decir, prestan servicios de colocación mediante oferta pública de acciones e instrumentos de deuda en el mercado, con la finalidad de facilitar a las empresas obtener financiamiento por parte del público inversionista.

⁵⁶ En términos del artículo 3º de la Ley del Mercado de Valores, son valores "las acciones, obligaciones, bonos, certificados y demás títulos de crédito y documentos que se emitan en serio o en masa en los términos de las leyes que los rijan, destinados a circular en el mercado de valores incluyendo las letras de cambio, pagarés y títulos opcionales que se emitan en la forma citada, y en su caso al amparo de un acta de emisión por disposición de la ley o de la naturaleza de los actos que en la misma se contenga, o si se requiera. El régimen que establece la presente ley para los valores y las actividades realizadas con ellos, también será aplicable a los títulos de crédito y a otros documentos que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales, que sean objeto de oferta pública o de intermediación en el mercado de valores. El régimen de esta ley también será aplicable a los valores, así como a los títulos y documentos con las características a que se refirió el párrafo anterior, emitidos en el extranjero, cuya intermediación en el mercado de valores y, en su caso, oferta pública, habrá de realizarse con arreglo a lo que para dichos efectos establece la misma".

⁵⁷ Artículo 4º de la Ley del Mercado de Valores.

b) Especialistas Bursátiles, sociedades que al obtener su autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, realizan las funciones previstas en el artículo 22-Bis de la Ley del Mercado de Valores.⁵⁸

c) Sociedades de Inversión, las cuales tienen por objeto *"la adquisición y venta de Activos Objeto de Inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista, así como la contratación de los servicios y la realización de las demás actividades previstas en este ordenamiento"*⁵⁹.

d) Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión, cuya finalidad es administrar sociedades de inversión y prestar los servicios de distribución y recompra de las acciones representativas del capital social de las sociedades de inversión por ellas administradas.

e) Filiales de instituciones financieras del exterior, organizadas como casas de bolsa, sociedades de inversión y sociedades operadoras de sociedades de inversión, de conformidad con lo previsto por los artículos 28 Bis-1 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores y artículos 62 y siguientes de la Ley de Sociedades de Inversión.

Asimismo, son empresas que prestan apoyo y servicios complementarios, a las entidades financieras participantes de este subsistema, principalmente, las siguientes: la BMV, la S.D. Indeval, Institución para el Depósito de Valores, las

⁵⁸ Debe precisarse que, si bien los especialistas bursátiles están regulados por la ley de la materia, en la actualidad, no se tiene conocimiento de alguna sociedad que realice funciones de especialista bursátil en el mercado de valores.

⁵⁹ Artículo 5º de la Ley de Sociedades de inversión publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 4 de junio de 2001, y cuya vigencia inició después de seis meses contados a partir de dicha fecha de publicación.

calificadoras de valores, empresas que administran mecanismos para facilitar las operaciones con valores, etc.

1.3.5 Subsistema de cobertura de Riesgos

Una de las actividades más importantes que en los últimos años ha contribuido al eficiente funcionamiento del sistema financiero mexicano, es la desempeñada por los organismos de este sector. A través de los servicios que prestan los operadores, formadores de mercado, socios liquidadores por cuenta propia y socios liquidadores por cuenta de terceros, se permite a los demás participantes del sistema financiero, manejar o administrar los riesgos inherentes a sus transacciones financieras. Debido a que el objeto de estudio del presente trabajo se relaciona con la actividad de los intermediarios de este sector, las autoridades y las empresas que prestan servicios de apoyo a dichas entidades, el análisis de cada uno de ellos, se dejará para el capítulo tercero de este trabajo.

Al respecto, cabe señalar que en este subsistema no participan filiales de instituciones financieras del exterior, ni tampoco pueden pertenecer a grupos financieros.

1.3.6 Subsistema de seguros y fianzas

Al igual que el subsistema anterior, la actividad de intermediación financiera desempeñada por las aseguradoras y afianzadoras contribuye, de manera importante, al eficiente funcionamiento del sistema financiero.⁶⁰ A través del pago de las primas que, por un lado, reciben las instituciones de seguros como contraprestación de los contratos de seguros que celebran, así como el importe de

⁶⁰ Véase a Solís, Leopoldo. *Op. cit.*, nota 24, pp. 226 y 227.

las primas entregadas a las instituciones de fianzas por concepto de las fianzas que otorguen a sus clientes se permite a dichos Intermediarios captar recursos de personas y empresas (unidades superavitarias) para canalizarlos o invertirlos hacia las unidades deficitarias.⁶¹ Entre las instituciones participantes en este sector se tienen:

- a) Instituciones de seguros y sociedades mutualistas de seguros.
- b) Instituciones de fianzas.
- c) Filiales de instituciones financieras del exterior, organizadas como instituciones de seguros o de fianzas, de conformidad con los artículos 33-A y siguientes de la LGISMS; y 15 y siguientes de la Ley Federal de Instituciones de Fianzas.

Dentro de las empresas que prestan servicios de apoyo a estos intermediarios están: las sociedades, se tienen las siguientes: agentes de seguros, la Asociación de Compañías Afianzadoras de México, A.C., Asociación Mexicana de Apoyo del sector Asegurador, Asociación Mexicana de Agentes de Seguros, etc.

⁶¹ De acuerdo con lo dispuesto por los artículos 46 de la LFIF y 46, 55 y 89 de la LGISMS, las afianzadoras, aseguradoras y sociedades mutualistas de seguros están obligadas a constituir reservas mediante la afectación de cierto porcentaje del importe total de las primas cobradas. Estas reservas deberán invertirse, en el caso de las aseguradoras y sociedades mutualistas de seguros, de conformidad con las "Reglas para la inversión de las reservas técnicas de las instituciones y sociedades mutualistas de seguros". Para los mismos efectos, las afianzadoras deberán observar lo dispuesto por las "Reglas para la inversión de las reservas de fianzas en vigor y de contingencia de las instituciones de fianzas". Ambas reglas fueron emitidas por la SHCP y dadas a conocer en el Diario Oficial de la Federación de fecha 1º de noviembre de 1995. Mediante el cumplimiento de estas disposiciones, las citadas instituciones desempeñan su actividad de intermediación financiera.

1.3.7 Subsistema de Ahorro para el Retiro

En los últimos años, gracias al ahorro interno generado por los participantes de este sector, las funciones del sistema financiero mexicano se han fortalecido. En efecto, en voz del investigador Leopoldo Solís, *"las sociedades de este sector financiero, serán responsables del manejo del ahorro forzoso de los trabajadores, de tal forma que se encarguen de colocar sus ahorros de largo plazo en actividades de financiamiento de proyectos de largo plazo que generen una rentabilidad en términos reales, elemento que ahora requiere el mercado financiero para sustentar un desarrollo en el ahorro interno sobre bases de un financiamiento sano"*.⁶² De esta forma, y de conformidad con la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 23 de mayo de 1996, integran a este subsistema las siguientes sociedades:

a) Administradoras de Fondos para el Retiro, quienes *"se dedican de manera exclusiva, habitual y profesional a administrar las cuentas individuales y canalizar los recursos de las subcuentas que las integran en términos de las leyes de seguridad social, así como a administrar sociedades de inversión"*.⁶³

b) Sociedades de Inversión especializadas de Fondos para el Retiro, las que de acuerdo a lo establecido por el artículo 39 de la ley de la materia, tienen por objeto, exclusivamente, invertir los recursos provenientes de las cuentas individuales que reciban en los términos de las leyes de seguridad social.

Cabe señalar que, si bien en la ley de la materia no se prevén a las filiales de entidades financieras del exterior, en este subsistema también participan dichas entidades por virtud de las Reglas para la constitución de administradoras de

⁶² Solís, Leopoldo. *Op. cit.*, nota 24, pp 224 y 225. Asimismo, para un conocimiento más detallado sobre el particular, se recomienda ver las páginas 221-227 de la obra del citado autor.

⁶³ Artículo 18 de la LSAR.

Fondos para el Retiro Filiales publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 10 de octubre de 1996.

1.4. Ubicación de la Bolsa de Productos Derivados en el Sistema Financiero Mexicano

Antes de situar a la bolsa de productos derivados dentro del sistema financiero mexicano, debe aclararse que, si bien, desde el punto de vista jurídico, Mexder es una persona moral que goza de la autorización de la SHCP para prestar servicios complementarios, auxiliares y de apoyo a las entidades financieras que participan en el subsistema de cobertura de riesgos, también lo es que, desde el punto de vista económico, Mexder se identifica como un mercado organizado, es decir, como aquel lugar en el que de manera virtual concurren vendedores y compradores para negociar futuros y opciones.

En este sentido, y para efectos del presente trabajo, al referirnos a Mexder, no debe entenderse como el organismo que presta servicios de apoyo a las demás entidades financieras que participan en el subsistema de cobertura de riesgos, sino más bien, como al mercado organizado de productos derivados en donde concurren ciertos sujetos para negociar futuros y opciones bajo ciertas reglas específicas.

Ahora bien, con la finalidad de ubicar al mercado de productos derivados que se cotizan en bolsa dentro del sistema financiero mexicano, debe precisarse que, debido a las particularidades de este mercado en relación a los participantes y su actividad de cobertura de riesgos, los activos financieros que se negocian, así como los objetivos, la actividad de intermediación financiera estrictamente no se presenta en este mercado. Efectivamente, el flujo de recursos económicos de las unidades superavitarias hacia las unidades deficitarias no existe, sino que, los participantes ofrecen servicios para manejar la exposición de los riesgos implícitos

en las operaciones que se celebran en los mercados de dinero, capitales, divisas, etc. Es decir, se trata de una actividad meramente de protección, mediante la cual se permite a los agentes económicos que participan en los distintos mercados financieros, cubrirse de los movimientos de las variables económicas que concurren en estos mercados (tipo de cambio, precios, etc.) y que, en ocasiones, pueden ser adversos para dichos participantes.

No obstante lo anterior, si se atiende a la naturaleza de los actos que realizan los operadores, formadores de mercado y socios liquidadores, se puede identificar a este mercado dentro del subsistema de "cobertura de riesgos".

A continuación, se muestra un esquema de la estructura actual del sistema financiero mexicano, en el que pueden ubicarse los distintos subsistemas o mercados que integran a este sistema, identificándose, de esta forma, al mercado de productos derivados cotizados en bolsa, bajo el subsistema de cobertura de riesgos.

CAPÍTULO SEGUNDO

Productos Derivados en México

2.1 Definición y generalidades

En la actualidad, uno de los principales indicadores que caracterizan el desarrollo de las economías financieras modernas es la existencia de productos derivados. En voz de algunos tratadistas, se ha afirmado que *"el crecimiento de los mercados financieros ha estado asociado con la creación y expansión de nuevos productos y servicios, entre los cuales, los productos derivados son de primer orden. De hecho, su contribución es tan significativa, que el grado de desarrollo financiero de los mercados se puede medir por la existencia, diversidad y volumen operado de estos productos"*.⁶⁴

En los últimos años, se ha calificado a estos instrumentos como una herramienta eficaz para manejar o administrar los riesgos en los mercados financieros,⁶⁵ lo cual, no sólo ha permitido disminuir la incertidumbre que impera en los mismos, sino también, ha contribuido al eficaz funcionamiento del sistema financiero.

Por otro lado, la toma de decisiones financieras por parte de los agentes económicos -individuos, familias, empresas, entidades públicas- se basa en el costo de oportunidad⁶⁶ que implica dejar de consumir en el presente para recibir

⁶⁴ Díaz Tinoco, Jaime y Hernández Trillo, Fausto. Futuros y Opciones Financieras, una introducción. Segunda edición, Ed. Limusa, México, 1998, pág. 7.

⁶⁵ Catherine Mansell comenta que en las dos últimas décadas, los participantes de los mercados financieros diseñaron métodos para compensar los riesgos implícitos en las operaciones financieras, dando lugar a una nueva tecnología conocida como "la administración de riesgos". Dicha tecnología se basa, precisamente, en la negociación de productos derivados. Cfr. Mansell Carstens, Catherine. Las Nuevas Fianzas en México. Séptima reimpresión, Ed. Milenio, IMEF, ITAM, México, 1996, pp. 225-230.

⁶⁶ Este costo se define como *"aquel que representa la mejor alternativa desechada en la utilización de un factor de la producción o de una inversión. En finanzas corporativas una empresa debe medir el retorno de la inversión en contra de lo que pudiera haber producido la misma en su mejor alternativa suponiendo el mismo riesgo"*. Barandarián, Rafael. *Op. cit.*, nota 6, pp. 53 y 54. Por ejemplo, el costo de oportunidad de un alumno

mayores ingresos en el futuro.⁶⁷ Este costo se centra, fundamentalmente, en la expectativa que se tiene de los rendimientos que se generarán al invertir en la amplia gama de instrumentos ofertados en los mercados financieros.⁶⁸ Por ejemplo, un inversionista en el mercado de valores que pronostica el alza en el precio de las acciones representativas del capital social de una determinada empresa, se verá motivado a adquirir dichas acciones en el presente para venderlas en el futuro y así obtener una ganancia por el diferencial en los precios de compra y venta; es decir, buscará comprar barato hoy para vender caro mañana. Asimismo, si una persona conoce del aumento en las tasas de interés, posiblemente se abstenga de adquirir un instrumento de deuda de corto plazo y prefiera comprar un instrumento de deuda a largo plazo.⁶⁹

Sin embargo, tales expectativas no siempre se cumplen en los términos previstos, ya que, existen diversos factores "riesgo" que impiden obtener los rendimientos esperados, y en ocasiones hasta llegan a provocar la pérdida del monto total de la inversión. Así pues, riesgo es *"la posibilidad de incurrir en un daño o pérdida debido a un suceso que pudiera ocurrir en el futuro"*.⁷⁰ Vale la pena señalar, que los participantes en los mercados financieros, tanto en su carácter de oferentes de activos (emisores) como de demandantes (inversionistas) enfrentan

de gastar dinero en diversión, posiblemente sea dejar de comprar libros y así contribuir en su preparación profesional. Desde el punto de vista financiero, este costo se presenta cuando, por ejemplo, un individuo invierte en un instrumento de deuda emitido por una empresa con baja calificación crediticia, en lugar de un instrumento con las mismas características pero emitido por el gobierno.

⁶⁷ Las finanzas es una disciplina que tiene como principal objetivo estudiar las formas más adecuadas para asignar, en el tiempo, los recursos que poseen los agentes económicos -individuos, empresas, gobiernos, etc. Esta disciplina, principalmente, estudia tanto las decisiones para obtener dichos recursos (financiamiento) como aquellas para asignarlos en el futuro (inversión). Véase a Bodie, Zvi y Merton C., Robert. *Op. cit.*, nota 5, pp. 2-7.

⁶⁸ Además del factor "rendimiento", los agentes económicos al tomar decisiones de inversión, también consideran otros aspectos como: la exposición al riesgo, el plazo, la liquidez del mercado, etc. Para un conocimiento más detallado acerca de lo anterior, se recomienda ver a Heyman, Timothy. *Inversión en la Globalización, análisis y administración de las nuevas inversiones mexicanas*. Ed. Milenio, ITAM, IMEF, BMV, México, 1998, pp. 25-46.

⁶⁹ Debe recordarse que existe una relación inversamente proporcional entre las tasas de interés y el precio de los instrumentos de deuda. Es decir, al aumentar las tasas de interés, el precio de los instrumentos de deuda baja y viceversa.

⁷⁰ Díaz, Carmen. *Futuros y Opciones sobre Futuros Financieros, teoría y práctica*. Ed. Prentice Hall, México, 1998, pág. 63.

diversos riesgos.⁷¹ En este sentido, merece especial énfasis mencionar a los riesgos financieros (*financial risks*),⁷² los cuales se relacionan con las pérdidas que se suscitan en los mercados financieros como consecuencia de los movimientos que experimentan las variables financieras (tasas de interés o tipos de cambio). Dentro de los riesgos financieros, se distinguen, entre otros, los siguientes:⁷³

a) Riesgo de mercado, el cual se refiere a las pérdidas asociadas con el cambio en los precios de los activos financieros derivados de los movimientos adversos que se suscitan en los tipos de cambio o en las tasas de interés, especialmente, cuando el valor del bien objeto de la operación depende de dichas variables.

b) Riesgo de crédito o contraparte, el cual se materializa con el daño que se ocasiona a una de las partes por el incumplimiento de las obligaciones del otro;

c) Riesgo liquidez, es decir, aquel costo relacionado con la dificultad de comprar o vender instrumentos financieros.

Como consecuencia directa de la incertidumbre que prevalece en los mercados financieros, se crearon los productos derivados para compensar las posibles pérdidas en las operaciones celebradas en los mercados *spot* o de

⁷¹ En un sentido muy amplio, en la actividad económica se presentan distintos riesgos para los participantes. Por ejemplo, existen los llamados riesgos de negocios o *business risk*, los cuales se originan cuando aumentan los costos de producción de un bien con motivo de una innovación tecnológica, o cuando las preferencias de los consumidores en relación a un determinado producto o servicio cambian y optan por otro, etc. Estos riesgos al implicar un cambio en la demanda del bien, afectan su oferta y por consiguiente, las empresas se ven obligadas a modificar sus programas de producción. Otros riesgos presentes en la actividad económica son los riesgos de estrategia o *strategic risks*. Estos, generalmente, se derivan del cambio en las políticas económicas impuestas por los gobiernos, como por ejemplo, cuando se establece un tipo de cambio flotante en lugar de uno fijo, etc.

⁷² Véase a Jorion, Philippe. *Value at Risk: The new benchmark for controlling Market Risk*. Irwin Professional Publishing, Chicago, 1998 pp. 3-4 y 14-18.

⁷³ Existen otros riesgos que pueden afectar a los inversionistas en sus operaciones, como por ejemplo: el operativo, legal, etc. Para un mejor tratamiento sobre el particular, consúltese a Jorion, Philippe. *Op. cit.*, nota 72, pp. 17-18.

contado.⁷⁴ Principalmente, estas pérdidas se derivan de los movimientos inesperados en los precios de los activos financieros que se negocian en los mercados de dinero, capitales, divisas, así como en los precios de las materias básicas o primas como el trigo, azúcar, madera, etc.

Los productos derivados se definen como aquellos instrumentos financieros cuyo valor depende del precio o valor del activo al que se encuentran referidos.⁷⁵ Este bien que sirve de base para determinar el valor de los instrumentos en comento se le denomina "activo subyacente", el cual puede ser un activo financiero o un producto físico. Entre los activos financieros se encuentran las acciones, instrumentos de deuda, índices bursátiles, etc. Son activos no financieros los productos físicos o *commodities*,⁷⁶ tales como: productos agrícolas (trigo, arroz, frijol), metales, petróleo, etc. Por ejemplo, si un producto derivado tiene como activo subyacente sea el Dólar, su valor dependerá de los movimientos que experimente el tipo de cambio del dólar frente a otra moneda, durante el tiempo de vigencia del instrumento (más adelante se ejemplifica cada producto derivado).

⁷⁴ El mercado *spot* o de contado, es la denominación con la que se conoce a los mercados cuyas operaciones se liquidan en el momento mismo de su concertación o en un período corto de tiempo de dos o tres días. En contraposición a este mercado, se encuentra el mercado a plazo. Para una mejor comprensión sobre el particular, véase el numeral 1.1 de este trabajo.

⁷⁵ James Rodríguez de Castro, señala que "un instrumento financiero derivado es cualquier instrumento financiero cuyo valor es una función ('se deriva') de otras variables que son en cierta medida más fundamentales. Por ejemplo, el valor de un swap de tasa de interés es una función de las tasas de interés que rigen en un momento dado en el mercado". Rodríguez de Castro, James. Introducción al análisis de productos financieros derivados, futuros-opciones-forwards-swaps. Ed. Limusa, México, 1997, pág. 27.

⁷⁶ Los *commodities* es un "término anglo-sajón para definir insumos, materias primas o de consumo que son comerciadas internacionalmente y que por lo general son estandarizadas de amplia producción, de fuerte demanda internacional y que gozan de amplia información en sus respectivas cotizaciones internacionales. Normalmente se clasifican en tres grupos: alimentos (trigo, café y azúcar), agrícolas no alimenticios (fibras, algodón, yute, etc.) y minerales". Barandiarán, Rafael. *Op cit.*, nota 6, pág. 47. Sin embargo, es interesante observar como en la actualidad y específicamente en el ámbito de los contratos de futuros referidos a productos físicos, el alcance de dicho vocablo se ha extendido a otros factores como el clima, el petróleo, etc. Sobre este particular, se recomienda revisar a Costa Ran, Luis y Font Vialta, Montserrat. *Commodities*, mercados financieros sobre materias primas. Ed. Esic, Madrid, 1993.

En México, los principales productos derivados son: los *forwards*, contratos de futuros, títulos opcionales (*warrants*), contratos de opciones⁷⁷ y *swaps*, mismos que se negocian tanto en los mercados organizados o bursátiles, como en los extrabursátiles.⁷⁸

Dos son las principales funciones de estos instrumentos.⁷⁹ Por un lado, los participantes en los mercados de valores, divisas, dinero, etc., realizan operaciones de cobertura con el propósito de "*protegerse contra movimientos adversos de precios de tasas de interés o de tipos de cambio; en otras palabras, el objetivo de las operaciones de cobertura es cubrirse de la exposición de los riesgos de variación de dichos precios*".

En este caso, la mecánica de funcionamiento de las operaciones de cobertura se fundamentan en dos supuestos:

a) Tener una posición⁸⁰ en los mercados *spot* o de contado; esto es, comprar o vender un activo en alguno de los mercados de divisas, capitales, dinero, etc., y

⁷⁷ Es importante aclarar que, actualmente, en la bolsa mexicana de productos derivados, los contratos de opciones no se están negociando. Sin embargo, desde hace varios años, especialmente en el mercado de divisas fuera de bolsa, dichos contratos se han estado celebrando. (véase la nota siguiente).

⁷⁸ Como se verá más adelante, los mercados bursátiles y extrabursátiles es una de las tantas clasificaciones que se hacen a los mercados financieros. En este caso, dicha clasificación obedece al grado de organización de los mismos. Para una mayor claridad en torno a lo anterior, remítase a las páginas 5 a 7 del presente trabajo.

⁷⁹ De manera general, las principales funciones de estos instrumentos financieros son: a) asegurar el precio futuro de los activos negociados en aquellos mercados expuestos a constantes cambios en los precios de los activos; b) neutralizar los riesgos de variaciones en las tasas de interés y tipos de cambio de las divisas; c) reducir costos de transacciones y costos de reasignación de activos; d) crear vías ágiles para el arbitraje entre mercados, etc. Véase a Díaz Tinoco, Jaime y Hernández Trillo, Fausto. *Op. cit.*, nota 64, pág. 7.

⁸⁰ Se dice que "*abrir o tomar una posición en el mercado significa asumir un compromiso de compra o venta en relación a un contrato negociado. Es decir, tener una posición abierta compradora (largo) implica asumir el compromiso de comprar al vencimiento del contrato el activo subyacente. Inversamente, tener una posición abierta vendedora (corta) representa adquirir el compromiso de vender al vencimiento el activo en cuestión*". Adell Ramón, Ramón y Romeo García, Remedios. *Opciones y Futuros Financieros*. Ed. Pirámide, Madrid, 1996, pág. 28.

b) Adoptar una posición en los mercados de derivados, comprando o vendiendo (pero opuesta a la posición del mercado *spot*). Es decir, si se compran divisas en el mercado *spot* (posición larga) se vende un producto derivado (posición corta), con la finalidad de compensar las pérdidas sufridas en un mercado con las ganancias obtenidas en el otro mercado y viceversa.

Por ejemplo, una persona con una deuda denominada en divisas pagadera en el futuro, puede sufrir grandes pérdidas mediante un incremento abrupto en el tipo de cambio (en el mercado *spot* tiene una posición larga). A fin de contrarrestar o cubrir dicho riesgo, puede acudir al mercado de productos derivados y vender un contrato de futuro (en este mercado adopta una posición corta). De esta forma, las pérdidas que sufra en el mercado de contado al comprar divisas, se verá compensada con las ganancias que resulten al vender tales divisas en el mercado de derivados (esto se irá explicando con mayor detenimiento).

Por otro lado, estos instrumentos financieros también se utilizan con fines de especulación, es decir, los inversionistas toman posiciones con el "*propósito explícito de obtener utilidades que resulten de movimientos en tasas de interés o en los tipos de cambio; es decir, el especulador toma posiciones para beneficiarse de su exposición al riesgo de variaciones en ciertos precios, en este caso de tasas de interés y de tipos de cambio*".⁸¹ Por lo general, en estas operaciones no se tiene una posición en el mercado *spot*.

Expresado lo anterior, a continuación, de manera somera y desde el punto de vista económico, se analizan los productos derivados que se conocen en México.

⁸¹ Mansell Carstens, Catherine. *Op cit.*, nota 65, pp 27 y 28.

2.2 Contrato adelantado o *forward*⁸²

Los contratos adelantados, también conocidos como contratos a plazo o *forwards*, son uno de los productos derivados más sencillos y utilizados en el manejo de los riesgos financieros.⁸³ Estos instrumentos solamente se negocian en los mercados fuera de bolsa o extrabursátiles.

Los *forwards* se definen como aquellos "contratos a plazo, en los que se reduce el riesgo de la incertidumbre, expresándose el acuerdo de las partes, una de comprar y la otra de vender un bien en una fecha específica en el mercado, a un precio determinado (precio de entrega), bajo condiciones establecidas y acordadas por ellas".⁸⁴ Se trata, pues, de una compraventa a futuro de un activo subyacente, cuya cantidad, fecha de liquidación del precio y de entrega del bien se pactan en el momento mismo de su celebración, para dejar su cumplimiento en una fecha posterior.⁸⁵ Entre los activos objeto de este contrato principalmente se encuentran las divisas y las tasas de interés.

Para ilustrar lo anterior, véase el siguiente ejemplo utilizando como valor de referencia las divisas:

⁸² Vocablo del idioma inglés que significa "toward the front", es decir, "hacia adelante".

⁸³ Véase a Vega Rodríguez, Francisco Javier, et. al. El Mercado Mexicano de Dinero, Capitales y Productos Derivados: sus Instrumentos y sus usos. Ed. Eon, GAF/grupo Asesores Financieros y Thomson Financial Services, México, 1998, pág. 313.

⁸⁴ De la Fuente Rodríguez, Jesús. *Op. cit.*, nota 4, pp. 560 y 561.

⁸⁵ Es importante señalar que, desde el punto de vista jurídico, un *forward* es una operación que implica la celebración de un contrato de compraventa a futuro de un bien subyacente. Sin embargo, para los economistas, se habla de comprar y vender *forwards*. En efecto, en el argot de los economistas se refieren a que "El comprador de un contrato adelantado tiene la obligación de recibir los bienes y pagarlos; el vendedor tiene la obligación de entregarlos y aceptar el pago. El comprador de un contrato adelantado se beneficia si los precios se incrementan por que habrá concertado en firme un precio inferior. De forma similar, el vendedor gana si los precios disminuyen porque ha convenido en firme un precio de venta mayor. Obsérvese que en un contrato adelantado una de las partes solo puede ganar a expensas de la otra, de forma que es un juego de suma-cero". Ross, Stephen A. et al. Fundamentos de finanzas corporativas, traducción de Julio Caro Pondo, de la obra en inglés *Fundamentals of Corporate Finance*. Segunda edición, Ed. IRWIN, Madrid, 1995, pág. 880. De lo anterior, pareciera que los contratos a plazo son objeto de transacción, es decir, como si se pudiera celebrar un contrato sobre otro contrato. Sin embargo, a la luz de las normas jurídicas que regulan a los actos jurídicos bilaterales (contratos) no se prevé que los contratos puedan ser objeto a su vez de otros contratos (artículos 1824 y 1825 del Código Civil Federal). De esta forma, se estima que hablar de compra y venta de contratos jurídicamente no tiene sustento legal.

a) Una empresa mexicana al día de hoy (febrero de 2002) tiene una deuda de \$100,000 Dólares derivada de un contrato de compraventa que celebró con una empresa norteamericana para la adquisición de cierta maquinaria. En dicho contrato, se pactó que la entrega de la maquinaria se efectuaría en el mes de diciembre del mismo año contra entrega del precio convenido. A la fecha, el tipo de cambio es de 8 pesos por Dólar, lo que implica desembolsar \$800,000 pesos para adquirir los Dólares de referencia.

b) Por diversas circunstancias de índole financiera, a dicha empresa no le conviene adquirir en el mercado de contado o *spot* los Dólares de referencia para su posterior entrega, por lo que implícitamente se expone al riesgo de enfrentar fluctuaciones adversas en el tipo de cambio peso/dólar durante este periodo.⁸⁶

c) Con la finalidad de protegerse de este riesgo latente en el mercado *spot* de divisas, la empresa mexicana celebra un contrato adelantado por la cantidad de \$100,000 Dólares, a un plazo de diez meses (diciembre), fijando un tipo de cambio adelantado de \$10 pesos por Dólar. Como consecuencia de esta operación, la empresa mexicana se ha cubierto de las pérdidas que pudiera sufrir por los movimientos adversos del tipo de cambio durante los diez meses, ya que, desde hoy conoce con certeza el precio de los Dólares que deberá pagar en diciembre, sin que el aumento o disminución del tipo de cambio en el mercado *spot* sea trascendente.

d) Llegado el mes de diciembre, las partes en el *forward* darán cumplimiento a sus obligaciones. Desde el punto de vista de la empresa mexicana, ésta recibirá los \$100,000 Dólares, pagando por ellos el precio del tipo

⁸⁶ Debe señalarse que la empresa mexicana no enfrentaría ningún riesgo financiero si adquiriese hoy los Dólares y los guardara hasta la fecha de entrega. Sin embargo, el costo de oportunidad de no poder disponer de los recursos durante estos siete meses, indudablemente traería otros efectos financieros en perjuicio de la empresa (por ejemplo, no podría comprar materia prima o contratar a nuevos trabajadores); es decir, dicho dinero se volvería improductivo durante este tiempo.

de cambio pactado, es decir, \$10 pesos por dólar, con independencia del tipo de cambio vigente a esa fecha en el mercado *spot* de divisas.⁸⁷ Una vez que la empresa mexicana tenga los Dólares podrá dar cumplimiento al contrato de compraventa celebrado en el mes de febrero del mismo año.⁸⁸

Entre las características que distinguen a este producto derivado están las siguientes:⁸⁹

a) Es un contrato que se celebra exclusivamente en los mercados no organizados o extrabursátiles. Como consecuencia de lo anterior, se derivan los siguientes aspectos:

- 1.- No son contratos estandarizados, es decir, los términos y condiciones de liquidación del precio, entrega del bien subyacente, así como sus características de calidad, cantidad, etc., se pactan entre las partes.
- 2.- Existe un riesgo crediticio, debido a que la probabilidad de incumplimiento de la contraparte es real.

b) Las pérdidas y ganancias de cada una de las partes se calculan hasta el día del vencimiento del contrato, ya que hasta ese momento se podrá conocer el precio o valor del activo subyacente en el mercado *spot*.

⁸⁷ Es importante señalar que, generalmente, en este tipo de operaciones de cobertura nunca se entrega el principal, es decir, los Dólares objeto del *forward*, sino que la diferencia entre el tipo de cambio *spot* y el tipo de cambio adelantado se compensa en efectivo. Posteriormente, la parte que tiene una posición larga en el mercado *spot* de divisas (necesita los Dólares) acude a dicho mercado para adquirirlos.

⁸⁸ Por cuanto se refiere al aspecto financiero de este contrato, específicamente en relación a las ganancias y pérdidas del comprador y del vendedor (perfil de resultados), véase a Mansell Carstens, Catherine. *Op. cit.*, nota 65, pp. 264-273.

⁸⁹ Como se verá en el numeral siguiente, las características de este producto derivado son opuestas a las de los contratos de futuros. Para mayor detalle sobre el particular, véase a Díaz Tinoco, Jaime y Hernández Trillo, Fausto. *Op. cit.*, nota 64, pág.15.

c) Generalmente no existen costos de transacción, es decir, no se requiere efectuar algún depósito en garantía al momento de celebrar el contrato.

d) Es un instrumento no negociable, es decir, no se puede transmitir con facilidad. En este sentido, se dice que el mercado de este instrumento no es líquido, debido a que no se pueden ceder los derechos de estos contratos con cierta celeridad.

Finalmente, para calcular el valor de un *forward*, se recomienda la lectura de la obra citada a pie de página.⁹⁰

2.3 Contrato de Futuro⁹¹

En los últimos tiempos, los contratos de futuros han sido uno de los instrumentos financieros más revolucionarios, versátiles y de mayor aceptación que se negocian en los mercados de productos derivados cotizados en bolsa.⁹²

Se define al contrato de futuro como "*aquel contrato estandarizado en plazo, monto, cantidad y calidad, entre otros, para comprar o vender un Activo Subyacente, a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura*".⁹³ Es decir, se trata de un contrato de compraventa a plazo de un producto físico o financiero (activo subyacente) cuya cantidad y calidad, términos de entrega y liquidación del precio, están previamente establecidos, no por las partes, sino por la bolsa en que se operan, dejando solamente a las partes contratantes

⁹⁰ Rodríguez de Castro, James. *Op. cit.*, nota 75, pp. 34 y 35; 38-42.

⁹¹ Para conocer la historia y desarrollo de los futuros véase a Manse!! Carstens, Catherine. *Op. cit.*, nota 65, pp. 276-281.

⁹² *Ibid.* pág. 263.

⁹³ Primera de las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que participen en la constitución y operación de un mercado de productos derivados cotizados en Bolsa, emitidas, de manera conjunta, por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 31 de diciembre de 1996.

negociar el precio del contrato.⁹⁴ Por consiguiente, en virtud de este contrato, el comprador se obliga a pagar, en una fecha futura ya establecida, cierta cantidad de dinero al vendedor, obligándose éste último, una vez concluido el plazo pactado, a entregar al comprador el número de unidades de activo subyacente acordado.⁹⁵

Entre los activos subyacentes que se utilizan como valores de referencia de estos contratos están: los financieros como las acciones, tasas de interés,⁹⁶ divisas, índices bursátiles,⁹⁷ y los productos físicos o *commodities*,⁹⁸ como el trigo, algodón, jugo de naranja, petróleo, etc.

A fin de ilustrar el funcionamiento de este producto derivado, véase el siguiente caso hipotético:

a) El 1º de junio del 2000, una empresa mexicana para implementar un proyecto de expansión, decide celebrar un contrato de crédito bancario por un monto de \$500,000 pesos, pagadero en el mes de diciembre de ese mismo año. Se pacta en dicho contrato el pago de intereses a una tasa flotante, tomando como referencia la tasa de los Certificados de la Tesorería de la Federación a 91 días. Al día de hoy, dicha tasa se encuentra en 20 %.

⁹⁴ En el caso concreto de México, la Bolsa Mexicana de Productos Derivados es la entidad facultada para determinar los términos y condiciones de los contratos que se negocian en ella misma (inciso f, de la quinta de las Reglas). A fin de conocer las características de estos contratos negociados en el mercado mexicano, véase la dirección electrónica: www.mexder.com.mx.

⁹⁵ Debe aclararse que en la práctica, quienes celebran estos contratos no esperan la fecha de vencimiento del contrato para cumplir con sus prestaciones, sino que, por razones de conveniencia financiera, generalmente cierran sus posiciones antes de la fecha de vencimiento del contrato. Por ejemplo, una persona que compra un contrato de futuro sobre dólar a seis meses (posición larga), podrá cerrar su posición mediante una operación en contrario sobre el mismo contrato (vendiendo) antes de la fecha de vencimiento del contrato con la finalidad de obtener mejores ganancias como resultado de los diferenciales en los precios de compra y venta.

⁹⁶ En un sentido estricto, el activo financiero no es la tasa de interés, sino más bien, los instrumentos de deuda cuyo valor está determinado, precisamente, por los movimientos de las tasas de interés.

⁹⁷ Para una exposición más detallada sobre la mecánica de operación de cada uno de estos contratos de futuros, se recomienda consultar a Díez de Castro, Luis y Mascareñas, Juan. Ingeniería Financiera, la gestión en los mercados financieros internacionales. Segunda Edición, Ed. Mc-Graw Hill, Madrid, 1994, pp. 251-260.

⁹⁸ Ver nota 76.

b) Debido a la inestabilidad financiera que se vive en el país, la empresa mexicana enfrenta un riesgo de un movimiento adverso en la tasa de interés de los Cetes, incertidumbre que se refleja al no saber con precisión la cantidad adicional que tendrá que pagar al banco, en el mes de diciembre, por la contratación del crédito.

c) En la bolsa mexicana de productos derivados se negocian contratos de futuros sobre Cetes a 91 días. Los términos y condiciones de estos contratos son: 1) Tamaño de contrato: 10,000 Cetes (equivalente a 100 mil pesos); 2) Periodo del contrato: ciclo trimestral (marzo, junio, septiembre y diciembre); 3) Unidad de cotización: Índice 100 menos la tasa porcentual de rendimiento; 4) último día de negociación y vencimiento: el día en que el Banco de México realice subasta primaria de valores gubernamentales en la semana correspondiente al tercer martes de vencimiento, etc.⁹⁹

d) La empresa en comento, al tener la fuerte expectativa de un aumento en la referida tasa de interés a diciembre de este año, decide acudir a la bolsa de productos derivados para adquirir (mejor dicho celebrar), a través de un intermediario financiero, cinco contratos de futuros sobre Cetes a 91 días (100 x 5 = 500,000). Mediante esta operación, dicha empresa tendrá la seguridad del monto a pagar al banco por concepto de intereses, independientemente de los aumentos que pueda sufrir la mencionada tasa.

f) Llegado el mes de diciembre, si la expectativa de incremento de la tasa de los Cetes a 91 días es correcta, la empresa mexicana recibirá una cantidad de dinero equivalente al diferencial entre la tasa de interés pactada en el contrato de futuro y la vigente en el mercado *spot* a la fecha de vencimiento.

⁹⁹ Véase la dirección electrónica: www.mexder.com.mx.

Desde luego, si los cálculos no son los correctos, dicha empresa tendrá que asumir las pérdidas.

Por cuanto se refiere a las características de este instrumento financiero cabe destacar las siguientes:

a) Es un producto que se negocia exclusivamente en los mercados organizados de derivados o bolsas. Como consecuencia de lo anterior, se trata de un contrato:¹⁰⁰

1.- Estandarizado, es decir, la cantidad y calidad del bien objeto del contrato, así como el plazo para el cumplimiento de las obligaciones pactadas (entrega de precio y cosa), están previamente determinadas por la bolsa en que se negocian estos contratos y no por las partes contratantes. La única variable a negociar es el precio.

2.- Que se opera con la intervención forzosa de un tercer participante, es decir, la cámara de compensación de la bolsa en que dicho contrato se negocia. En efecto, a fin de contribuir con la liquidez de los mercados de futuros, la cámara de compensación se constituye como contraparte legal de cada uno de los participantes, con la finalidad de asumir el riesgo de incumplimiento de las partes (riesgo contraparte).

3.- La terminación del contrato generalmente no llega a la fecha de vencimiento, ya que una de las partes puede cerrar su posición con el objeto de obtener una ganancia derivada de los diferenciales entre el precio de compra y el precio de venta o viceversa. Esto es, una persona que haya adquirido un contrato de futuro (está en posición larga) puede cancelar

¹⁰⁰ Las siguientes características reflejan los aspectos que distinguen a los mercados organizados de productos derivados. Para este efecto, véase el numeral 1.1 del presente trabajo.

dicha posición celebrando una venta sobre el mismo contrato (posición corta). Esta característica es una de las principales ventajas que facilitan la liquidez del mercado.¹⁰¹

Finalmente, por cuanto se refiere al cálculo del precio de los futuros y demás aspectos meramente técnicos se recomienda consultar las obras citadas a pie de página.¹⁰²

2.4 Contrato de Opción¹⁰³

Se ha dicho, que los contratos de opción son los productos derivados más flexibles, pero también los más sofisticados.¹⁰⁴ Tanto en los mercados organizados como en los extrabursátiles, se realizan numerosas operaciones con opciones sobre diversos activos subyacentes, financieros y no financieros. Por ejemplo, hay contratos de opciones sobre acciones, divisas, tasas de interés, mercancías básicas como trigo, algodón, etc.

Desde un punto de vista económico, se han vertido diferentes definiciones en torno a este concepto. Por un lado, se define a la opción como *"el derecho, mas no la obligación, de comprar o vender una cantidad determinada de un bien (una acción, una mercancía básica, divisa, instrumento financiero, etcétera) a un precio preestablecido (el precio de ejercicio) dentro de un periodo predeterminado"*.¹⁰⁵ Por otro lado, se señala que la opción es *"aquel contrato estandarizado en plazo, monto, cantidad y calidad, entre otros, para comprar o*

¹⁰¹ Recuérdese que la mecánica de operación de los productos derivados implica un juego de suma cero. Es decir, a todo comprador hay un vendedor; uno gana y el otro pierde.

¹⁰² Díaz Tinoco, Jaime y Hernández Trillo, Fausto. *Op. cit.*, nota 64, pp. 32-38, 42-48 y 51-54; Mansell Carstens, Catherine. *Op. cit.*, nota 65, pp. 296-301.

¹⁰³ En la práctica financiera, generalmente a los contratos de opciones se les conoce como opciones.

¹⁰⁴ Para conocer la historia y evolución de este producto derivado, se recomienda ver a Mansell Carstens, Catherine. *Op. cit.*, nota 65, pp. 328-332.

¹⁰⁵ *Ibid.*, pág. 327

vender un Activo Subyacente a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura".¹⁰⁶

Desde el punto de vista económico, es intrascendente si la opción es un derecho o un contrato, ya que, lo único que interesa es que dicho instrumento cumpla con una función de protección a la exposición de riesgos que los agentes económicos enfrentan en los mercados financieros. Por cuanto se refiere a la naturaleza jurídica de la opción su análisis se dejará para el capítulo quinto de este trabajo.

Es importante establecer desde este momento que, al igual que en los mercados de futuros, toda operación que se efectúa sobre una opción, ya sea de compra o de venta, implica un juego de suma cero, es decir, siempre hay un comprador para un vendedor y viceversa. De esta forma, se identifican dos posiciones: por un lado, el comprador de la opción quien adopta una posición larga y, por el otro, el vendedor de la opción, quien asume una posición corta. Así pues, quien compra la opción está "largo" y quien la vende está "corto".

Existen diversos criterios para clasificar a las opciones.¹⁰⁷ Sin embargo, la principal clasificación se basa en el derecho que otorga la opción al adquirente de la misma, es decir, quien adopta una posición larga en el mercado. Así pues, se dividen en: opciones de compra (*calls*) y opciones de venta (*puts*).

¹⁰⁶ Primera de las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que participen en la constitución y operación de un mercado de productos derivados colizados en Bolsa, publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 31 de diciembre de 1996.

¹⁰⁷ Las opciones también se clasifican de acuerdo a su vencimiento. De esta forma, las opciones son americanas cuando pueden ejercerse en cualquier momento hasta llegado su vencimiento; o europeas, las que se ejercen solamente en el preciso día de su vencimiento. Algunos autores, han señalado que: "Además de la opciones bajo las categorías europeas y americanas, existe toda una familia de opciones con características algo más complejas que han sido diseñadas para cubrir riesgos más complicados, y que reciben el nombre genérico de 'opciones exóticas'." Caro Razu, Efraín, et. al. *Op. cit.*, nota 20, pág 233. Entre las principales opciones exóticas se tienen las siguientes: asiáticas, con barrera, *look-back*, sobre opciones, etc. Para el desarrollo de este tema véase la obra anteriormente citada en las páginas 233-235; o bien, a Rodríguez de Castro, J. *Op. cit.*, nota 75, pp. 179-198.

Las opciones de compra de un determinado bien subyacente son aquellas que otorgan a su poseedor, mediante el pago de una prima, el derecho para comprar un bien subyacente a un determinado precio (precio de ejercicio) en un tiempo establecido (fecha de vencimiento). Por ejemplo, una opción *call* puede ser sobre 10,000 Dólares canadienses, a un precio de ejercicio de 2 pesos por Dólar canadiense, para ejercerse en 3 meses. Desde el punto de vista económico, dicha opción de compra puede negociarse a través de su venta o compra. Véase el siguiente ejemplo:

a) Una empresa mexicana tiene una deuda por \$20,000 Dólares, a pagar a seis meses, con motivo de la importación de sistemas de cómputo. Si el tipo de cambio al día de hoy es de 1.5 pesos por Dólar, dicha empresa mexicana tiene una deuda por \$30,000 pesos.

b) Debido a las fluctuaciones constantes en el tipo de cambio peso/Dólar, dicha empresa puede adquirir una opción de compra (posición larga), pactando un precio de ejercicio de 1.60 pesos/dólar y con una fecha de vencimiento de seis meses. Por esta opción paga a su contraparte una prima de .2 pesos por Dólar, es decir, \$4,000 pesos.

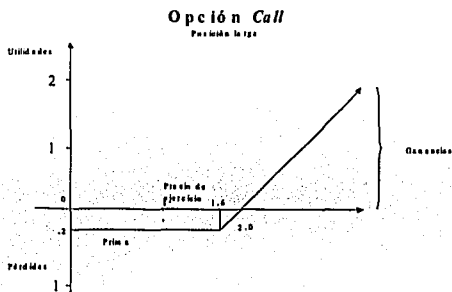
c) Al vencimiento del plazo de los seis meses, el titular de la opción se enfrentará a tres situaciones:

1. Si el tipo de cambio es de 2.0 pesos/Dólar, lo más seguro es que la empresa ejerza la opción de compra, ya que, si acude al mercado *spot* para adquirir los Dólares de referencia, tendría que pagar un tipo de cambio mayor (\$2.0) al precio de ejercicio (\$1.6), sufriendo una pérdida de \$40,000 pesos por el total de la operación. En el argot económico se dice que la opción está "en el dinero" (*in the money*).

2. Si el tipo de cambio en el mercado *spot* es menor al precio de ejercicio, por ejemplo de 1 peso/Dólar, la empresa mexicana lógicamente no ejercerá su opción *call* y preferirá adquirir los Dólares en el mercado al contado, sufriendo de esta forma, una pérdida limitada equivalente a la prima pagada por Dólar (\$4,000 pesos). En esta situación, se dice que la opción está "fuera del dinero" (*out of the money*).

3. Si el tipo de cambio *spot* es igual al precio de ejercicio, entonces se ejercerá la opción, pero no habrá ganancias ni pérdidas, es decir, la opción está "al dinero" (*at the money*).

Para facilitar la comprensión de los distintos escenarios que la empresa mexicana enfrentaría al vencimiento de la opción, se muestra la siguiente gráfica para representar las ganancias y pérdidas de dicha empresa (posición larga).

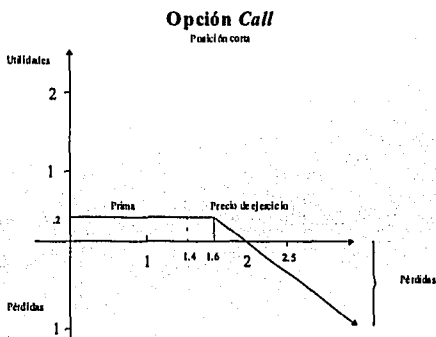


Ahora bien, desde el punto de vista del vendedor de la opción *call* (posición corta), el día de vencimiento registrará las ganancias y pérdidas siguientes:

a) Si el tipo de cambio se encuentra por debajo del precio de ejercicio, por decir, a 1.4, lo más seguro es que la opción no se ejerza y por consiguiente se obtenga un rendimiento equivalente al importe del pago de la prima por cada dólar (\$4,000 pesos).

b) Si por el contrario, el tipo de cambio está por arriba del precio de ejercicio, por ejemplo a \$2.5 pesos por dólar, seguramente la opción se ejercerá y por lo tanto se tendrá que asumir una pérdida (se venderá barato '\$1.6' lo que es caro '\$2.5').

c) Finalmente, si el tipo de cambio es igual al precio de ejercicio, no habrá pérdidas ni ganancias.



Por otro lado, las opciones de venta (*put*), son aquellas que representan el derecho de vender cierta cantidad del bien subyacente, a un precio determinado

durante cierto tiempo. Para adquirir este derecho, al igual que las opciones *call*, debe pagarse un precio, es decir, una prima. Por ejemplo, una opción *put* puede ser sobre 10,000 acciones representativas del capital social de una determinada empresa, a un precio de ejercicio de \$30 pesos por acción para ejercerse a 6 meses. Véase la siguiente ilustración:

a) En la actualidad (junio del año 2000), el precio de las acciones de la empresa Teléfono es de 10 pesos cada una. Un accionista de la citada empresa, tiene la fuerte expectativa de que en los próximos seis meses se registrará una baja en el precio de las acciones de que es titular. Motivado en anticiparse a dicho movimiento, y así evitar una disminución en el valor de su portafolio de inversión, compra una opción de venta sobre 20,000 acciones de la mencionada empresa, a un precio de 12 pesos por acción y con un plazo de vencimiento a seis meses (diciembre de ese mismo año). Por dicha opción pagó una prima de .5 pesos por acción, es decir, \$10,000 pesos.

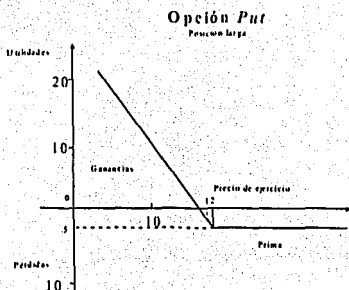
b) Un especulador del mercado tiene la expectativa contraria. El cree que, por los cambios que el gobierno pretende implementar en la regulación de las telecomunicaciones, las acciones de la empresa Teléfono se podrán ver beneficiadas mediante un incremento en su valor. De esta forma, vende una opción de venta sobre dichas acciones y por el mismo monto.

c) Llegada la fecha de vencimiento, quien adquirió la opción de venta (el accionista) se enfrentará a tres situaciones:

1. Si el precio de cada acción en el mercado está por abajo de los \$12 pesos, por ejemplo a \$10 pesos, lo más seguro es que ejerza el derecho de venta, ya que se estará vendiendo caro (\$12 pesos) lo que está barato (\$10 pesos). En este sentido, el comprador del *put* registrará una ganancia equivalente a 1.5 pesos por acción (considerando lo que pagó por la prima).

2. Por el contrario, si el precio de las acciones está por arriba del precio de ejercicio, quien adquirió dicha opción preferirá vender las acciones en el mercado *spot* y perder la prima pagada.

3. Finalmente, si el precio de las acciones coincide con el precio de ejercicio, se hará efectivo el derecho de venta sin registrarse alguna ganancia o pérdida.

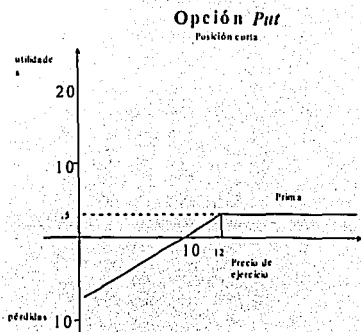


Desde el punto de vista del especulador, llegado el día de vencimiento de la opción (posición corta), enfrentará los siguientes escenarios:

a) Si el precio de mercado de las acciones está por arriba del precio de ejercicio, posiblemente no se ejercerá la opción de venta, y el especulador obtendrá una ganancia equivalente al importe de la prima pagada por cada acción.

b) Si por el contrario, el precio de mercado de las acciones en comento es menor al precio de ejercicio, lo más seguro es que se ejerza el derecho de venta y, por consiguiente, el especulador estará obligado a comprar caro lo que en el mercado está barato.

c) Si el precio de mercado de las acciones es igual al precio de ejercicio se ejercerá el derecho de venta, y obtendrá una ganancia equivalente al precio de la prima pagada.



De los anteriores ejemplos, se desprende que las características básicas de las opciones son:

- a) El bien subyacente al que están referidas.
- b) El monto del bien subyacente.

- c) El precio de ejercicio al cual se puede ejercer la opción.
- d) El vencimiento.
- e) Prima o precio de la opción.¹⁰⁸

Es importante señalar que, como consecuencia de la flexibilidad de este producto derivado, se permite a los inversionistas diseñar alternativas altamente sofisticadas de cobertura o especulación mediante productos sintéticos con opciones. Un ejemplo de lo anterior, son los *spreads*, los cuales se definen como "un conjunto de operaciones sintéticas entre opciones, que entrañan la compra y venta simultánea de opciones del mismo tipo, diferenciándose únicamente por el precio de ejercicio, la fecha de expiración o ambos".¹⁰⁹ Estos productos a su vez se dividen en: verticales, horizontales, diagonales, ponderados *straddles*, *strangles*, *guts*, *butterflies*, *condors*, etc.

Finalmente, existen diversos temas financieros de sumo interés en torno a las opciones: modelos para determinar su precio, los métodos para su valuación, etc. Debido al carácter jurídico del presente trabajo, dichos temas no serán abordados, sin embargo, se recomienda al lector consultar las obras citadas a pie de página.¹¹⁰

¹⁰⁸ Con respecto al precio de la opción, por regla general se fija de acuerdo a la oferta y demanda que prevalece en el mercado. Sin embargo, factores como el plazo de vencimiento de la opción, la volatilidad del precio del bien subyacente al que se encuentra referida la opción, así como la relación del precio del bien subyacente frente al precio de ejercicio, son, entre otros, elementos que influyen para determinar su precio. Para un mayor detalle en relación a los métodos que se utilizan para calcular el valor de las opciones, se recomienda ver a Díez de Castro, Luis y Mascareñas, Juan. *Op. cit.*, nota 98, pp. 165-196.

¹⁰⁹ Vega Rodríguez, Francisco Javier, *et. al.*, *Op. cit.*, nota 83, pág. 352. Sin embargo, para el desarrollo de este tema remítase a las páginas 351-354 de la obra citada.

¹¹⁰ Díaz Tinoco, Jaime y Hernández Trillos, Fausto. *Op. cit.*, nota 64, pp 81-147; Para un estudio más detallado en relación a la valoración de las opciones a través de los procesos estocásticos en finanzas (ecuación Black-Scholes) véase a Rodríguez de Castro. James, *Op. cit.*, nota 75, pp 109-130 y 149-160.

2.5 Swap¹¹¹ o permuta financiera

Otro de los mecanismos más utilizados en la administración de riesgos financieros son los swaps o permutas financieras.¹¹² La popularidad de este producto derivado se debe a que *"las técnicas de intercambio que proporcionan las operaciones swap permiten a dos o más partes intercambiar el beneficio de las respectivas ventajas que cada una de ellas puede obtener sobre los diferentes mercados. Para ello deberá cumplirse una doble regla básica: las partes deben tener interés directo o indirecto en intercambiar la estructura de sus deudas y, al mismo tiempo, cada parte deberá obtener gracias al swap un coste de su obligación más bajo"*.¹¹³ En efecto, estas ventajas comparativas se traducen en superar las dificultades que en ocasiones los agentes económicos enfrentan en sus países de origen en relación a las políticas de fijación del tipo de cambio de las divisas fuertes, la disponibilidad de crédito denominado en monedas extranjeras, regulaciones de índole fiscal, etc. En este sentido, a través de la participación en otros mercados financieros se logra superar estas limitantes y por ende se disminuyen los costos financieros.

Los swaps se definen como aquellas *"transacciones financieras en las que dos partes contractuales acuerdan intercambiar flujos monetarios en el tiempo"*.¹¹⁴ Es decir, se trata de un contrato por virtud del cual las partes se obligan recíprocamente a realizar pagos periódicos a futuro de divisas o de dinero en efectivo como resultado de los diferenciales de las tasas de interés que cada una de las partes tienen contratadas.¹¹⁵ Cabe señalar que, estos contratos por lo

¹¹¹ Vocablo en inglés que significa "intercambiar".

¹¹² Para conocer la historia y evolución de este producto derivado, consúltese a Mansell Carstens, Catherine. *Op. cit.*, nota 65, pp. 396-404.

¹¹³ Díez de Castro, Luis y Mascareñas, Juan. *Op. cit.*, nota 97, pág. 291.

¹¹⁴ Algunos autores opinan que los swaps son una *"serie consecutiva de contratos adelantados hechos a la medida, los cuales no necesariamente involucran la entrega de la divisa o del instrumento de deuda base del swap, sino de compensaciones de efectivo"*. Mansell Carstens, Catherine. *Op. cit.*, nota 65, pág. 391.

¹¹⁵ Dentro de este marco de intercambio de flujos en el tiempo, los swaps se han utilizado en diversas operaciones que implican ese intercambio de activos o flujos, entre otras, destacan las siguientes: reestructuraciones de deuda, operaciones de cobertura, administración de flujos, obtención de diferenciales implícitos en los intercambios de divisas, etc. Ver a Vega Rodríguez, Javier, *et. al.* *Op. cit.*, nota 83, pág. 360.

general no se negocian directamente entre las partes, sino que se celebran a través de intermediarios financieros.¹¹⁶

En relación a los tipos de *swaps* que se negocian en el mercado, se tienen los siguientes:¹¹⁷

a) *Swaps* de tasas de interés (*interest rate swaps*), los cuales permiten a las partes contratantes intercambiar los pagos de intereses derivados de créditos o deudas referidos a diferentes tasas de interés (fija o flotante), sin existir transmisión del principal y operados en la misma moneda. Es decir, cada uno paga los intereses de la deuda del otro.¹¹⁸ Estos a su vez se dividen en:

1. *Swap* fijo/flotante (*coupon swap*), mediante el cual se convierten flujos de intereses de una tasa fija a una flotante o a la inversa.
2. *Swap* flotante/flotante (*basis swap*), en el cual el intercambio se da entre flujos de fondos provenientes de tasas de interés variables.

b) *Swap* de divisas (*currency swap*), en el que las partes desean intercambiar el principal denominado en diferentes monedas, por un período determinado, incluyendo los pagos de intereses correspondientes a las divisas intercambiadas.¹¹⁹ Estos a su vez se dividen en:

¹¹⁶ Catherine Mansell señala que tres son las principales funciones que cumplen los intermediarios financieros en la negociación de *swaps*: a) corretaje, es decir, la facilidad de reunir a las dos partes del contrato; b) diseño; c) distribución (*dealing*), el cual consiste, principalmente, en tomar la posición de contraparte del cliente. Ver su obra en las páginas 408-410.

¹¹⁷ Existen clasificaciones más generales en torno a los *swaps*. Por ejemplo, en voz de algunos autores, los *swaps* se pueden agrupar en tres grandes rubros: a) *swaps spot*, los cuales, a su vez, se dividen en de cambios, deuda por acciones, físicos, y monetarios; b) *swaps* de cobertura, dentro de los cuales se encuentran los de tasas de interés, divisas, y *commodities*; y c) sintéticos. Para una mejor comprensión de esta clasificación de los *swaps*, se recomienda ver la figura 9.34 en la obra de Vega Rodríguez, Francisco Javier. *et. al.*, *Op. cit.*, nota 83, pág.361 y sig.

¹¹⁸ Para conocer a detalle diversos lemas en relación con los *swaps* de intereses: su cotización, mecanismos de valoración, riesgos, ventajas, limitaciones, etc., se recomienda consultar a Díez de Castro, Luis y Mascareñas, Juan. *Op. cit.*, nota 97, pp. 293-310.

¹¹⁹ *Ibid.* pp. 356-358.

1. *Swap* de divisas dual (*dual currency swap*), en el cual el principal se expresa en una divisa y los cupones se denominan en otra distinta.

2. Otros: *swap* de divisas fijo-flotante; *swap* de divisas flotante-flotante; *swap* de divisas fijo-fijo.

c) *Swaps* sintético, es decir, aquel que se combina con otros productos derivados para formar un solo instrumento. Por ejemplo:

1. Opción de *swap* (*swaptopcion*), en el que una de las partes otorga a la otra el derecho de opción para celebrar un contrato de *swap*;¹²⁰ o

2. *Swap* diferido (*forward swap*), en esta operación, los intercambios de flujos de fondos se hacen para el futuro, como el *swap* a plazo.

3. Otros: *basis rate swap*, *swap* cupón cero, *floor-ceiling swap*, *swap* amortizativo, *swap warrant*, *swap* creciente, *spread-lock*, *swap-rate lock*, *option on swap spread*, *currency option swap*, *cocktail swap*, etc.¹²¹

A fin de ilustrar dicho concepto, a continuación se desarrolla un caso hipotético de un *swap* de tasa fija por tasa flotante:

a) Una empresa A, al ser titular de un pagaré financiero emitido por un almacén general de depósito, tiene el derecho de cobrar intereses semestrales a una tasa fija del 2% durante dos años (activo). Por otro lado, dicha empresa tiene una deuda (pasivo) por virtud de la contratación de un préstamo bancario pagadero a dos años, a una tasa flotante equivalente a la de los Certificados de la

¹²⁰ *Ibid.*, pp. 310-317 y 354-355.

¹²¹ *Ibid.*, pp. 317-323.

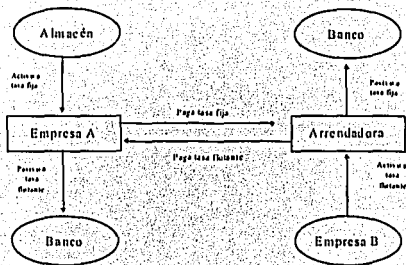
Tesorería de la Federación a 180 días. Con la finalidad de hacer coincidir los flujos de efectivo de su activo con los de su pasivo y así eliminar el riesgo a las fluctuaciones de la tasa de interés flotante de su pasivo, dicha empresa decide acudir con un intermediario financiero (banco) para celebrar un *swap* de tasa fija por tasa flotante.

b) Una empresa de arrendamiento financiero celebra un contrato de arrendamiento financiero con una empresa B sobre una maquinaria a dos años, estableciéndose como rentas el pago semestral de cierta cantidad a una tasa flotante igual a la de los CETES a 180 días (activo). Como estrategia financiera, la arrendadora planea adquirir dicha maquinaria solicitando un crédito bancario a dos años, pagando una tasa de interés fija del 2% semestral (pasivo). Al igual que en el inciso anterior, la arrendadora para poder hacer coincidir el pago de las rentas con el pago del crédito bancario contratado, la empresa decide celebrar un *swap* de tasa fija sobre tasa variable, a fin de protegerse de las pérdidas que pueda sufrir por un movimiento adverso en la tasa de interés flotante al que está sujeto su activo (recuérdese que la arrendadora desea financiar la compra de la maquinaria con los flujos que reciba del pago de las rentas).

c) Ambas sociedades acuden con un intermediario financiero para celebrar un *swap* de tasa fija por tasa flotante. Por virtud de dicho contrato, se generan los siguientes efectos: por un lado, la empresa A se obliga a pagar a la empresa de arrendamiento financiero las cantidades que reciba a tasa fija por virtud del pagaré financiero de que es titular; por otro lado, la arrendadora financiera se obliga a entregar a la empresa A, las cantidades que resulten de las rentas a tasa flotante que le pague la empresa B. De esta forma, tanto la empresa A, como la empresa de arrendamiento financiero, podrán hacer coincidir los flujos de efectivo de sus activos y pasivos, eliminando por ende los riesgos a movimientos adversos en las tasas de interés flotantes.

Para ilustrar el intercambio de flujos de dinero, véase la siguiente gráfica:

Swap de tasa fija por flotante



De la gráfica anterior, se desprende que:

a) Existe un intercambio de dinero derivado de los intereses generados por las deudas contraídas por cada una de las partes. Generalmente, las partes pagan los diferenciales.

b) Los intereses siempre serán distintos, es decir, unos fijos, otros flotantes o variables.

c) El principal de las deudas de cada una de las partes no se intercambian.

Finalmente, de acuerdo con Catherine Mansell, la determinación del precio de un *swap* depende de las siguientes variables básicas: plazo de vencimiento, estructura del *swap*, disponibilidad inmediata de la contraparte que le permita al intermediario cuadrar su posición, riesgo crediticio del cliente, oferta y demanda de

crédito en general, regulaciones e impuestos que afectan a las tasas de interés, etc.¹²²

2.6 Título Opcional o *warrant*¹²³

En México, los títulos opcionales surgieron como una estrategia de modernización e internacionalización del mercado mexicano de valores.¹²⁴ Mediante dichos instrumentos, se ampliaron las alternativas de inversión del público y se dotó a los inversionistas de los primeros mecanismos para la cobertura de riesgos en los mercados de capitales. Estos productos derivados se negocian en los mercados organizados, en específico, en la Bolsa Mexicana de Valores.¹²⁵

De acuerdo con la primera de las disposiciones de carácter general, dadas a conocer mediante la circular 10-157 expedida por la extinta Comisión Nacional de Valores, y publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 2 de septiembre de 1992,¹²⁶ se define a los títulos opcionales como *"aquellos documentos susceptibles de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores, que confieren a sus tenedores, a cambio del pago de una prima de emisión, el derecho de comprar o el derecho de vender al emisor un determinado número de acciones a las que se encuentran referidos (acciones de referencia), de un grupo o canasta de acciones (canasta de referencia), o bien de recibir del emisor una determinada suma de dinero resultante de la variación de un índice de*

¹²² Para un mejor entendimiento sobre el particular, véase a Mansell Carstens, Catherine. *Op. cit.*, nota 65, pp.415-419.

¹²³ Es el nombre en inglés de los instrumentos denominados en México como títulos opcionales. En otros países, como España, se les conoce con el nombre de certificados de opción.

¹²⁴ Considerandos de la circular 10-157 emitida por la extinta Comisión Nacional de Valores, publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 3 de septiembre de 1992.

¹²⁵ Para conocer la historia y desarrollo de estos instrumentos en México, véase a Caro Razu, Efrain, *et. al. Op. cit.*, nota 20, pp 235 y 236.

¹²⁶ Debido a que las disposiciones de carácter general que regulan a los títulos opcionales están contenidas en las circulares 10-157, 10-157 Bis, 10-157 Bis 1, 10-157 Bis 2, 10-157 Bis 3 y 10-157 Bis 4, para efectos de brevedad en el presente apartado, simplemente se les denominará "circulares".

precios (Índice de referencia), a un cierto precio (precio de ejercicio) y durante un periodo o en una fecha establecida al realizarse la emisión".¹²⁷

Se trata, pues, de un título emitido por una sociedad anónima, que confiere a su tenedor, mediante el pago de una prima, el derecho de comprarle o venderle a la sociedad emisora sus acciones, un grupo de acciones, certificados de participación ordinarios o canasta de éstos emitidos sobre acciones inscritas en la BMV, a un precio establecido (precio de ejercicio) y durante un periodo de tiempo predeterminado (fecha de vencimiento); o en su caso, recibir cierta cantidad de dinero como resultado de la variación de un índice de precios expresado en términos monetarios y el precio de ejercicio durante un plazo.

Así, por ejemplo, una empresa que tenga la expectativa de que bajará el valor de sus acciones en el mercado, a fin de asegurar su precio y así obtener rendimientos, podrá emitir títulos opcionales de compra fijando el precio de ejercicio y el plazo. Si a la fecha de vencimiento, el precio de las acciones en el mercado está por debajo del fijado en el título opcional, lo más seguro es que el tenedor no ejerza el derecho de compra y por consiguiente se extinga el título. De esta forma, la empresa gana el importe de la prima pagada sin necesidad de liberarse de sus acciones.

La disposición tercera de la circular 10-157, clasifica a los títulos opcionales, desde el punto de vista del derecho que otorgan a su tenedor en: de compra y de venta.¹²⁸

¹²⁷ Cabe señalar que, con motivo de la expedición de las disposiciones de carácter general contenidas en la circular 10-157 Bis 2, expedidas por la hoy CNBV, se adicionó un segundo párrafo a la disposición segunda de la circular 10-157, en el que se prevé la posibilidad de que los títulos opcionales también puedan estar referidos a certificados de participación ordinaria emitidos sobre acciones inscritas en la BMV, o bien a grupos o canastas integrados por esa clase de certificados. En este sentido, los certificados de participación ordinaria emitidos sobre acciones, también son activos subyacentes de estos títulos, los cuales, para efectos de la definición legal de títulos opcionales también deben ser considerados.

¹²⁸ Asimismo, en las disposiciones de la circular 10-157 se establecen otros criterios para su clasificación. Por ejemplo, de acuerdo a su forma de liquidación, los títulos opcionales pueden ser: en especie, cuando su liquidación se efectúa mediante la entrega de las acciones, canasta de acciones o certificados de participación de referencia; o en efectivo, cuando se liquidan mediante el pago de una suma de dinero (disposición cuarta).

Los títulos opcionales de compra representan el derecho para:

a) Adquirir del emisor las acciones, canasta de acciones, certificados de participación ordinaria o canasta de estos emitidos sobre acciones, de referencia;

b) Recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio corriente de mercado de la acción de referencia, del conjunto de acciones de la canasta de referencia, de los certificados de participación ordinarios o canasta de estos emitidos sobre acciones, según sea el caso, y el precio de ejercicio; o

c) Recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el valor de mercado del índice de referencia expresado en términos monetarios y el precio de ejercicio.

Para ilustrar lo anterior, véase el siguiente ejemplo:

a) Una empresa que cotiza en bolsa, necesita financiar un proyecto de expansión. Por razones fiscales y financieras solicitar un crédito bancario no es la mejor solución, ya que se tiene la expectativa de una baja generalizada en el mercado de valores.

b) Después de algunos cálculos matemáticos y financieros, dicha empresa decide tomar ventaja de los movimientos del mercado y emite títulos opcionales de compra de sus acciones, a un precio y plazo determinado. Mediante dicha operación, la empresa estará en posibilidad de ganar el importe de las primas pagadas en el caso de que el precio de las acciones en el mercado *spot* esté por debajo del precio de ejercicio (obtendrá recursos para financiar su proyecto). En efecto, los tenedores de los títulos no ejercerán el derecho de opción de compra, ya que estarían adquiriendo dichas acciones a un precio mayor que el vigente en

el mercado (comprarían caro); por consiguiente, preferirán perder el importe de la prima pagada.

Por otro lado, si el precio de mercado de las acciones está por arriba del precio de ejercicio, lo más seguro es que los tenedores ejerzan su derecho (estarán comprando barato). En este último supuesto, la empresa no perderá del todo, ya que, por un lado, obtendrá un ingreso equivalente a las primas pagadas por cada título, y por el otro, estará vendiendo las acciones a un precio mayor que en el pasado (recuérdese que el precio de las acciones subió a la fecha de vencimiento del título).

Por su parte, los títulos opcionales de venta otorgan a su tenedor, los siguientes derechos:

a) Vender al emisor las acciones, canasta de acciones, certificados de participación ordinaria o canasta de estos emitidos sobre acciones, de referencia;

b) Recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio de ejercicio y el precio corriente de mercado de las acciones, canasta de acciones, certificados de participación ordinaria o canasta de estos emitidos sobre acciones, de referencia, según sea el caso; o

c) Recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio de ejercicio y el valor de mercado del índice de referencia expresado en términos monetarios.

Véase el siguiente ejemplo:

a) Una empresa mexicana que cotiza en bolsa, como una estrategia financiera, decide recomprar el 30% de las acciones representativas de su capital social variable a precio de mercado.

b) Debido a la inestabilidad en el precio de sus acciones registrado en los últimos días, con la finalidad de asegurar el precio de recompra y así reducir el riesgo a un incremento mayor en su actual valor de mercado, decide emitir títulos opcionales de venta, fijando un precio de ejercicio y plazo determinado.

c) Llegado el día de vencimiento del título, si el precio de las acciones en el mercado está por arriba del precio de ejercicio, lo más seguro es que los tenedores de los títulos no ejerzan su derecho de venta (estarían vendiendo barato) y la empresa, por ende, obtendrá una ganancia por el equivalente a la prima pagada. Por el contrario, si el precio de las acciones en el mercado es menor que el fijado como precio de ejercicio, dicha empresa tendrá que asumir las pérdidas al comprar caro lo que es barato.

En relación a los aspectos operativos de los títulos opcionales en México, debe desatacarse lo siguiente:

a) Solamente pueden ser emitidos por las sociedades anónimas con acciones inscritas en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores de la CNBV, así como por casas de bolsa e instituciones de crédito.¹²⁹ Su emisión se hará mediante declaración unilateral de voluntad, la cual se hará constar en acta

¹²⁹ En el caso específico de las sociedades anónimas, sólo podrán emitir títulos opcionales de compra en especie o en efectivo, y de venta, en efectivo, referidos a sus propias acciones, siempre y cuando correspondan a las categorías de alta, media o baja bursatilidad. Sin embargo, existe la posibilidad de que con autorización de la CNBV, puedan emitir títulos opcionales referidos a acciones que sean de bursatilidad mínima, dentro de programas tendientes a diversificar la tenencia e incrementar la bursatilidad accionaria. Por otro lado, las casas de bolsa y las instituciones de crédito, únicamente podrán emitir títulos opcionales referidos a acciones que correspondan a las categorías de alta y media bursatilidad, así como a grupos o canastas integrados por acciones de las mismas categorías, o bien a índices de precios accionarios. Además, las casas de bolsa podrán emitir títulos opcionales referidos al Índice Nacional de Precios al Consumidor (disposición séptima de las circulares 10-157 Bis 2 y Bis 4).

ante notario o corredor público. Dicha acta deberá contener los requisitos mínimos señalados en la disposición décima primera de las circulares.

b) Los títulos opcionales, serán nominativos y deberán emitirse con las denominaciones correspondientes a prima de emisión y precio de ejercicio, expresadas en moneda nacional, o porcentualmente, en relación con el precio de mercado de las acciones, canasta de acciones, certificados de participación ordinaria o canasta de estos emitidos sobre acciones, de referencia; o del valor del índice de referencia, vigentes al cierre del día hábil inmediato anterior al de la oferta pública de los mencionados títulos. Asimismo, se emitirán en serie y todos los documentos de una misma emisión y serie deberán estar representados en un solo título que ampare el total de la emisión (disposición quinta de las circulares).

c) Para la validez de estos títulos, deberán satisfacerse los requisitos de literalidad previstos en la disposición sexta de las circulares. Además, previamente a su colocación y de acuerdo al procedimiento previsto en la disposición decimocuarta de las circulares, deberán inscribirse en el Registro Nacional de Valores, así como en la BMV (disposición décima tercera de las circulares).

d) Las operaciones con títulos opcionales únicamente podrán ser de compraventa y de depósito en administración (disposición octava de las circulares). En el caso de las operaciones de compraventa se realizarán a través de la BMV.

e) Los títulos opcionales sólo podrán ejercitarse durante los periodos o en la fecha previstos para su ejercicio. Para el ejercicio de dicho derecho, se aplicarán las reglas contenidas en las disposiciones vigésimo tercera a la vigésimo octava de las referidas circulares:

f) De conformidad con las disposiciones vigésimo novena a la trigésimo primera de las circulares, se establecen los procedimientos relativos a los ajustes técnicos en los precios de ejercicio y los valores de referencia.

g) Las reglas de cobertura que deberán observar los emisores de títulos opcionales de compra o de venta, se ajustarán a lo establecido por las disposiciones décima séptima a la vigésima primera de las citadas circulares.

Por otro lado, para conocer los aspectos técnicos de estos instrumentos: valuación, reglas de cobertura y liquidez, etc., se recomienda consultar la obra citada a pie de página.¹³⁰

Finalmente, debido a la similitud funcional que existe entre los contratos de opción y los títulos opcionales, a continuación se hará una breve referencia en torno a la naturaleza jurídica de éstos últimos.

2.6.1 Naturaleza jurídica

Diversas han sido las opiniones emitidas por los estudiosos del derecho bursátil en relación a la naturaleza jurídica de los títulos opcionales.

Por un lado, de manera simplista, se ha afirmado que los títulos opcionales son valores toda vez que el artículo 3º de la Ley del Mercado de Valores expresamente así los considera. No obstante lo anterior, cabe señalar que antes del Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicado en el Diario Oficial de la Federación de fecha 1º de junio de

¹³⁰ Bolsa Mexicana de Valores. Qué son y cómo operan los títulos opcionales en México (*warrants*). Ed. Limusa, México, 1995, pp. 25-28 y 49-62.

2001, algunos estudiosos del derecho fundamentaban su opinión en la normatividad secundaria que regulaba a dichos títulos opcionales (disposiciones de carácter general contenidas en las circulares emitidas por la extinta Comisión Nacional de Valores y por la hoy Comisión Nacional Bancaria y de Valores) los cuales los definen como *"documentos susceptibles de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores..."*,¹³¹ calificación que se adecuaba a la equiparación que de valores preveía el segundo párrafo del artículo 3º de la Ley del Mercado de Valores, que a la letra indicaba: *"El régimen que establece la presente ley para los valores y las actividades realizadas con ellos, también será aplicable a los títulos de crédito y a otros documentos que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales..."*. Antes del referido Decreto, era de cuestionarse la validez jurídica de estos documentos, ya que no existía ninguna referencia en el texto de la Ley del Mercado de Valores (como hoy sí) que facultara a la actual Comisión Nacional Bancaria y de Valores para regular a los títulos opcionales y mucho menos para crearlos a través de disposiciones de carácter general.¹³² En este sentido, era curioso observar que uno de los fundamentos legales en que se apoyó la Junta de Gobierno de la citada Comisión para emitir las disposiciones en comento (artículo 2º, cuarto párrafo, de la Ley del Mercado de Valores) era incorrecto, debido a que dicho precepto legal no facultaba a la referida Comisión para crear nuevos "valores", sino que solamente le permitía *"establecer, mediante disposiciones de carácter general, las características a que se debe sujetar la emisión y operación de valores y documentos sujetos al régimen de esta ley con miras a procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los*

¹³¹ Disposición primera de la circular 10-157 Bis-2.

¹³² A mayor abundamiento, se estimaba que la facultad de la CNBV para emitir disposiciones de carácter general prevista en su propia ley (artículo 4º de la LCNBV), así como en diversos preceptos de la Ley del Mercado de Valores, era inconstitucional, ya que por un lado, dicha facultad implicaba el ejercicio de la facultad reglamentaria exclusiva del Presidente de la República (artículo 89, fracción I, de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos); y por otro lado, mediante dicha actividad, la Comisión creaba situaciones jurídicas generales, abstractas e impersonales (actos materialmente legislativos), transgrediéndose, en este sentido, la división de poderes consagrada en nuestra ley fundamental (art. 73, fracción X, de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos). Por consiguiente, cualquiera que fuese la naturaleza de dicha facultad de la Comisión para emitir disposiciones de carácter general se consideraba inconstitucional.

tenedores de los títulos, seguridad y transparencia a las operaciones, así como la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado...".

Por otro lado, se afirma que los títulos opcionales son verdaderos títulos de crédito, debido a que satisfacen las características de estos últimos contempladas en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. En efecto, se sostiene que los títulos opcionales sí contienen los elementos de incorporación, literalidad, legitimidad, autonomía y circulación, pero, bajo las modificaciones y modalidades necesarias para adaptarse al fenómeno económico al que sirven.¹³³ Parcialmente coincidimos con esta opinión, ya que efectivamente, los títulos opcionales revisten las características de todo título de crédito; por ejemplo: la incorporación deviene de las disposiciones primera, tercera, séptima numeral dos, vigésima tercera y vigésima octava de las circulares; la literalidad de los títulos opcionales se encuentra prevista en las disposiciones quinta y sexta; la legitimación se prevé en la disposición vigésima tercera; la autonomía, si bien, no existe una disposición expresa que señale esta característica, sí se puede desprender del quinto párrafo del artículo 67 de la Ley del Mercado de Valores (ordenamiento aplicable a estos títulos); finalmente, el carácter circulatorio de los títulos opcionales se desprende de las disposiciones octava y décimo quinta, segundo párrafo. Sin embargo, toda vez que la reglamentación de los títulos de crédito en nuestro sistema legal se rige por el principio de los *numerus clausus*, previsto en el artículo 14 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, creemos que no pueden existir otros títulos de crédito mas que los contemplados en una ley (no necesariamente en la ley de la materia). Por consiguiente, los títulos opcionales no pueden ser títulos de crédito por no emanar de un acto formal y materialmente legislativo.

¹³³ En los últimos años, dentro de la doctrina mercantil se ha sustentado la teoría de "la desmaterialización de los títulos de crédito". De manera general, dicha teoría afirma que, debido a las características de funcionamiento que poseen algunos títulos de crédito (acciones, pagarés, obligaciones) existe la posibilidad de modificar algunos de sus elementos tradicionales como la incorporación, la legitimación, etc., para satisfacer las exigencias de los negocios en los mercados bursátiles, sin que por esto dejen de ser títulos de crédito. Para una mejor comprensión sobre el particular, consúltese la obra de Dávalos Mejía, Carlos. Títulos y Contratos de Crédito, Quiebras. Tomo I, Ed. Harla, México, 1992, pp. 375-379.

No obstante lo anterior, en nuestra opinión estimamos que la naturaleza jurídica de los títulos opcionales es la de ser documentos con vocación bursátil, comprobatorios de un derecho de los considerados como "potestativos", mediante los cuales, a cambio del pago de una prima al emisor, se permite a su titular elegir (optar) entre comprar o vender al emisor el activo subyacente de referencia: acciones, canasta de acciones, certificados de participación ordinaria o canastas de estos emitidas sobre acciones (liquidación en especie); o por otro lado, se concede a su titular el derecho para recibir del emisor una cantidad de dinero derivada de las variaciones del índice de referencia y el precio de ejercicio. Es decir, mediante la adquisición de este documento se obtiene un derecho por virtud del cual el acreedor (titular del *warrant*) si así lo desea, puede exigir a su deudor (emisor) la celebración de un acto jurídico de compraventa sobre el bien subyacente, siempre y cuando se presenten las condiciones financieras convenientes para el acreedor (debe recordarse que al ejercerse el derecho ya sea de compra o de venta, de manera automática se perfecciona el contrato de compraventa del activo subyacente al que se encuentra referido el título); o en su caso, para exigir la entrega del efectivo como resultado de la variación positiva del índice de referencia denominado en términos monetarios y el precio de ejercicio.

Lo anterior se sustenta en las siguientes consideraciones:

a) Los títulos opcionales son verdaderos documentos debido a que ese es el carácter que la regulación aplicable les atribuye. Por ejemplo, en la disposición primera se señala que los títulos opcionales son "*documentos susceptibles de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores,...*"; la disposición quinta establece que "*los títulos opcionales se emitirán en serie y todos los documentos de una misma emisión y serie deberán estar representados en un título global,...*". Por consiguiente, se infiere que dichos títulos son documentos, a pesar de que en la práctica y por motivos de conveniencia operativa, su transmisión se efectúe por medios electrónicos mediante el sistema de giro de cuenta a cuenta, prescindiéndose, de esta forma, del documento.

b) Los títulos opcionales tienen una vocación bursátil, ya que su creación (*ratio legis*) obedece a la necesidad de modernización del mercado de valores mexicano. Es así como se señala en los Considerandos de la circular 10-157, al indicarse que: *"en la estrategia de modernización e internacionalización del mercado de valores, la introducción de nuevas figuras e instrumentos es un factor fundamental,..."* y más adelante se establece: *"Que la incorporación de los documentos denominados títulos opcionales (Warrants)... coadyuvará al fortalecimiento de la inversión en valores de empresas mexicanas,"*. Por consiguiente, su existencia sólo se justifica dentro del contexto bursátil. Además, si bien es cierto que estrictamente dichos instrumentos no son "valores", también lo es que la normalidad aplicable prevé un régimen para ser considerados como objeto de regulación por la Ley del Mercado de Valores, tal como se confirma con el contenido de las disposiciones de carácter general contenidas en las circulares 10-157 y sus Bises, en las que se consignan precisamente los requisitos para poder ser materia de negociación en el mercado bursátil.

c) Confiere a su titular un derecho potestativo. En efecto, por virtud de este derecho, se goza de un poder para producir por la sola y exclusiva voluntad de su titular, un determinado efecto jurídico, siendo en este caso, la creación automática de una relación jurídica de compra o de venta del activo subyacente; o bien, para recibir una cantidad de dinero derivada de la variación positiva del índice de referencia y del precio de ejercicio.

Descritos los principales productos derivados que se conocen en México, y que se negocian bursátil y extrabursátil, a continuación se procederá a describir al mercado mexicano de productos derivados que se cotizan en el mercado organizado o Mexder.

CAPÍTULO TERCERO

Mercado Mexicano de Productos Derivados

3.1 Definición y objetivos

La expresión *mercado de derivados* está conformada por dos conceptos: "mercado" y "derivados". Según lo definimos anteriormente, el mercado es aquel espacio físico o virtual, en el cual se realiza la negociación e intercambio de bienes y servicios por parte de sus oferentes y demandantes.

Por otro lado, el vocablo "derivados", desde el punto de vista económico, son aquellos instrumentos financieros cuyo valor depende o se deduce de otro bien denominado activo subyacente.¹³⁴ Sin embargo, es de mencionarse que jurídicamente, los productos derivados deben entenderse como aquellas operaciones (contratos) que se celebran en un mercado (de derivados) y que tienen por objeto proteger a los agentes económicos de los diversos riesgos que se presentan en las negociaciones financieras.

Una vez desarrollados los anteriores conceptos, en un sentido amplio, se puede entender al mercado mexicano de derivados como aquel mercado financiero, físico o virtual, al que concurren personas físicas y morales para ofrecer y demandar productos derivados.

Sin embargo, la anterior definición comprende tanto al mercado organizado, como al mercado extrabursátil de productos derivados. En este sentido, a fin de cumplir con el objetivo planteado en el presente trabajo, y considerando que la opción materia de estudio es aquella que se negocia exclusivamente en los

¹³⁴ Ver numeral 2.1 anterior.

mercados bursátiles (bolsas), o mercados organizados, se define al mercado de productos derivados cotizados en bolsa como aquel lugar virtual al que concurren inversionistas, personas físicas, morales, intermediarios financieros y otras entidades, para celebrar por conducto de intermediarios y bajo ciertas normas previamente establecidas, contratos estandarizados de futuros y de opciones, participando como contraparte una cámara de compensación en cada una de las operaciones que en él se negocian.

Por otra parte, dentro de los objetivos que se pretenden alcanzar con un mercado organizado de productos derivados en México, se identifican los siguientes:

a) Desde el punto de vista individual, se dotará a los inversionistas e intermediarios de mejores herramientas para administrar sus riesgos financieros, disminuirlos y así obtener mejores rendimientos en sus portafolios de inversión. Además, el *"Mercado de Derivados, resulta ser, una oportunidad para incorporar, al mercado financiero mexicano, a aquellos inversionistas institucionales nacionales y extranjeros que actualmente acuden a los mercados establecidos sobre todo en Estados Unidos o Gran Bretaña, pagando altos costos por comisiones, mismos que, por razones de cercanía y economía en el Mexder, será considerablemente atractiva"*.¹³⁵

b) Desde la perspectiva macroeconómica, la implementación del mercado en comento, coadyuvará a reducir la incertidumbre o riesgos, a fin de propiciar un ambiente de mayor confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros y así fortalecer la estabilidad de la economía del país.

¹³⁵ Vega Rodríguez, Francisco Javier, *et. al.* Op. cit., nota 83, pág. 339.

En resumen, los objetivos de este mercado organizado en México, son los siguientes:

- 1.- *Establecer condiciones para una mayor competitividad financiera internacional.*
- 2.- *Desestimular la migración de capitales mexicanos a otros mercados.*
- 3.- *Lograr un balance más maduro entre importación y exportación de servicios financieros.*
- 4.- *Diversificar y flexibilizar los instrumentos disponibles por el sector financiero mexicano.*
- 5.- *Atraer la participación de intermediarios e inversionistas extranjeros.*
- 6.- *Desarrollar y facilitar la aplicación de mecanismos de administración de riesgos.*
- 7.- *Generar instrumentos de cobertura para empresas no financieras.*
- 8.- *Crear condiciones de complementariedad con productos listados OTC¹³⁶*

3.2 Antecedentes

En México, desde hace poco más de dos décadas, se han operado productos derivados. En efecto, desde 1980 se negociaron de manera

¹³⁶ Consúltese la dirección electrónica: www.mexder.com.mx/mexder/mercadomexicano.htm

extrabursátil los primeros productos derivados: contratos adelantados (*forwards*) y títulos opcionales (*warrants*); pero no fue sino hasta el año de 1995, cuando formalmente se presentaron los primeros intentos para establecer un mercado de contratos de futuros y opciones cotizados en bolsa en México.

Con la finalidad de precisar los acontecimientos que motivaron la creación de un mercado organizado de productos derivados en México, primeramente y de manera breve, se hará referencia a las operaciones derivadas efectuadas en el mercado al mostrador, para que después, se destaquen las etapas preconstitutiva, constitutiva y de desarrollo del actual mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa conocido como "Mexder".

Entre los antecedentes directos que impulsaron el establecimiento del mercado en comento, se tienen los siguientes:

a) En 1983, se realizaron en la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V., operaciones a futuro sobre acciones y petrobonos, los cuales registraron operaciones hasta 1987 debido a la baja operatividad y por aspectos de índole fiscal.¹³⁷

b) En 1992, la BMV, la S.D. Indeval S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores y la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, en unión con la extinta Comisión Nacional de Valores, conformaron un equipo de trabajo "Comité de Productos Derivados", el cual tuvo como principal finalidad, instrumentar los títulos opcionales sobre acciones, canastas e índices accionarios.¹³⁸ En ese mismo año, se realizó la primera emisión de warrants

¹³⁷ Véase a González-Aréchiga, Bernardo. El Mercado de Productos Derivados en México. En Derivados Financieros, Teoría y Práctica, editado por Operadora de Bolsa Serfin S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Grupo Financiero Serfin, México, (sin fecha de edición), pp. 312 y sig.

¹³⁸ En voz de algunos de los participantes del gremio bursátil, se ha afirmado que: "... el mercado mexicano ha venido realizando diversas acciones de reestructuración e impulso a sus operaciones, entre las cuales destaca el desarrollo de nuevos productos y nuevos mercados. Los primeros esfuerzos están orientados a la constitución de un mercado de productos derivados dentro de los cuales, los títulos opcionales o warrants son

sobre acciones Telmex negociados en la BMV. A finales de 1993, existían en el mercado cincuenta títulos opcionales sobre acciones y sobre el Índice de Precios y Colizaciones de la BMV.¹³⁹

c) A finales de 1994, Banco de México emitió su circular telefax número 67/94, mediante la cual reguló las operaciones de futuros sobre tasas de interés nominales y sobre el nivel del Índice Nacional de Precios al Consumidor, celebradas por las instituciones de crédito y casas de bolsas. Dichas operaciones se efectuaron en el mercado extrabursátil a través de forwards.¹⁴⁰

d) En 1995, se operaron contratos de futuros y contratos de opciones sobre futuros del peso mexicano en la Bolsa de Derivados de Chicago (Chicago Mercantile Exchange). Un año más tarde, en dicha bolsa, se operaron los mismos contratos pero sobre bonos Brady, Índice Nacional de Precios al Consumidor, Certificados de la Tesorería de la Federación a 91 días y Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días.¹⁴¹

Paralelamente a los esfuerzos realizados por el gremio bursátil para impulsar la negociación de productos derivados fuera de bolsa, diversas investigaciones de índole técnica, legal y financiera, así como las opiniones favorables de organismos financieros internacionales, mostraron la necesidad de establecer un mercado organizado de productos derivados en México. Durante ese tiempo, diversas personalidades del medio bursátil se pronunciaron al respecto, señalando que: *"un peligro real de seguir retrasando un mercado organizado de futuros en México, es que la intermediación financiera por este*

el instrumento con el que se ha dado arranque formal a este mercado". En publicación de la Bolsa Mexicana de Valores. *Op. cit.*, nota 111, pág. 11.

¹³⁹ Heyman, Timothy. *Op. cit.*, nota 69, pág. 252.

¹⁴⁰ Desde 1989, el gremio bursátil planteó a las autoridades, la necesidad de crear un mercado de futuros de Certificados de la Tesorería de la Federación, mismos que se negociarían en la Bolsa Mexicana de Valores. Sin embargo, ante la falta de una respuesta por parte de las autoridades, el proyecto quedó olvidado, hasta que en el año de 1992, la Asociación Mexicana de Bancos lo retomó sugiriendo que dichas operaciones revisieran la forma de forwards. Véase a Caro Razú, Efraín, *et al. Op. cit.*, nota 20, pág. 260.

¹⁴¹ Timothy Heyman. *Op. cit.*, nota 68, pág. 252.

concepto se realice en el extranjero. Es ilícito afirmar que la evolución reciente del sistema Financiero Mexicano, y la nueva exposición a la competencia internacional, lo hacen apto para ir incorporando diversos productos derivados".¹⁴²

En este mismo sentido, se afirmó que: *"La importancia de que países como México cuenten con productos derivados cotizados en una bolsa, ha sido destacada por organismos financieros internacionales como el International Monetary Fund (IMF) y la International Finance Corporation (IFC), quienes han recomendado el establecimiento de mercados de productos derivados listados para promover esquemas de estabilidad macroeconómica y facilitar el control de riesgos en intermediarios financieros y entidades económicas".¹⁴³*

Como consecuencia de lo anterior, a iniciativa de los participantes del mercado bursátil mexicano se diseñó un esquema para el establecimiento de un mercado de productos derivados cotizados en bolsa, presentándose diversas solicitudes a las autoridades financieras mexicanas para que autorizaran su constitución y operación. Este proceso implicó el desarrollo de las siguientes etapas:¹⁴⁴

a) Etapa Preconstitutiva.

Durante este periodo, se suscitaron los siguientes hechos:

1. La SHCP, la CNBV, así como el BANXICO, emitieron las *"Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que participen en la*

¹⁴² Caro Razó, Efraín, *et. al. Op. cit.*, nota 20, pág. 261.

¹⁴³ Folleto informativo de MexDer y Asigna. Estructura y Funcionamiento del Mercado Mexicano de Derivados, de la A a la Z, México, 1999, pág. 2.

¹⁴⁴ Según información generada por la Bolsa, "La creación del Mercado de Derivados listados, inició en 1994 cuando la BMV y la S.D. Indeval asumieron el compromiso de crear este mercado. La BMV financió el proyecto de crear la bolsa de opciones y futuros que se denomina MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V. Por su parte Indeval tomó la responsabilidad de promover la creación de la cámara de compensación de derivados que se denomina Asigna, Compensación y Liquidación, realizando las erogaciones correspondientes desde 1994 hasta las fechas de constitución de las empresas". En la dirección electrónica: www.mexder.com.mx.

constitución y operación de un mercado de productos derivados cotizados en Bolsa", publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 31 de diciembre de 1996.¹⁴⁵

2. La CNBV expidió las "Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa", mismas que se publicaron en el Diario Oficial de la Federación de fecha 27 de mayo de 1997.¹⁴⁶

3. Una vez emitida la normatividad por parte de las autoridades mexicanas, la Bolsa y la Cámara de Compensación, de conformidad con las citadas normas, elaboraron los proyectos de reglamento interior y manuales operativos. Además, con fundamento en la facultad de autorregulación de estos organismos, se definieron "normas de operación, procedimientos para la admisión de socios, procesos arbitrales y disciplinarios, mecanismos de auditoría, sanciones por incumplimiento, así como los ámbitos de competencia para la supervisión y vigilancia por parte de MexDer y Asigna".¹⁴⁷

4. Se efectuaron tres juntas informativas en los principales centros financieros del país, a través de las cuales se dieron a conocer las oportunidades y requisitos para participar como socios de la Bolsa y como fideicomitentes en la Cámara de Compensación.

5. El 10 de junio de 1997, la BMV constituyó el fideicomiso número F/27925 en BBVA Bancomer, S.A, Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero, cuyo fin era recibir las aportaciones necesarias para adquirir las acciones

¹⁴⁵ Modificadas por las resoluciones de la SHCP, dadas a conocer en el Diario Oficial de la Federación de fechas 12 de agosto de 1998 y 30 de diciembre del mismo año.

¹⁴⁶ Dichas disposiciones se modificaron mediante resolución de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación de fecha 12 de agosto de 1998.

¹⁴⁷ Folleto informativo de Mexder y Asigna. *Op. cit.*, nota 143 pág. 8.

representativas del capital social de la futura bolsa de producto derivados. Días después, precisamente el 16 de junio del mismo año, el Indeval, en su carácter de fideicomitente, celebró un contrato de fideicomiso con Bancomer (F/27926), teniendo como fin recibir las aportaciones necesarias para que posteriormente la fiduciaria participara como fideicomitente en la constitución de la Cámara de Compensación.

b) Etapa Constitutiva y de Desarrollo.

Los hechos que formalmente constituyeron el mercado en cita, principalmente fueron:

1. El 18 de agosto de 1998, la BMV y el fideicomiso número F/27925 administrado por Bancomer, constituyeron a la Bolsa como sociedad anónima de capital variable, bajo la denominación de: Mexder, Mercado Mexicano de Productos Derivados, S.A. de C.V.¹⁴⁸ Dicha sociedad, mediante oficio número 101-1829, de fecha 15 de diciembre del mismo año, expedido por la SHCP, obtuvo la autorización para constituirse e iniciar operaciones como bolsa en términos de las Reglas.¹⁴⁹

2. El 11 de diciembre de 1998, se celebró el contrato de fideicomiso número F/30430, participando, por un lado, como fideicomitentes: Bancomer (fiduciaria del fideicomiso número F/27926) e Indeval; y por el otro, Bancomer en su carácter de fiduciaria, acto por virtud del cual se constituyó el fideicomiso que tendría como finalidad operar una cámara de compensación, conocido bajo el nombre comercial de: Asigna,

¹⁴⁸ Según la información contenida en la página electrónica de la Bolsa, a la fecha, los accionistas de Mexder son: "56 instituciones, entre las que figuran subsidiarias de Casas de Bolsa (20), de Bancos (10) y otras sociedades anónimas (26), como accionistas de casas de cambio quienes crearon personas morales independientes a la Casa de Cambio para operar productos derivados listados en MexDer".

¹⁴⁹ Asimismo, con dicho oficio se autorizaron el Reglamento Interior de la Bolsa, su Manual de Políticas y Procedimientos y otros documentos previstos en la cuarta de las Reglas.

Compensación y Liquidación. Dicha institución de crédito obtuvo de la SHCP la autorización para fungir como fiduciaria de Asigna, mediante oficio número 101-1830, de fecha 15 de diciembre de 1998.¹⁵⁰

Por cuanto se refiere al desarrollo que ha registrado este mercado, se destacan los siguientes sucesos:¹⁵¹

1. Para el listado de los contratos a negociar, se diseñaron tres etapas. En la primera etapa, se programó la negociación de contratos de futuros sobre Dólar, tasas de interés, índices bursátiles y acciones.¹⁵² Para la segunda etapa, se previó la operación de opciones sobre el Índice de Precios al Consumidor y acciones.¹⁵³ Finalmente, se calculó que para la tercera etapa se celebren contratos de opción sobre bonos, Dólar y futuros.

2. A fin de perfeccionar el funcionamiento de este mercado, se han efectuado diversas modificaciones y adiciones al marco legal¹⁵⁴ y a las

¹⁵⁰ El Reglamento Interior de la Cámara de Compensación, su Manual de Políticas y Procedimientos, así como otros documentos señalados en la décimo séptima de las Reglas, quedaron autorizados con este mismo oficio.

¹⁵¹ Véase la ponencia del Contador Público Mario Laborín Gómez, intitulada "Mercado Mexicano de Derivados: balance y perspectivas", en la Memoria de la X Convención del Mercado de Valores, Bolsa Mexicana de Valores, octubre de 1999, pp. 45-48.

¹⁵² Durante este período, el listado y negociación de dichos contratos se realizó de la siguiente manera: el 15 de diciembre de 1998, se efectuaron las primeras operaciones de futuros sobre el dólar de los EUA (véase el Boletín de Transacciones Diarias del Mercado Mexicano de Productos Derivados de la misma fecha "Boletín"). Para el 15 de abril de 1999, se empezaron a negociar futuros sobre el Índice Precios al Consumidor de la BMV (Boletín de esa misma fecha). Posteriormente, la SHCP autorizó los términos y condiciones de los contratos de futuros sobre Certificados de la Tesorería de la Federación a 91 días y sobre la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (Boletín del 26 de mayo de 1999). Finalmente, mediante oficios de fechas 28 de julio de 1999, se autorizaron los términos y condiciones de los contratos de futuros sobre acciones representativas del capital social de: Teléfonos de México, S.A. de C.V.; Bancomer Grupo Financiero, S.A. de C.V.; Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V.; Grupo Carso, S.A. de C.V.; Grupo Financiero Banamex-Accival, S.A. de C.V.; y sobre certificados ordinarios de participación emitidos por el fideicomiso constituido por Cementos Mexicanos S.A. de C.V.

¹⁵³ Recientemente, el gremio bursátil propuso a las autoridades financieras del país un proyecto para operar, de manera automatizada, contratos de futuros y opciones. Mediante la autorización de este esquema automatizado de negociación, se empezarán a fijar las bases para la operación de contratos de opción, tal como se planeó para esta segunda etapa.

¹⁵⁴ Las fechas de modificación de las Reglas y Disposiciones se señalaron en las notas 145 y 146, respectivamente.

normas de autorregulación.¹⁵⁵ Asimismo, los instrumentos constitutivos de los participantes y los contratos utilizados con sus clientes han sido reformados.

3. El número de participantes en el mercado ha ido incrementando desde el inicio de operaciones. Se tiene registrado que antes del 15 abril de 1999, solamente eran cuatro socios liquidadores quienes realizaban operaciones por cuenta propia. Sin embargo, a partir de esa fecha, se empezaron a realizar operaciones por cuenta de terceros a través de socios operadores. Actualmente, están en espera de recibir su aprobación por parte de la Bolsa para actuar como socios operadores 23 sociedades.¹⁵⁶

4. Desde el 15 diciembre de 1998, fecha en que se registraron las primeras operaciones de contratos de futuros sobre el Dólar, al 11 de marzo del año en curso, las operaciones crecieron a 110 mil 985 millones de pesos, superando en cuatro ocasiones el importe operado por la BMV.¹⁵⁷ Dentro de las operaciones más representativas del total negociado en este mercado, se encuentran aquellas celebradas con futuros sobre la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (58.27%); siguiendo con el 33.13% las efectuadas con futuros sobre el Índice de Precios al Consumidor; con el 3.27% los futuros sobre CETES a 91 días y finalmente con un 4.90% con futuros sobre diferentes acciones.¹⁵⁸

¹⁵⁵ El Reglamento Interior de la Bolsa se modificó mediante oficio de la SHCP, de fecha 8 de marzo del año en curso. Asimismo, el Reglamento Interior de la Cámara de Compensación se modificó por oficio emitido por dicha dependencia de fecha 16 de diciembre de 1999.

¹⁵⁶ Información obtenida de la página electrónica de Mexder, en la dirección: www.mexder.com.

¹⁵⁷ Para un mayor detalle, consúltese la página electrónica citada en la nota anterior, misma que contiene información relativa a los records de operatividad del Mexder registrados desde el inicio de sus operaciones, así como cifras del importe operado por este mercado en comparación con el de la BMV.

¹⁵⁸ Datos obtenidos del artículo denominado "Ascendió a 110 mil 985 mdp la compra y venta de contratos a futuro en MexDer desde enero de 1998 (sic) hasta marzo pasado", publicado en la sección de Análisis Económico, página 3-A, del periódico El Financiero, de fecha 2 de mayo del 2000.

3.3 Características

Como quedó precisado en el numeral 3.1 anterior, las bolsas de productos derivados son mercados organizados en los que se negocian contratos estandarizados de futuros y opciones, interviniendo una cámara de compensación como contraparte de cada participante. Estos mercados, a diferencia de los operados *over the counter*,¹⁵⁹ se caracterizan por presentar los siguientes aspectos:

a) La existencia de un lugar físico (generalmente una bolsa) al que concurren los participantes del mercado ofreciendo y demandando productos derivados.

b) La intervención de una cámara de compensación, cuya principal función, desde el punto de vista jurídico, es fungir como contraparte en las operaciones que se efectúen en el mercado. Así pues, cuando un participante celebra una operación de compra, la cámara de compensación adquiere la calidad de vendedora, y viceversa. Este hecho es crucial para la bursatilidad de los contratos, debido a que los *"compradores y vendedores pueden entrar en el mercado sin preocuparse acerca del riesgo crediticio de la contraparte ya que sin importar quién se encuentre en el piso de remates, su contraparte legal será siempre la casa de compensación. Además, lo anterior permite que los participantes del mercado cuadren su posición (cancelando la venta con una compra o a la inversa) y que aumenten o disminuyan ésta sin necesidad de buscar y transar con su contraparte original"*.¹⁶⁰ Esta función puede ser desempeñada por dicha cámara, toda vez que mantiene un sistema de depósitos de buena fe

¹⁵⁹ Entre los aspectos que caracterizan a estos mercados se tienen los siguientes: a) no tienen una ubicación física, sino que, principalmente las transacciones se ejecutan a través de medios electrónicos; b) generalmente no existe un marco normativo establecido por las autoridades, sino que se rigen por normas de autorregulación y la costumbre. De ahí que las operaciones se realicen con mayor discreción y flexibilidad; c) las operaciones pactadas no son estandarizadas, es decir, los términos y condiciones de contratación no son iguales, sino que se pactan dependiendo de las necesidades de las partes contratantes.

¹⁶⁰ Mansell Carlstens, Catherine. *Op. cit.*, nota 65, pp. 284 y 285.

En el numeral en análisis se prevé la posibilidad de recurrir al auxilio de otras autoridades fiscales que resulten competentes, con el fin de que continúen con la visita, sustitución que será notificada al contribuyente.

Los visitados se encuentran, de conformidad con el artículo 45 del Código Fiscal, a permitir a los visitadores designados por las autoridades, el acceso al lugar o en su caso los lugares objeto de la comprobación fiscal, e igualmente se debe mantener a su disposición la contabilidad y demás documentación afecta a ésta; y como ya ha sido comentado a estos documentos se les podrán sacar copias para que sean certificadas. Así mismo se debe permitir el acceso y revisión de bienes y mercancías.

En los supuestos en que el contribuyente lleve sus registros mediante sistemas de registro electrónico, éstos deberán facilitar a los visitadores el equipo de cómputo así como sus operadores.

En el artículo en análisis se establecen los supuestos en que se puede obtener copias de la contabilidad:

I.- El visitado, su representante o quien se encuentre en el lugar de la visita se niegue a recibir la orden.

II.- Existan sistema de contabilidad, registros o libros sociales que no estén sellados cuando deban estarlo conforme a las disposiciones fiscales.

III.- Existan dos o más sistemas de contabilidad con distinto contenido, sin que se puedan conciliar con los datos que requieren los avisos o declaraciones presentados.

IV.- Se lleven dos o más libros sociales similares con distinto contenido.

V.- No se hayan presentado todas las declaraciones periódicas a que obligan las disposiciones fiscales, por el periodo al que se refiera la visita.

VI.- Los datos anotados en la contabilidad no coincidan o no se puedan conciliar con los asentados en las declaraciones o avisos presentados o cuando los documentos que amparen los actos o actividades del visitado no aparezcan asentados en dicha

Si bien es cierto que los aspectos anteriormente mencionados, se presentan en la mayoría de los mercados organizados de productos derivados, también lo es que, para efectos del presente trabajo y atendiendo a su aspecto jurídico, es indispensable analizar de manera detallada el concepto de "autorregulación", para que después en el numeral 3.4 y en el capítulo quinto de este trabajo, se haga referencia al papel de la cámara de compensación como un elemento inherente a la naturaleza de los mercados de derivados cotizados en bolsa.

3.3.1 Autorregulación

Uno de los principales aspectos que caracterizan a los mercados de productos derivados cotizados en bolsa es la autorregulación. A pesar de que en México la autorregulación ha sido un mecanismo de reciente creación, específicamente en el mercado de valores, el eficiente funcionamiento observado en nuestro mercado como en el de otros países, ha contribuido para adoptarlo como principio inspirador en la formulación de las normas aplicables a las bolsas de futuros y opciones en México.¹⁶⁶ De ahí que, dicho principio se haya recogido en las principales normas que rigen al mercado en comento, destacándose en los Considerandos de las Reglas y Disposiciones que *"es de suma importancia, dadas*

¹⁶⁶ Dicho reconocimiento fue expresado por las autoridades de nuestro país en diversos foros. Es así como el presidente de la CNBV, Licenciado Eduardo Fernández García, en la Convención del Mercado de Valores celebrada en noviembre de 1997, en su ponencia denominada "Retos del Mercado de Valores", manifestó: *"La Comisión y diversos participantes del mercado han promovido la revisión de los estatutos y el reglamento de la Bolsa Mexicana de Valores, con la finalidad de adecuar algunas prácticas operativas a las de mercados más desarrollados o incorporar el tema de la autorregulación. La Comisión, apoya los esfuerzos de la Bolsa y de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles para reforzar su papel como organismos autorregulados, dado que reconoce los beneficios que este esquema brinda al mercado y a sus participantes"*. En Memoria de la Convención del Mercado de Valores, Bolsa Mexicana de Valores, noviembre de 1997, pp. 29 y 30. Un año más tarde, en la misma Convención del Mercado de Valores, el Lic. Eduardo Fernández García, en su ponencia intitulada "Retos del Mercado de Valores en México", señaló: *"El mercado de derivados se sustenta en un esquema de autorregulación, en donde la Bolsa regulará y supervisará las operaciones que se llevan a cabo, así como a los participantes. A su vez, la autoridad supervisará a la Bolsa, y aprobará las reglas que ésta emita, contando con la facultad discrecional de vigilar e inspeccionar todo el mercado. Del éxito que tenga el modelo de autorregulación en el mercado de derivados, dependerá la posibilidad de extender su aplicación a otras áreas del sector financiero..."*. En Memoria de la Convención del Mercado de Valores, Bolsa Mexicana de Valores, noviembre de 1998, pág. 33.

las características del mercado que nos ocupa, que las normas que regulen tal mercado propicien y fortalezcan la autorregulación de los participantes del mismo" y que "el establecimiento de normas orientadas a preservar la solvencia y liquidez de los participantes en el mercado, basadas en el principio de autorregulación, coadyuva a fomentar el orden, transparencia, seguridad del propio mercado, al dotarlo de libertad para generar mayores niveles de control de riesgo mediante la adopción de medidas, políticas y criterios tendientes a promover su estabilidad y desarrollo", respectivamente.

La autorregulación es una palabra compuesta por los vocablos "auto", que se refiere "a la voz que se usa como prefijo con la significación de mismo, por uno mismo" ¹⁶⁷ y "regulación", que proviene del verbo "regular" que significa "ajustar, reglar o poner en orden una cosa". ¹⁶⁸

En realidad, el vocablo "autorregulación" es una traducción de la voz en inglés *self-regulation*, considerada como un "término con el cual se describe al principio establecido en las leyes de valores norteamericanas, por el cual la Comisión de Valores (SEC) delega a las Bolsas de valores las facultades para controlar las prácticas comerciales de las Bolsas y las tasas de comisión a ser cobradas y las deja manejarse por sus propias reglamentaciones. La Comisión de Valores (SEC) sin embargo, se reserva el derecho de alterar o complementar las regulaciones que resulten. Asimismo, La Comisión de Valores ha delegado poderes similares a la Asociación Nacional de Intermediarios de Valores (NASD) para que la misma establezca las regulaciones que regirán el mercado fuera de la Bolsa (OTC)". ¹⁶⁹

¹⁶⁷ Diccionario Hispánico Universal. Op. cit., nota 9, pág. 176.

¹⁶⁸ *Ibid.* pág. 1216.

¹⁶⁹ Glosario de Términos Bursátiles (Inglés-español), editado por la extinta Comisión Nacional de Valores, México, 1987, pág. 264.

A pesar de que este concepto no se define en ninguna norma del sistema jurídico mexicano, es de reconocerse que algunos autores se han referido a la autorregulación, destacando que: *"Las características propias de los mercados de valores, en donde participa un amplio número de inversionistas, crean la necesidad de llevar a cabo medidas regulatorias y mecanismos que las propias bolsas de valores instrumentan con la intención de evitar, en lo posible, acciones que puedan ir en detrimento de los propios inversionistas. Las bolsas de valores también crean una serie de mecanismos con el interés de evitar o controlar cambios súbitos en los precios y operaciones que se realizan en sus pisos de remates; además, de impedir acciones deliberadas motivadas por circunstancias especiales que pudiesen producir movimientos o resultados anormales en la actividad bursátil. A este tipo de mecanismos se les llama autorregulación".*¹⁷⁰ Asimismo, en el ámbito de los productos derivados, se ha señalado que *"La supervisión y vigilancia de los mercados de derivados que cotizan en bolsa se basa en un esquema de autorregulación... De acuerdo con este esquema, la bolsa supervisa y vigila la negociación de operaciones en el piso de remates y a la cámara de compensación. La cámara supervisa y vigila a sus socios liquidadores; los socios liquidadores supervisan a los socios operadores y, por último, la CNBV regula, supervisa y vigila a la bolsa y cámara principalmente, sin excluir al resto del mercado de ser necesario".*¹⁷¹

Por su parte, Rafael Garza Berlanga define a la autorregulación como *"la capacidad o facultad que tiene la institución financiera de corregiría para darse a sí misma su propio patrón de conducta, que desde luego cubrirá más campo de actividades que el exigido legalmente".*¹⁷² Siguiendo el estudio del citado autor, la autorregulación se caracteriza por tener un aspecto endógeno, es decir, las reglas

¹⁷⁰ Palabras del Director General de la BMV, Lc. Guillermo Núñez, en su ponencia intitulada: "Automatización, globalización y autorregulación del Mercado Mexicano de Valores", en revista El Mercado de Valores, Nacional Financiera, S.N.C., número 24, 15 de diciembre de 1990, pp. 13-15.

¹⁷¹ Shillman Katz, Rubén. *Bolsas de Futuros y opciones: el caso de México*. En Revista de Banca y Mercados Financieros, CNBV, 2º. Semestre, 1998, pp. 49 y 50.

¹⁷² Garza Berlanga, Rafael. *Autorregulación de la intermediación financiera, análisis de casos de prácticas irregulares y mecanismos de control*. IMEF, México, 1991, pág. 108.

o normas se crean desde el interior del propio organismo, a diferencia de la regulación exógena emitida por el Estado, caracterizada por no tener "funciones éticas ni morales, sino que se encarga de inspeccionar, supervisar y vigilar y, si llegara a darse el caso, penalizar aplicando la ley".¹⁷³ En este sentido, dicho autor afirma que "la autorregulación propia no sustituye ni desplaza a la exógena, sino cubre otros aspectos que quizás la exógena aun no considera adecuado o prudente ocuparse de ellos. La autorregulación cubre más el campo de operación que el mínimo legal".¹⁷⁴ Asimismo, la autorregulación es descentralizada, esto es, "opera desde todos y cada uno de los centros de poder, y éstos, a su vez, deben ubicarse en los más bajos estratos de la organización de la intermediación financiera".¹⁷⁵ Finalmente, contiene un aspecto automático debido a que "opera por medio de mecanismos financieros de control, sin que haya necesidad de que intervenga —exclusivamente para ello— un operador. Una vez detectada la situación anormal, los mecanismos regulatorios deben aplicarse rutinariamente, para volver normal esa situación anormal. La automaticidad de la autorregulación asegura la efectividad y rapidez de control sobre situaciones anómalas o erráticas".¹⁷⁶

De lo anterior, se desprende que la autorregulación "no es anarquía ni acracia. No es ausencia de leyes ni es la supresión de la autoridad",¹⁷⁷ sino que, se trata de un mecanismo previsto por la norma jurídica que permite a ciertos organismos del mercado ejercer funciones de autoridad privada, consistentes en la emisión de reglas para vigilar, supervisar, y en su caso, sancionar a los participantes de dicho mercado.

Ahora bien, específicamente en el mercado mexicano de productos derivados colizados en bolsa, dos son los organismos facultados para emitir

¹⁷³ *Idem.*

¹⁷⁴ *Idem.*

¹⁷⁵ *Idem.*

¹⁷⁶ *Idem.*

¹⁷⁷ *Ibid.*, pág. 107.

normas de autorregulación: la Bolsa y la Cámara de Compensación. Por consiguiente, en ejercicio de la facultad normativa que les confieren a dichos organismos los incisos g) y h) de la cuarta; incisos b) y f) de la décimo séptima de las Reglas; así como la cuarta; inciso f) de la séptima; inciso c) de la octava; inciso i) de la novena; décima sexta; décima séptima; trigésima; incisos e) y g) de la trigésima segunda de las Disposiciones, son normas de autorregulación las siguientes:

a) Reglamento Interior de Mexder, Bolsa Mexicana de Productos Derivados, S.A. de C.V., autorizado por la SHCP mediante oficio número 101-1829, de fecha 15 de diciembre de 1998. Atendiendo a lo ordenado por la décima primera de las Disposiciones, el Reglamento Interior contiene, entre otras normas, las relativas a:

- a) Los requisitos y procedimientos de admisión de Socios de la Bolsa, así como las causas por las que se podrá suspender a los Operadores, Socios Liquidadores y Operadores de Mesa,...*
- b) Las mecánicas de negociación de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, así como los términos, condiciones y formas de concertación de las operaciones.*
- c) Los supuestos para la reducción de las posiciones límites por Operador, Socio Liquidador o Cliente para cada tipo de Contrato Futuros y Contrato de Opciones.*
- d) La conducta de los socios Liquidadores, Operadores y Operadores de Mercado respecto a la celebración de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, así como los procedimientos y sanciones para hacerlas efectivas.*
- e) Al registro y uso de la información que genera y procesa la Bolsa y los términos en que la misma se proporcionará al público.*
- f) Los lineamientos para certificar la capacitación del personal de los Operadores, Socios Liquidadores y de la Cámara de Compensación,*

que intervengan directamente en las operaciones celebradas, incluyendo aquél otro que determine la Bolsa.

- g) Los programas de capacitación y actualización en materia del código de ética.
- h) Los procedimientos de seguridad en caso de contingencia por virtud de las cuales se interrumpa, allere o impida la negociación de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones.
- i) Los casos en que procederá la suspensión de la cotización de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones.
- j) La transparencia de los mecanismos implementados en caso de incumplimiento.
- k) Los procedimientos para resolver los conflictos originados por operaciones que hayan contratado los Operadores y Socios Liquidadores con sus Clientes.
- l) Los procedimientos para realizar investigaciones por violaciones a las normas a que se refiere al inciso d) anterior.
- m) Los lineamientos para llevar a cabo los programas de vigilancia y auditoría a los Operadores, Socios Liquidadores y Cámara de Compensación.
- n) Las políticas y lineamientos para el cobro de las tarifas, cuotas o comisiones por los servicios que preste la Bolsa".

b) Reglamento Interior de Asigna, Compensación y Liquidación, mismo que la SHCP, mediante oficio número 101-1830, de fecha 15 de diciembre de 1998, autorizó a Bancomer al tramitar su solicitud para actuar como fiduciario en el fideicomiso número F/30430, identificado bajo el nombre comercial de Asigna, Compensación y Liquidación. Dicho Reglamento, en términos de lo señalado en la trigésima sexta de las Disposiciones contiene, entre otras normas, las relativas a:

- a) *Los requisitos y procedimientos de admisión de fideicomitentes, y a la clasificación de Socios Liquidadores de acuerdo a los Activos Subyacentes que liquiden, así como las causas por las que se podrá suspender las operaciones de sus Socios Liquidadores,...*
- b) *Las mecánicas de compensación y liquidación de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones.*
- c) *Las obligaciones y derechos que en la compensación y liquidación de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones tendrán la Cámara de Compensación y los Socios Liquidadores.*
- d) *La operación, cobertura y régimen de inversión del Fondo de Compensación, así como los términos y condiciones en que habrán de cubrirse las cantidades que deberán aportarse a dicho Fondo de Compensación.*
- e) *Los términos y condiciones para requerir las Aportaciones Iniciales Mínimas y Liquidaciones Extraordinarias.*
- f) *La metodología de segregación de cuentas.*
- g) *La conducta de los Socios Liquidadores respecto a la liquidación de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, así como los procedimientos y sanciones para hacerlas efectivas.*
- h) *Los procedimientos de seguridad en caso de contingencias por virtud de las cuales se interrumpa o altere el sistema de compensación y liquidación.*
- i) *Los supuestos para la determinación de posiciones límite Cliente para cada tipo de Contrato de Futuros y Contrato de Opciones.*
- j) *Los procedimientos implementados para el caso de incumplimiento de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones.*
- k) *El registro, uso y, en su caso, divulgación de la información que genera y procesa la Cámara de Compensación.*
- l) *Los lineamientos para llevar a cabo los programas de vigilancia y auditoría a los Socios Liquidadores.*

m) *Las políticas y lineamientos para el cobro de las tarifas, cuotas o comisiones por los servicios que preste la Cámara de Compensación*".

c) Manual de Políticas y Procedimientos de Mexder, Mercado Mexicano de Productos Derivados S.A. de C.V., autorizado por la SHCP, el día 18 de agosto de 1998, cuyo contenido se refiere a:

Capítulo primero	Requisitos de aprobación de miembros
Capítulo segundo	Certificación y acreditación
Capítulo tercero	Acceso al área de negociación
Capítulo cuarto	Formatos de compraventa
Capítulo quinto	Concertación de operaciones
Capítulo sexto	Identificadores de Orden, Ejecución, Asignación y Corrección de operaciones
Capítulo séptimo	Obligaciones administrativas y reglamentos de información
Capítulo octavo	Plan de contingencia

d) Manual de Políticas y Procedimiento de Asigna, Liquidación y Compensación, autorizado por la SHCP el día 15 de diciembre de 1998, y cuyo contenido es el siguiente:

Capítulo primero	Admisión de Fideicomitentes
Capítulo segundo	Acreditación del Personal de los Socios Liquidadores
Capítulo tercero	Condiciones Generales de Contratación
Capítulo cuarto	Registro y compensación de Operaciones
Capítulo quinto	Registro y compensación de operaciones
Capítulo sexto	Corrección de Errores
Capítulo séptimo	Fondo de Aportaciones
Capítulo octavo	Fondo de Compensación
Capítulo noveno	Información
Capítulo décimo	Procedimientos de Transferencia de Posiciones de Socios Operadores o Clientes
Capítulo undécimo	Cuotas y Comisiones

e) Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana, con el que se busca establecer *"la base de actuación de todo profesional en este mercado, promoviendo altos estándares de conducta ética y profesional a fin de preservar la integridad del mercado bursátil y proteger los intereses del público inversionista. Para este fin, se establecen los principios fundamentales a los que debe sujetarse la actuación de todas las personas que realizan en forma habitual y profesional actividades en o relacionadas con el mercado bursátil, incluyendo*

aquellas que, en virtud de sus funciones, pueden influir a la opinión pública en materia bursátil..."¹⁷⁸

Debe precisarse que, en estricto sentido, dicho cuerpo normativo no fue emitido por la Bolsa ni por la Cámara de Compensación, sino que su creación fue resultado de los trabajos realizados por la BMV, concluidos el 26 de julio de 1997. Sin embargo, la Bolsa y la Cámara de Compensación en cumplimiento a lo ordenado por el inciso i) de la novena, en relación con la décima tercera de las Disposiciones firmaron su adhesión con la finalidad de formalizar su observancia.¹⁷⁹

Por cuanto se refiere al contenido de este código, se consignan tanto principios "éticos generales", mismos que ordenan a los profesionales a "conducirse con honestidad, integridad, diligencia, imparcialidad, probidad y buena fe",¹⁸⁰ como principios fundamentales de actuación en el mercado bursátil, los cuales consisten en:

1. Actuar de acuerdo con las disposiciones aplicables y las sanas prácticas del mercado.
2. Actuar con base en una conducta profesional íntegra que permita el desarrollo transparente y ordenado del mercado.
3. Hacer prevalecer el interés del cliente.

¹⁷⁸ www.mexder.com.mx

¹⁷⁹ La Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A.C., se adhirió a este código mediante resolución de su Consejo Directivo de fecha 25 de septiembre de 1997; la S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores se adhirió a dicho ordenamiento mediante acuerdo del Consejo de Administración en la sesión de fecha 26 de noviembre de 1997; la Bolsa se adhirió al Código de Ética en el acto de su constitución, en cumplimiento a lo acordado por el Consejo de Administración Preconstitutivo en su sesión del 29 de octubre de 1997; finalmente, la Cámara de Compensación se adhirió a dicho código en el acto de su constitución, en cumplimiento a lo acordado por el Comité Técnico Preconstitutivo en su sesión del 30 de octubre de 1997.

¹⁸⁰ www.mexder.com.mx

4. Evitar conflictos de interés personales y con de terceros.
5. Proporcionar al mercado información veraz, clara, completa y oportuna.
6. Guardar confidencialidad acerca de la información de los clientes.
7. No usar o divulgar información privilegiada.
8. Competir en forma leal.

Una vez que hemos señalado las normas de autorregulación vigentes en el mercado, así como los fundamentos para su expedición, es conveniente delimitar su alcance obligatorio, para que, posteriormente, se exponga su mecánica de funcionamiento en el citado mercado mexicano de productos derivados.

Las Reglas y Disposiciones, establecen, por un lado, el carácter obligatorio de las normas de autorregulación que expida la Bolsa para los participantes del mercado (Cámara de Compensación, socios liquidadores, operadores, operadores de mesa y demás personas que realicen alguna de las actividades por ellas reguladas),¹⁸¹ y por otro lado, establecen la obligación de los socios liquidadores de observar las normas que emita la Cámara de Compensación en materia de compensación y liquidación de operaciones.¹⁸²

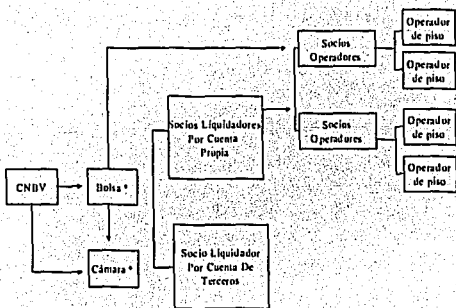
Es importante señalar, que la obligatoriedad de cumplir con estas normas de autorregulación se reafirma en los Reglamentos Interiores de los citados organismos, así como en los contratos constitutivos de la Cámara de Compensación y socios liquidadores. En el caso de los clientes, expresamente se

¹⁸¹ Disposición cuarta.

¹⁸² Disposición trigésima.

pacla la obligación de someterse a estas normas en los contratos que firman con los socios liquidadores por cuenta de terceros y operadores.

Finalmente, para facilitar la comprensión de la mecánica de funcionamiento de la autorregulación en el referido mercado, se transcribe por su claridad, la gráfica elaborada por el Dr. Rubén Shiffman Katz en su artículo intitulado "Bolsas de Futuros y Opciones: el caso de México",¹⁸³ en la que se ilustra el papel de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores como autoridad de regulación y vigilancia de todos los participantes de este mercado, y la manera en que la Bolsa y la Cámara de Compensación ejercen dichas facultades en el ámbito de sus competencias.



* Organismos autorregulados

¹⁸³ Shiffman Katz, Rubén. *Op. cit.*, nota 171, pág. 50.

3.4 Participantes

Como se mencionó en el numeral 3.3 anterior, los mercados organizados de futuros y opciones se caracterizan, entre otros aspectos, por la participación indispensable de instituciones como las bolsas y las cámaras de compensación. En el caso concreto de México, en los Considerandos de las Reglas se expresó que: *"es necesario que los contratos de futuros y de opciones que se celebren en una bolsa sean estándar y que para que tal mercado pueda iniciar operaciones es necesaria la participación de al menos los sujetos siguientes: Las bolsas... socios liquidadores... cámaras de compensación... socios operadores..."*.

Siguiendo la estructura institucional para el mercado de valores propuesta por algunos tratadistas,¹⁸⁴ las personas que intervienen en el mercado mexicano de productos derivados se agrupan en cuatro grandes segmentos:

a) Organismos de Apoyo, cuya participación es indispensable para el funcionamiento de este mercado, ya que proporcionan las instalaciones, sistemas y demás servicios necesarios para la realización de las transacciones con productos derivados. Principalmente, se hace alusión a la Bolsa y la Cámara de Compensación.¹⁸⁵

b) Organismos de intermediación, es decir, aquellos que ejecutan las operaciones en el mercado, ya sea, por cuenta propia o por cuenta de terceros (socios liquidadores y operadores).

¹⁸⁴ Véase a Caro Razú, Efraín, *et. al. Op. cit.*, nola 20, pp. 20 y sig.

¹⁸⁵ Es prudente aclarar que existen otros organismos que, si bien no forman parte de la estructura esencial del mercado en cita, de manera indirecta contribuyen para lograr su eficiente funcionamiento. En este sentido, intervienen como organismos de apoyo: la BMV; la S.D. Indeval, Institución para el Depósito de Valores, instituciones de crédito, ejecutando, principalmente, las actividades contenidas en las fracciones I y XVI del artículo 146 de la Ley de la materia; casas de bolsa realizando los actos previstos en las fracciones I y V, inciso b), del artículo 22 de la Ley del Mercado de Valores; calificadoras de valores, etc.

c) Usuarios o clientes, quienes por medio de este mercado, satisfacen sus necesidades de cobertura de riesgos de sus portafolios de inversión, o en su caso, buscan obtener ganancias a través de la especulación; y

d) Autoridades, las cuales realizan la labor de regulación, sanción, vigilancia y supervisión de las operaciones y de los participantes, con la finalidad de dotar de seguridad y certeza el funcionamiento del mercado.

Antes de proceder al análisis de cada uno de los participantes arriba referidos, se expondrán algunos de los requisitos establecidos en las Reglas que dichos participantes deben observar al iniciar operaciones.

Por cuanto se refiere a los organismos de apoyo, de conformidad con la tercera y cuadragésima tercera de las Reglas, las personas que deseen participar en este mercado, mediante la constitución de *"una sociedad que tenga por objeto actuar como Bolsa, así como las instituciones de banca múltiple que deseen actuar como fiduciarias en los fideicomisos que tengan por fin operar como Cámara de Compensación, deberán presentar, para cada sociedad y fideicomiso, la correspondiente solicitud de autorización por escrito a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, acompañada de la documentación a que se refieren las presentes Reglas. La citada Secretaría otorgará o denegará la respectiva autorización de manera discrecional, oyendo previamente la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y del Banco de México"*.¹⁸⁶

Por cuanto hace a los documentos que deberán acompañarse a la referida solicitud de autorización, dependiendo del participante de que se trate, son, entre otros:¹⁸⁷

¹⁸⁶ Tercera de las Reglas.

¹⁸⁷ Cuarta y décimo séptima de las Reglas.

a) Proyecto de escritura constitutiva de la sociedad, o en su caso, del contrato de fideicomiso.

b) Relación de las personas que participen en el capital social de la Bolsa o de los fideicomitentes en la Cámara de Compensación.

c) Proyecto de reglamento interior.

d) Proyecto de los manuales de políticas y procedimientos de operación.

e) Proyecto de contratos que regirá las operaciones entre la Bolsa y la Cámara de Compensación, así como entre la Bolsa y sus socios.

f) Descripción de los programas de auditoría que se practicarán a los socios de la Bolsa que tengan el carácter de socios liquidadores y operadores.

Con respecto a los organismos de intermediación, para participar como socio liquidador, las instituciones de crédito o casas de bolsa, en su carácter de fiduciarias de estos fideicomisos, no requieren de la autorización por parte de la SHCP, sino que, de conformidad con lo preceptuado por la séptima de las Reglas, solamente deberán *"obtener, para cada fideicomiso, la aprobación correspondiente de la Bolsa y de la Cámara de Compensación en la que pretendan celebrar operaciones. Los socios liquidadores que constituyan una Cámara de Compensación, únicamente deberán obtener la aprobación respectiva de la Bolsa"*. Dichas aprobaciones, serán otorgadas de acuerdo con los procedimientos establecidos para tal efecto en los capítulos Primero, Segundo y Tercero del título Segundo del Reglamento Interior de la Bolsa; apartados Primero y Segundo del capítulo Primero del Manual Operativo de la Bolsa; así como en los apartados Primero, Segundo y Tercero del capítulo Segundo del Reglamento

CAPÍTULO III

FORMAS DE EXTINGUIR LAS FACULTADES DE COMPROBACIÓN

3. ANTECEDENTES. CÓDIGO FISCAL DE LA FEDERACIÓN DEL AÑO 1967	115
3.1 ANÁLISIS DEL ARTÍCULO 30 DEL CÓDIGO FISCAL DE LA FEDERACIÓN	118

CAPITULO III

FORMAS DE EXTINGUIR LAS FACULTADES DE COMPROBACIÓN

3. ANTECEDENTES.

En este apartado se analizará tanto el texto legal, como la exposición de motivos en lo que concierne a la caducidad de las facultades de la autoridad fiscal, establecidas en el Código Fiscal de la Federación de 1967.

Este Código fue publicado en el Diario Oficial de la Federación el día 19 de enero de 1967, disponiendo en el Artículo Primero Transitorio, que su vigencia iniciaría a partir del día primero de abril de ese mismo año. De conformidad con el Artículo Segundo Transitorio, se derogaría en esa misma fecha el Código Fiscal de la Federación del 30 de diciembre de 1938, sus adiciones y reformas.

La caducidad estaba contenida en el artículo 88 del nuevo Ordenamiento, y textualmente establecía:

"ARTICULO 88.- Las facultades de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para determinar la existencia de obligaciones fiscales, señalar las bases de su liquidación o fijarlas en cantidad líquida, para imponer sanciones por infracciones a las disposiciones fiscales, así como las facultades de verificar el cumplimiento o incumplimiento de dichas disposiciones, se extinguen en el término de cinco años, no sujeto a interrupción ni suspensión. Dicho término empezará a correr a partir:

- I. Del Día siguiente al en que hubiere vencido el plazo establecido por las disposiciones fiscales para presentar declaraciones, manifestaciones o aviso;*
- II. Del día siguiente al en que se produjo el hecho generador del crédito fiscal, si no existiera obligación de presentar declaraciones, manifestaciones o avisos, y*

autorregulación y demás disposiciones emitidas por las autoridades del mercado. Cabe señalar que los derechos y obligaciones de este órgano social son determinados por la asamblea de accionistas en ejercicio del derecho que les confiere el inciso f) de la quinta de las Disposiciones; sin embargo, la octava de las citadas normas enuncia las obligaciones que en todo caso debe cumplir.

e) Siete comités, constituidos con base en lo previsto por el inciso c) de la quinta de las Disposiciones. Dichos comités son:

1. Ejecutivo, el cual tiene como funciones "*elaborar los planes para implementar las estrategias de desarrollo del mercado, su promoción y difusión; revisar y proponer modificaciones al presupuesto de ingresos, egresos e inversión institucional; así como presentar propuestas en cuanto a servicios, comisiones, derechos y tarifas*".¹⁹³
2. Admisión y Nuevos Productos, encargado de "*auxiliar al Consejo en sus facultades técnicas, de admisión de socios, de autorización de miembros y de acreditación del personal de los mismos*".¹⁹⁴
3. Normativo y de Ética, cuya función se concreta a "*auxiliar al Consejo en sus facultades normativa*".¹⁹⁵
4. Auditoría, con la finalidad de "*definir los esquemas de auditoría pre-operativa y post-operativa para los socios del mercado*"¹⁹⁶, y establecer "*los programas de auditoría interna a los Miembros y a la Cámara de Compensación*".¹⁹⁷

¹⁹³ Folleto informativo de Mexder y Asigna. Op. cit., nota 143, pág. 11.

¹⁹⁴ *Ibid.* pág. 12.

¹⁹⁵ *Idem.*

¹⁹⁶ *Idem.*

¹⁹⁷ *Idem.*

5. Disciplinario y Arbitral, encargado de "auxiliar al Consejo en sus facultades disciplinarias. Entre sus principales funciones se encuentran vigilar, resolver y sancionar las infracciones a la normativa vigente".¹⁹⁸

6. Certificación, el que tiene "la responsabilidad de implementar los lineamientos y supervisar el proceso de certificación del personal de los Socios Operadores y Liquidadores, de acuerdo a las disposiciones contenidas en el Reglamento Interior y el Manual de Políticas y Procedimientos de MexDer".¹⁹⁹

7. Cámara de Compensación, al que se le encomienda "vigilar la prestación de servicios contratados entre MexDer y Asigna, así como las comisiones y tarifas cobradas por los mismos, entre otras funciones".²⁰⁰

f) Un Director General, cuyas funciones están "destinadas a establecer los lineamientos generales para la elaboración de los programas de trabajo y de contingencia, objetivos y metas de funcionamiento de cada área. El Director General determina los niveles, cargos y funciones que desempeñan los responsables de área y sus colaboradores inmediatos, así como del personal, en general".²⁰¹

Además, para su adecuado funcionamiento, la novena y décima de las Disposiciones ordenan a la Bolsa contar con:

a) Sistemas operativos de negociación de contratos de futuros y contratos de opciones.

¹⁹⁸ Idem.

¹⁹⁹ Idem.

²⁰⁰ Idem.

²⁰¹ Idem.

b) Sistema de control interno capaz de capturar en forma ordenada y completa la información generada en cada transacción.

c) Sistema de monitoreo y revisión de las operaciones celebradas.

d) Sistemas de información relativas a las operaciones que se celebran en la misma.

e) Sistemas de divulgación al público en general de los mecanismos implementados para los casos de incumplimiento de operaciones.

f) Mecanismos para verificar el patrimonio mínimo que deben mantener los socios liquidadores, de conformidad con lo establecido en la décima segunda de las Disposiciones, así como el importe mínimo del capital social de los operadores (vigésimo tercera de las citadas normas).

g) Mecanismos para vigilar que los socios liquidadores observen los procedimientos implementados por la Cámara de Compensación para el caso de incumplimiento en la liquidación de operaciones.

Por otro lado, la quinta de las Reglas establece las siguientes obligaciones a cargo de la Bolsa:

- "a) *Proveer las instalaciones, mecanismos y procedimientos adecuados para celebrar los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones;*
- b) *Crear los comités necesarios para atender, al menos, los asuntos relativos a: la Cámara de Compensación, finanzas, admisión, contencioso y disciplina, ética, autorregulación, y conciliación y arbitraje; En la integración de los comités deberá cuidarse en todo momento que no se presenten conflictos de intereses. Además,*

deberá designarse una persona responsable ante la Bolsa para cada uno de los comités;

- c) Conciliar y decidir, a través de los comités que al efecto se establezcan, o de paneles de árbitros, las diferencias que, en su caso, se presenten por las operaciones celebradas en la Bolsa;*
- d) Llevar programas permanentes de auditoría a los socios de la Bolsa, que sean socios Liquidadores y Operadores;*
- e) Vigilar la transparencia, corrección e integridad de los procesos de formación de los precios, la estricta observancia de la normativa aplicable en la contratación de las operaciones, que las actividades y dichas operaciones en Bolsa no se alejen de los usos bursátiles y sanas prácticas del mercado y se ajusten a las disposiciones aplicables, así como establecer, dentro de los lineamientos que, en su caso, determinen las Autoridades, las normas convencionales correspondientes;*
- f) Diseñar y, con la previa autorización de las Autoridades, incorporar, Contratos de Futuros y Contratos de Opciones a ser negociados en la propia Bolsa;*
- g) Elaborar y someter a la aprobación de las Autoridades, los requerimientos estatutarios y demás requisitos que tendrán que cumplir los Socios Liquidadores;*
- h) Vigilar las operaciones en la Bolsa y Cámara de Compensación;*
- i) Llevar la documentación de las actividades, registros históricos, e informar a las Autoridades, con la frecuencia solicitada por las mismas, sobre todas las operaciones realizadas en la Bolsa;*
- j) Contar con un sistema de control interno que permita dar seguimiento preciso y conocer la información completa de cada transacción;*
- k) Dar a conocer periódicamente a través de medios de comunicación masiva, los nombres de los Socios Liquidadores autorizados para operar con ese carácter, y*

- l) *Publicar sus estados financieros y presentar a las Autoridades el resultado de una auditoría externa realizada por alguna de las firmas que aprueben dichas Autoridades, efectuada por lo menos una vez al año*."

No obstante lo anterior, cabe señalar que se prevén en las Reglas y Disposiciones otras obligaciones específicas en relación con la mecánica de operación de la Bolsa, mismas que se revisarán a lo largo del presente trabajo.

Asimismo, es de mencionarse que, atendiendo a la naturaleza de organismo autorregulador del mercado,²⁰² la Bolsa goza de las facultades de:

- a) **Regulación:** deberá emitir normas a las que se sujetarán los operadores, socios liquidadores, cámara de compensación, operadores de mesa y demás personas cuando realicen las actividades previstas por las Reglas y Disposiciones, con la finalidad de promover la competitividad e integridad del mercado, la formación de precios y los intereses del público.²⁰³

- b) **Vigilancia:** de manera general, la Bolsa vigilará las actividades de los operadores, socios liquidadores, cámara de compensación y clientes,²⁰⁴ de conformidad con los procedimientos establecidos en el título Sexto del Reglamento Interior de la Bolsa.

- c) **Conciliación y arbitraje:** se indica en la vigésima primera de las Disposiciones que "Las Bolsas conocerán de las controversias que se susciten con motivo de la contratación de servicios u operaciones entre los Operadores o, en su caso, Socios Liquidadores, con su clientela..." siempre que el cliente solicite a la Bolsa fungir como conciliadora, o en su caso, como árbitro. Dicha facultad, se

²⁰² Véase el numeral 3.3.1 del presente capítulo.

²⁰³ Cuarta de las Disposiciones.

²⁰⁴ Décima segunda y décima tercera de las Disposiciones.

ejercerá a través del comité o de los paneles arbitrales que se establezcan, observando los procedimientos señalados en el título Octavo del Reglamento Interior de la Bolsa.

d) Sanción: de conformidad con el inciso h) de la séptima de las Disposiciones, la Bolsa impondrán sanciones por infracciones a las normas que emita, considerando la naturaleza y gravedad de la infracción o el monto de las penas convencionales. Para el eficaz ejercicio de esta facultad, la Bolsa deberá observar en todo momento las formalidades esenciales de todo procedimiento. Regulan esta facultad las siguientes normas: décima tercera y décima cuarta de las Disposiciones; título Séptimo del Reglamento Interior de la Bolsa.

3.4.2 Cámara de Compensación

La primera de las Reglas define a las cámaras de compensación como los fideicomisos que tienen como fin *"compensar y liquidar Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, así como actuar como contraparte en cada operación que se celebre en la Bolsa"*. En efecto, el 15 de diciembre de 1998, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público otorgó la autorización a Bancomer para fungir como fiduciaria en el fideicomiso de administración conocido con el nombre comercial de Asigna, Compensación y Liquidación.²⁰⁵

Para su constitución, se observaron las normas genéricas previstas en la Ley General Títulos y Operaciones de Crédito, Ley de Instituciones de Crédito, así

²⁰⁵ Para conocer el proceso de constitución de este fideicomiso, véanse las páginas 71 y 72 de este trabajo.

como las especiales contenidas en las Reglas y Disposiciones.²⁰⁶ Dentro de las características de este fideicomiso, se destacan las siguientes:²⁰⁷

a) De conformidad con la décimo octava de las Reglas, deberán ser por lo menos cinco socios liquidadores quienes participen como fideicomitentes, existiendo la posibilidad de que otras personas físicas y morales, autorizadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, puedan participar en su constitución. Sin embargo, el cincuenta y uno por ciento del patrimonio fideicomitado en todo momento deberá ser aportado por los socios liquidadores. Los fideicomitentes son los beneficiarios de este fideicomiso.

b) La afectación de un patrimonio integrado por los siguientes conceptos: un patrimonio mínimo, un fondo de aportaciones y un fondo de compensación. De acuerdo con la primera y décimo novena de las Reglas, el patrimonio mínimo se compone por el equivalente en moneda nacional a quince millones de unidades de inversión, mismo que deberá *"aportarse en efectivo y mantenerse invertido en depósitos bancarios de dinero a la vista, valores gubernamentales con plazo de vencimiento menor a 90 días, o reportos al referido plazo sobre dichos títulos. No obstante lo anterior, hasta el diez por ciento del patrimonio referido y el excedente*

²⁰⁶ Son normas aplicables a la constitución de una cámara de compensación las siguientes: décimo séptima; décimo octava; décimo novena; incisos a), g) y o) de la vigésima y trigésima segunda de las Reglas; trigésima primera; trigésima segunda; trigésima tercera; trigésima cuarta; trigésima séptima y trigésima octava de las Disposiciones.

²⁰⁷ Indudablemente, resulta de particular interés jurídico observar en Asigna una estructura similar a la de una sociedad anónima. En efecto, como se verá más adelante, en la Cámara de Compensación se identifican ciertas figuras jurídicas cuya ubicación y funcionamiento, dentro de su estructura, advierten desempeñar una función similar a la de los órganos del tipo de sociedad citada. Por ejemplo:

a) La emisión de constancias de derechos fiduciarios a favor de los fideicomitentes, mismas que, si bien no son títulos de crédito por no reunir los requisitos a los que se refieren los artículos 5º y 14 de la Ley de la materia, sí representan la participación en el patrimonio fideicomitado por parte de su tenedor, confiriéndole ciertos derechos patrimoniales y "corporativos" en contra de la fiduciaria de este fideicomiso. En este sentido, cumplen una función similar a la de las acciones en una sociedad.

b) Existe un Libro de Registro de Fideicomitentes el cual se identifica con el libro de registro de accionistas al que se refieren los artículos 128 y 129 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

c) Un comité técnico, que por las facultades que se le confieren realiza las funciones del órgano de administración de la sociedad.

d) Una junta de fideicomitentes, que si bien no está expresamente regulada en las Reglas y Disposiciones, del contrato constitutivo se desprende su existencia.

de éste podrán estar invertidos en otros activos que aprueben las Autoridades".²⁰⁸

Por su parte, el fondo de aportaciones estará constituido por las aportaciones iniciales mínimas que entreguen los socios liquidadores a la Cámara de Compensación por cada contrato abierto. Finalmente, el fondo de compensación se integrará con recursos adicionales a las aportaciones iniciales mínimas que la Cámara de Compensación solicite a los socios liquidadores por el equivalente al diez por ciento de las citadas aportaciones iniciales mínimas, y con cualquier otra cantidad que les requiera para este fondo. El efectivo que se mantenga tanto en el fondo de aportaciones como en éste último, deberán invertirse de acuerdo a lo indicado en la quincuagésima octava de las Disposiciones.

c) Las constancias de derechos fiduciarios, emitidas por la Cámara de Compensación a favor de los fideicomitentes-fideicomisarios, las cuales no son títulos de crédito, sino que, se trata de documentos mercantiles que representan la participación de su tenedor en el patrimonio afectado, confiriéndole derechos patrimoniales y "corporativos". Entre los derechos patrimoniales que los fideicomitentes-fideicomisarios tienen son:

1. Con fundamento en el artículo 358 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, recibir la parte proporcional de sus aportaciones hechas al fideicomiso cuando se extinga parcial o totalmente; y
2. Recibir de manera proporcional a su participación en el patrimonio del fideicomiso, las utilidades que se generen con motivo de su ejecución.

Por otro lado, los fideicomitentes-fideicomisarios en ejercicio de sus derechos "corporativos" podrán nombrar y poder ser nombrados miembros del comité técnico y de los subcomités.²⁰⁹

²⁰⁸ Décimo novena de las Reglas.

²⁰⁹ Este derecho, de conformidad con el último párrafo de la décimo octava de las Reglas, está restringido para las personas distintas a los socios liquidadores que participen en el patrimonio del presente fideicomiso,

d) Libro de Registro de Fideicomitentes, en el que se consignan los nombre de los titulares de las constancias de derechos fiduciarios, así como las transmisiones, gravámenes y demás actos relacionados con ellas.

e) Junta de fideicomitentes, la cual si bien no está expresamente regulada en las Reglas y Disposiciones; del contrato constitutivo se afirma su existencia y algunas facultades en específico. Por ejemplo, se prevé un procedimiento especial para que la junta de fideicomitentes nombre a los miembros de comité técnico para los subsecuentes años a partir de su constitución. Asimismo, para la participación de un nuevo socio liquidador en este fideicomiso, previa a la admisión decretada por el comité técnico, la junta de fideicomitentes debe emitir opinión favorable. Finalmente, en otras cláusulas, se alude a dicha junta; por ejemplo, cuando el secretario del comité técnico convoca a sesionar a la misma.

Ahora bien, por cuanto se refiere a la estructura organizacional de la Cámara de Compensación, se compone de la siguiente forma:

a) Un comité técnico, constituido al amparo de lo previsto por el inciso b) de la trigésima primera de las Disposiciones y con las facultades especiales establecidas en la trigésima segunda de las citadas normas.

b) Cuatro subcomités, constituidos de acuerdo a lo señalado por el inciso c) de la trigésima de las Disposiciones. Dichos subcomités son:²¹⁰

ya que solamente "podrán nombrar en su conjunto como máximo al diez por ciento de los integrantes del comité técnico del fideicomiso, pero en todo caso nombrarán cuando menos un integrante. Los fideicomitentes a que se refiere este párrafo, en ningún caso formarán parte de los demás comités a que se refieren las presentes Reglas".

²¹⁰ Cabe precisarse que, en el inciso o) de la vigésima de la Reglas; e incisos c) y d) de la trigésima primera; inciso g) de la trigésima segunda de las Disposiciones, se hace referencia a comités. Sin embargo, tanto en el contrato constitutivo de la propia Cámara de Compensación, como en su Reglamento Interior a dichos comités se les denominaron "subcomités".

1. Admisión y Administración de riesgos, encargado de "auxiliar al Comité Técnico en sus facultades técnicas, de admisión de fideicomitentes, de aprobación de Socios Liquidadores, de acreditación del personal de los mismos y de administración de riesgos".²¹¹

2. Auditoría, el cual tiene como principal función aprobar los programas de auditoría que se practican a los socios liquidadores, así como proponer al comité técnico auditores externos. Asimismo, puede ordenar auditorías a los socios liquidadores.

3. Disciplinario y arbitral, a quien se le encomienda aplicar las medidas disciplinarias en términos del Reglamento Interior de la Cámara de Compensación, por violaciones a las normas. Además, atiende los conflictos que se suscitan entre los propios socios liquidadores y entre los socios liquidadores y sus clientes, designando para este efecto, órganos disciplinarios y de arbitraje.

4. Normativo y de Ética, el cual tiene como principal función proponer al comité técnico la expedición, modificación, derogación y abrogación de normas operativas y de conducta. Asimismo, interpreta las normas emitidas por el comité técnico.

f) Un director general, quien en su carácter de delegado fiduciario especial, goza de facultades administrativas, normativas, de vigilancia y disciplinarias.

Además, para su adecuado funcionamiento, de conformidad con la trigésima cuarta, trigésima quinta, trigésima séptima y trigésima octava de las Disposiciones, la Cámara de Compensación cuenta con lo siguiente:

²¹¹ Artículo 101.00 del Reglamento Interior de la Cámara de Compensación.

a) Sistemas de: compensación y liquidación de contratos de futuros y contratos de opciones; monitoreo que identifiquen las posiciones y posiciones límites de los operadores, socios liquidadores y clientes; medición de riesgos; y para proporcionar información a la Bolsa y a los socios liquidadores relativa al número y monto de contratos de futuros y contratos de opciones compensados y liquidados diariamente, clasificados por clase y tipo, así como por el activo subyacente al que se encuentran referidos.

b) Mecanismos para: la entrega del activo subyacente cuando se trate de productos físicos; el adecuado tratamiento de las posiciones, fondos y activos de los socios liquidadores en caso de incumplimiento; así como para garantizar la seguridad en caso de contingencias por virtud de las cuales se interrumpa o altere el sistema de compensación y liquidación.

c) Planes y procedimientos de seguridad en caso de contingencias, por virtud de los cuales se interrumpa o altere el sistema de liquidación y compensación.

d) Una red de seguridad que opere en caso de que un cliente o socio liquidador (cuando actúa por cuenta propia) dejen de entregar las liquidaciones diarias o liquidaciones extraordinarias a la Cámara de Compensación, observándose la reglamentación establecida en la trigésima séptima y trigésima octava de las Disposiciones. A través de este mecanismo, se asegura *"la calidad crediticia del Mercado de Derivados y sustenta a la Cámara de Compensación como contraparte, estableciendo los procedimientos aplicables ante un incumplimiento, al permitir el uso de los Fondos de Compensación, líquidos y en valores liquidables, así como líneas bancarias de crédito, para solventar cualquier imprevisto en el mercado"*.²¹²

²¹² Folleto informativo de Mexder y Asigna. *Op. cit.*, nota 143, pág. 23.

Por otro lado, la vigésima de las Reglas, establece como obligaciones a cargo de la Cámara de Compensación, entre otras, las siguientes:

- a) *Establecer los mecanismos necesarios para efectuar la compensación y liquidación de las operaciones;*
- b) *Actuar como contraparte ante instituciones de crédito, casas de bolsa o Clientes por las operaciones que por cuenta de tales personas les lleven los Socios Liquidadores;*
- c) *Exigir, recibir y custodiar las Aportaciones Iniciales Mínimas, las Liquidaciones Diarias y las Liquidaciones Extraordinarias que les entreguen los Socios Liquidadores;*
- d) *Administrar y custodiar el Fondo de Compensación y el Fondo de Aportaciones;*
- e) *Elaborar y someter a la aprobación de las Autoridades los requerimientos estatutarios y demás requisitos que tendrán que cumplir los Socios Liquidadores;*
- f) *Pactar la posibilidad de intercambio de información con otras Cámaras de Compensación;*
- g) *Contar con mecanismos que les permitan dar seguimiento a la situación patrimonial de los Socios Liquidadores en términos de las reglas undécima y duodécima, según corresponda;*
- h) *Establecer programas permanentes de auditoría a los Socios Liquidadores;*
- i) *Establecer los controles internos necesarios para que los funcionarios y empleados encargados de su administración y operación, no puedan encargarse de la administración y operación de ningún socio Liquidador;*
- j) *Instrumentar, vigilar y sancionar las medidas que deberán adoptarse para procurar la integridad financiera de la Cámara de Compensación, como los son, entre otras, la determinación de las*

Aportaciones, la mutualización de riesgos entre los Socios Liquidadores, así como las demás medidas complementarias de corrección;

- k) Pactar en los contratos de fideicomiso a los que se refiere el inciso a) de la regla decimoséptima, que la propia Cámara de Compensación podrá intervenir administrativamente, cuando se presenten las circunstancias previstas en su reglamento interno a los Socios Liquidadores, con el objeto de aplicar las medidas correctivas necesarias para la sana operación de la Cámara de Compensación y de la Bolsa;*
- l) Definir las medidas que deberán adoptarse en caso de incumplimiento o quebranto de algún Socio Liquidador, diseñando una red de seguridad;*
- m) Definir coordinadamente con la Bolsa, un límite por Cliente para cada tipo de Contrato de Futuro y Contrato de Opción celebrados por un Socio Liquidador.....;*
- n) Fijar coordinadamente con la Bolsa, un número máximo total de Contratos Abiertos, para aquellos Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, cuyo Activo Subyacente justifique tal medida, en función de la existencia del Activo Subyacente de que se trate en el mercado, y de la fecha de vencimiento de tales Contratos;*
- o) Crear al menos un comité de administración de riesgos y un comité de auditoría de acuerdo con las normas prudenciales que, en su caso, establezca la Comisión Nacional Bancaria y de Valores;*
- p) Proporcionar a las Autoridades con la frecuencia y de la manera que se les solicite, la información sobre su actividad y la de los socios Liquidadores;*
- q) Someterse a la supervisión y vigilancia de la Bolsa;*
- r) Publicar sus estados financieros y presentar a las Autoridades el resultado de una auditoría externa realizada por alguna de las firmas*

que aprueben dichas Autoridades, efectuada por lo menos una vez al año, y

- s) *Informar al público trimestralmente sobre su situación financiera, sus fuentes de financiamiento y los mecanismos de protección que utilizarán en sus operaciones*".

Al igual que la Bolsa, la Cámara de Compensación es un órgano de autorregulación, que en términos de las Reglas y Disposiciones, goza de las facultades de:

a) Regulación: reza la trigésima de las Disposiciones que las "Cámaras de Compensación dictarán normas que habrán de observar los Socios Liquidadores en la liquidación de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones...". Además, deberá "instrumentar normas que procuren evitar el uso de información privilegiada".²¹³

b) Vigilancia: "vigilarán que en las operaciones concertadas se cumplan debida y eficazmente los términos y condiciones pactados...".²¹⁴ Asimismo, a través del comité técnico, la Cámara de Compensación podrá "vigilar las actividades de los Socios Liquidadores"²¹⁵ y "realizar coordinadamente con la Bolsa auditorlas a sus Socios Liquidadores".²¹⁶

c) Sanción: se faculta, en el inciso j) de la citada trigésima segunda de las Disposiciones, a la Cámara de Compensación para "imponer sanciones por infracciones a las normas que emita..., considerando la naturaleza de la infracción o el monto de las penas convencionales". Dicha disposición se relaciona con la cuadragésima de las referidas normas, cuyo texto indica: "Las Cámaras de

²¹³ Segundo párrafo de la trigésima octava de las Reglas.

²¹⁴ Trigésima de las Disposiciones.

²¹⁵ Inciso l) de la trigésima segunda de las Disposiciones.

²¹⁶ Inciso h) de la trigésima segunda de las Disposiciones.

Compensación deberán garantizar el derecho de audiencia del afectado, así como cumplir con las formalidades esenciales de todo procedimiento, en la aplicación de sanciones por infracciones a sus propias normas, consignando al efecto la forma y términos para su observancia en su reglamento interior. En todo caso, las sanciones que se determinen deberán ser acordes a la gravedad de la infracción cometida. Las Cámaras de Compensación deberán informar a las Autoridades sobre la comisión de infracciones graves a las normas que emitan.

Finalmente, es de suma importancia no dejar de mencionar la calidad de contraparte que la normatividad le atribuye a la Cámara de Compensación. En efecto, la primera y el inciso b) de la vigésima de las Reglas se refieren a esta calidad en los siguientes términos: "Cámara(s) de Compensación: al fideicomiso que tenga como fin... actuar como contraparte en cada operación que se celebre en la Bolsa" y "Las Cámaras de Compensación...tendrán las obligaciones siguientes: b) Actuar como contraparte ante instituciones de crédito, casas de bolsa o Clientes por las operaciones que por cuenta de tales personas les lleven los socios Liquidadores", respectivamente.

Debido a que la función de contraparte de la Cámara de Compensación es un elemento fundamental para entender la mecánica de operación de las opciones en el mercado en estudio, su análisis se deja para el capítulo quinto del presente trabajo.

3.4.3 Socio Liquidador²¹⁷

La primera de las Reglas define al socio liquidador como el "fideicomiso que sea Socio de la Bolsa y que participe en el patrimonio de la Cámara de Compensación, teniendo como finalidad liquidar y, en su caso, celebrar por cuenta de Clientes, Contratos de Futuros y Contratos de Opciones operados en Bolsa". Es decir, el socio liquidador, por un lado, presta el servicio de liquidación a los operadores de las operaciones que celebran por cuenta propia o por cuenta de sus clientes. Por otro lado, realizan una función de intermediación en el mercado, ya que a través de ellos, celebran operaciones en la Bolsa las personas físicas o morales (clientes), el banco o la casa de bolsa (fiduciarias en estos fideicomisos) o las entidades del grupo financiero al que pertenece la fiduciaria.

Según dispone la octava de las Reglas, los socios liquidadores podrán ser de dos clases:

a) Los socios liquidadores por cuenta de terceros, los cuales no permiten la adhesión de terceros una vez constituidos. En este caso, la citada regla establece que: "Los Socios Liquidadores constituidos por instituciones de banca múltiple o casas de bolsa para liquidar Contratos de Futuros y Contratos de Opciones exclusivamente por cuenta de las propias instituciones o casas de bolsa, deberán contar con un solo fideicomitente. Las instituciones de banca múltiple y casas de bolsa que formen parte del mismo grupo financiero, podrán ser fideicomitentes en un mismo fideicomiso. Las entidades financieras que formen parte de un grupo financiero, cuya institución de banca múltiple o casa de bolsa sea fiduciaria y

²¹⁷ Actualmente, participan como socios liquidadores por cuenta propia y por cuenta de terceros las siguientes instituciones de crédito: Bancomer S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero; Banco Bilbao Vizcaya-México S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBV-Probursa; Banca Serfin S.A., Institución de Banca Múltiple, Serfin Grupo Financiero (solo por cuenta de terceros); Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero; Banamex S.A., Institución de Banca Múltiple, Banamex-Accival Grupo Financiero. Para efecto de lo anterior, consúltese la página electrónica en la dirección www.mexder.com.mx. Por otro lado, a la fecha no se tiene conocimiento de que alguna casa de bolsa funja como fiduciaria en este tipo de fideicomisos.

fideicomitente en un Socio Liquidador de la clase a que se refiere el párrafo anterior, podrán liquidar Contratos de Futuros y Contratos de Opciones a través de dicho Socio Liquidador, pudiendo también ser fideicomitentes en este último, pero en ningún caso liquidarán dichos contratos a través del Socio Liquidador que liquide operaciones por cuenta de personas distintas a la institución de banca múltiple o casa de bolsa que actúe con el carácter de fideicomitente y fiduciaria, cuando estas últimas pertenezcan al grupo financiero del cual sean integrantes tales entidades financieras"; y

b) Aquellos que prevén en sus contratos constitutivos la posibilidad de que terceros se adhieran, designados como socios liquidadores por cuenta de terceros.

Para que una institución de crédito o casa de bolsa participe como fiduciaria y/o fideicomitente en un fideicomiso socio liquidador por cuenta propia, el activo subyacente de los contratos de futuros y contratos de opciones debe ser un bien o derecho sobre el cual los citados intermediarios y entidades estén autorizados a operar conforme a las disposiciones aplicables.²¹⁸ Esta regla es aplicable a las entidades que formen parte del grupo financiero al que pertenezca la fiduciaria.²¹⁹

Con respecto a los socios liquidadores por cuenta de terceros, el segundo párrafo de la novena de las Reglas, permite a las instituciones de banca múltiple

²¹⁸ Por ejemplo, el Banco de México en su circular 2019/95 de fecha 20 de septiembre de 1995, autorizó a las instituciones de banca múltiple para celebrar operaciones con futuros y opciones de manera bursátil y extrabursátil. Asimismo, dicho Instituto Central y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores expidieron de manera conjunta las circulares 10-231 y 10-231 Bis, a fin de que las casas de bolsa pudieran celebrar, por cuenta propia, operaciones con los aludidos contratos. No obstante lo anterior, debe señalarse que el primer párrafo de la novena de las Reglas prohíbe a las casas de bolsa celebrar dichas operaciones cuando el activo subyacente de los contratos de futuros y de opciones sea divisas.

²¹⁹ Mediante oficio número 366-IC-232, de fecha 31 de marzo de 1999, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público autorizó a las organizaciones auxiliares de crédito como actividad conexas, la operación de contratos de futuros y de opciones sobre los siguientes activos subyacente: a) CETES, TIE, acciones, UDI's y dólar de los EUA a los almacenes generales de depósito; b) IPC, dólar de los EUA, CETES, TIE, acciones y UDI's a las empresas de arrendamiento financiero; y c) Dólar de los EUA, IPC, CETES, TIE, acciones y UDI's a las empresas de factoraje financiero. Por cuanto se refiere a las instituciones de seguros, de fianzas, etc., aun no están autorizadas para celebrar este tipo de operaciones.

ser fideicomitentes y/o fiduciarias en estos fideicomisos, con independencia del activo subyacente que sea objeto de los contratos de futuros y contratos de opciones que celebre por cuenta de sus clientes.²²⁰ Sin embargo, el tercero y cuarto párrafos de la citada regla, ordenan a las casas de bolsa que sean fiduciarias en este tipo de fideicomisos, gozar de la autorización respectiva para celebrar operaciones con el bien o derecho objeto de los mencionados contratos. Para el caso de actuar como fideicomitentes, dichas intermediarias bursátiles no requieren de autorización.

Por otro lado, para la constitución y operación de los socios liquidadores, las instituciones de crédito o casas de bolsa que deseen fungir como fiduciarias en dichos fideicomisos, además de satisfacer los requisitos de aprobación de la Bolsa y de la Cámara de Compensación aludidos en el numeral 3.3 de este capítulo, deberán observar lo siguiente:

a) Obtener su inscripción en el Registro de Operadores y Socios Liquidadores de la Bolsa en donde celebren contratos de futuros y contratos de opciones, y en el Registro de Socios Liquidadores de la Cámara de Compensación en que liquiden los referidos contratos (cuadragésima tercera de las Disposiciones).

b) Mantener, en el caso del socio liquidador por cuenta propia, un patrimonio mínimo, que será mayor de: "a) *El equivalente en moneda nacional a dos millones quinientas mil Unidades de Inversión, o b) El cuatro por ciento de la suma de todas las Aportaciones Iniciales Mínimas que el Socio Liquidador de que se trate mantenga en la Cámara de Compensación por cada Contrato Abierto*".²²¹

Para el socio liquidador por cuenta de terceros, deberá mantenerse un patrimonio

²²⁰ Cabe precisar que, de conformidad con esta regla, las instituciones de banca de desarrollo solamente pueden actuar como fiduciarias en los fideicomisos en comento. Al día de hoy, no se tiene conocimiento de que alguna de estas instituciones del país administre esta clase de fideicomisos.

²²¹ Décimo primera de las Reglas.

mínimo, que sea mayor de: "a) El equivalente en moneda nacional a cinco millones de Unidades de Inversión, o b) El ocho por ciento de la suma de todas las Aportaciones Iniciales Mínimas que el Socio Liquidador de que se trate mantenga en la Cámara de Compensación por cada contrato abierto".²²² Este patrimonio mínimo, deberá estar invertido de acuerdo a lo preceptuado por la décimo primera y décimo segunda de las Reglas.

c) Establecer los sistemas de cómputo previstos en la cuadragésima quinta, cuadragésima sexta, cuadragésima séptima y cuadragésima octava de las Disposiciones.

d) Contar con un sistema de recepción de órdenes y asignación de operaciones de compra o venta²²³ con las características señaladas en la vigésimo cuarta de las Disposiciones.

Por otro lado, la décimo quinta de las Reglas impone a los socios liquidadores las siguientes obligaciones genéricas:

- a) *Liquidar y, en su caso, celebrar las operaciones a que se refieren las presentes reglas, ajustándose a las disposiciones aplicables;*
- b) *Satisfacer los requerimientos patrimoniales de la Cámara de Compensación, descritos en la regla decimonovena;*
- c) *Solicitar y entregar a sus Clientes, las Liquidaciones Diarias que les correspondan, y en su caso, las Liquidaciones Extraordinarias;*
- d) *Devolver a sus clientes las Aportaciones una vez que se haya extinguido su obligación;*
- e) *Responder hasta por el límite de su patrimonio a la Cámara de Compensación respecto de las operaciones que celebren,....;*

²²² Décimo segunda de las Reglas.

²²³ Cuadragésima cuarta de las Disposiciones.

- f) *Responder solidariamente ante la Cámara de Compensación por el incumplimiento de las operaciones que le lleve;*
- g) *Evaluar la situación financiera de sus Clientes;*
- h) *(Se deroga).*
- i) *Informar a la Cámara de Compensación en un plazo no mayor de un día hábil, si su patrimonio se encuentra por debajo del mínimo exigido en las reglas decimoprimera y decimosegunda, según corresponda;*
- j) *Informar a la Cámara de Compensación en un plazo no mayor de un día hábil, cuando alguno de sus Clientes incumpla con sus obligaciones;*
- k) *Someterse a los programas permanentes de auditoría que para vigilar su buen desempeño establezcan la Bolsa y la Cámara de Compensación;*
- l) *Pactar en los contratos de fideicomiso a que se refiere el inciso a) de las reglas decimoprimera y decimosegunda que deberán: I.- Cumplir las medidas que instrumente la Cámara de Compensación para procurar la integridad financiera de la propia Cámara de Compensación, como lo son, entre otras, la mutualización de riesgos entre los Socios Liquidadores; II.- Someterse a la intervención administrativa de la Cámara de Compensación cuando el patrimonio del Socio Liquidador de que se trate se encuentre por debajo del mínimo establecido; III.- Aceptar que la Cámara de Compensación podrá ceder, por cuenta suya, Contratos Abiertos a otro u otros Socios Liquidadores, cuando se presente el supuesto señalado en el numeral inmediato anterior, para lo cual deberán otorgar a aquélla un mandato irrevocable, antes de que inicien operaciones, y IV.- Observar las instrucciones que les dé la propia Cámara de Compensación respecto de la liquidación de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, cuando sea posible o conveniente celebrar la cesión a que se refiere el numeral III anterior,*
y

- m) *Publicar trimestralmente sus estados financieros*".

3.4.4 Operador²²⁴

Se define al operador, de conformidad con la primera de las Reglas, como la *"las instituciones de crédito, casas de bolsa y demás personas físicas y morales que pueden o no ser socios de la Bolsa, cuya función sea actuar como comisionista de uno o más Socios Liquidadores, en la celebración de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, y que puede tener acceso a las instalaciones de la Bolsa para la celebración de dichos contratos"*.

Por un lado, se trata de verdaderos intermediarios facultados para celebrar, a nombre propio pero por cuenta de sus clientes, operaciones de compra y venta de contratos de futuros y contratos opciones en la Bolsa. Por otro lado, en la citada regla se permite a dichos intermediarios participar como clientes *"cuando celebren Contratos de Futuros y Contratos de Opciones por cuenta propia..."*.

Para la constitución y funcionamiento de operadores, además de obtener la aprobación de la Bolsa de acuerdo a lo precisado en el numeral 3.3 del presente capítulo, deben satisfacerse los siguientes requisitos:

- a) Constituirse como sociedad anónima,²²⁵ de acuerdo a la Ley General de Sociedades Mercantiles y a las normas especiales previstas en las Reglas y

²²⁴ En la actualidad participan como operadores en el mercado mexicano de futuros y opciones cotizados en bolsa las siguientes sociedades: Bital F&O, S.A. de C.V.; Deltas Derivados, S.A. de C.V.; Derfin, S.A. de C.V.; Derivados Banorte, S.A. de C.V.; Derivados Inverlat, S.A. de C.V.; FOPSA, Futuros y Opciones de México, S.A. de C.V.; Gamma Derivados, S.A. de C.V.; Imerval, S.A. de C.V.; Max Derivados, S.A. de C.V.; Monexder, S.A. de C.V.; Mexinder, S.A. de C.V.; Multivalores Derivados, S.A. de C.V.; Operadora de Derivados Serfin, S.A. de C.V.; Operadora de Derivados Tiber, S.A. de C.V.; PlusDer, S.A. de C.V.; Stock and Price, S.A. de C.V.; y Valmex, S.A. de C.V. Dicha información se obtuvo de la página de Mexder, en la dirección electrónica: www.com.mx.

²²⁵ A pesar de que el tercer párrafo de la vigésimo cuarta de las Reglas prevé la posibilidad de que la función de operador pueda ser desempeñada por una persona física, en la actualidad no se tiene conocimiento de que alguna persona física opere con tal carácter en el mercado.

Disposiciones.²²⁶ Entre las normas especiales que deberán observar, se tienen, entre otras, las siguientes:

1. Contar con un capital mínimo equivalente en moneda nacional a cien mil unidades de inversión. Dicho capital deberá estar invertido en términos de lo preceptuado por la vigésimo tercera de las Reglas. Tralándose de operadores personas físicas, deberán acreditar por cualquier medio, contar con solvencia económica y, en su caso, con las garantías necesarias para respaldar el cumplimiento de sus obligaciones derivadas de la celebración de contratos de futuros y contratos de opciones.

2. Tener una duración indefinida o la necesaria para el cumplimiento de sus fines.

b) Inscribirse en el Registro de Operadores y Socios Liquidadores de la Bolsa.

c) Cuando el operador celebre operaciones por cuenta de terceros, suscribir un contrato de comisión mercantil con un socio liquidador en el que se pacte, entre otros aspectos, que será comisionista del socio liquidador para los efectos de la liquidación de los contratos de futuros y contratos de opciones.

d) Cumplir con los requisitos establecidos en el Reglamento Interior de la Bolsa, a fin de poder celebrar operaciones con contratos de futuros y contratos de opciones.

²²⁶ Las normas especiales aplicables a la constitución y funcionamiento de los operadores, son las siguientes: vigésimo segunda, vigésimo tercera y trigésimo segunda de las Reglas; de la vigésima segunda a la vigésima sexta de las Disposiciones.

e) Contar con un sistema de recepción de órdenes y asignación de operaciones de compra o venta, de conformidad con lo señalado en la vigésima cuarta, vigésima quinta y vigésima sexta de las Disposiciones. Dicho requisito no será necesario cuando el socio operador únicamente celebre operaciones por cuenta propia o actúe como formador de mercado.

f) Tener un sistema de administración de riesgos.

g) Formalizar un contrato con al menos un socio liquidador a través del cual se obligue a responder solidariamente frente a la Cámara de Compensación por las operaciones que éste realice por su cuenta.

Por otro lado, se señalan en la vigésimo sexta de las Reglas como obligaciones a cargo de los socios operadores, las siguientes:

"a) Solicitar y entregar a los Clientes las Liquidaciones Diarias que les correspondan, cuando así se haya convenido en el contrato de comisión respectivo;

b) Solicitar a los Socios Liquidadores las Aportaciones que correspondan devolver a los Clientes, una vez que se haya extinguido su obligación, cuando así se haya convenido en el contrato de comisión respectivo;

c) Informar a la Bolsa en un plazo que no será mayor de un día hábil, si su capital se encuentra por debajo del exigido en la regla vigésimo tercera, y

d) Someterse a los programas permanentes de auditoría que establezca la Bolsa a fin de comprobar que cumplan con la regulación aplicable".

Con independencia de lo anterior, las demás obligaciones a cargo de los socios operadores en materia operativa, se analizarán en los siguientes capítulos.

3.4.4.1 Formador de Mercado²²⁷

La primera de las Reglas define como formador de mercado "al Operador que obtenga la aprobación por parte de la Bolsa para actuar con tal carácter y que deberá mantener en forma permanente y por cuenta propia, cotizaciones de compra y venta de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones". De la definición anterior, se desprende que para participar como formador de mercado, además de reunir los requisitos para fungir como operador, deberá:

a) Obtener la aprobación de la Bolsa para actuar con tal carácter, de conformidad con lo establecido por el capítulo Tercero del título Segundo del Reglamento Interior de la Bolsa; y apartado Segundo del capítulo Primero de su Manual Operativo.

b) Que tenga como accionistas, por lo menos, a alguna de las siguientes personas morales:

1. Institución de banca múltiple y/o casa de bolsa que simultáneamente sea fideicomitente en un socio liquidador que celebre y liquide contratos de futuros y contratos de opciones; o

²²⁷ A la fecha, no se tiene conocimiento de que algún operador realice funciones de formador de mercado en la Bolsa. Para acudir a este mercado, según se establece en el último párrafo de la vigésimo tercera de las Reglas, se deberá "acreditar por cualquier medio contar con la solvencia económica y, en su caso, con las garantías necesarias para respaldar el cumplimiento de sus obligaciones derivadas de la celebración de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones".

2. Entidad financiera que pertenezca al mismo grupo financiero que la institución de crédito o casa de bolsa que participe como fideicomitente en dicho socio liquidador.²²⁸

Sin embargo, establece esta regla que no será aplicable lo anterior a los operadores cuando los referidos socios liquidadores solamente liquiden operaciones.

Asimismo, cabe señalar que, de conformidad con la vigésimo segunda, las instituciones de crédito, casas de bolsa y demás personas físicas y morales podrán actuar directamente como Formadores de Mercado.

Esta figura tiene como principal función mantener en forma permanente y por cuenta propia, cotizaciones de compra y venta de contratos de futuros y contratos de opciones.

3.4.5 Operador de Mesa

El operador de mesa es *"la persona física contratada por un Operador o por un Socio Liquidador, para ejecutar órdenes para la celebración de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones por medio de las instalaciones de la Bolsa"*.²²⁹ Estas personas para poder desempeñar dicho cargo, deberán obtener su certificación por parte de la Bolsa, en términos de los capítulos Cuarto y Quinto del título Segundo del Reglamento de la Bolsa y capítulo Segundo de su Manual Operativo.

²²⁸ Tercer párrafo de la vigésimo segunda de las Reglas.

²²⁹ Primera de las Reglas.

3.4.6 Usuario o Cliente

Se entiende por cliente a *"toda persona, física o moral, que sin ser Miembro de MexDer, ordena, a través de un miembro, la negociación de contratos de futuro o de opciones, en los términos y condiciones que impone la normativa vigente en el mercado de derivados, que dicha persona declara conocer al momento de ordenar la ejecución de una operación de compra o de venta"*.²³⁰ En este mismo sentido, la primera de las Reglas indica que cliente son *"las personas que celebren Contratos de Futuros y Contratos de Opciones en la Bolsa, a través de un Socio Liquidador, o de un Operador que actué como comisionista de un Socio Liquidador, y cuya contraparte sea la Cámara de Compensación"*. De las definiciones anteriores, se pueden hacer las siguientes consideraciones:

a) Al no distinguirse el tipo de personas, se entiende que podrán participar como clientes tanto personas físicas como morales de derecho público y privado, esto de acuerdo a lo indicado en el último párrafo de la novena de las Reglas que señala: *"Las personas físicas y morales distintas a intermediarios financieros y Socios Operadores, podrán actuar como fideicomitentes en Socios Liquidadores que celebren Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre cualquier Activo Subyacente"*.

b) Para el caso de las instituciones de crédito y casas de bolsa, como intermediarios financieros, *"únicamente podrán celebrar Contratos de Futuros y Contratos de Opciones con el carácter de Clientes, cuando el Activo Subyacente de tales contratos sea algún bien o derecho sobre el cual estén autorizados a operar conforme a las disposiciones aplicables"*.²³¹ Con respecto a las demás entidades financieras tales como empresas de factoraje financiero y de arrendamiento financiero, almacenes generales de depósito, instituciones de

²³⁰ Folleto informativo de Mexder y Asigna. Op. cit., nota 143, pág. 16.

²³¹ Quinto párrafo de la novena de las Reglas.

fianzas y de seguros, etc., podrán participar como clientes, siempre y cuando estén autorizadas para celebrar este tipo de operaciones.²³²

3.5 Autoridades

En el mercado mexicano de derivados colizados en bolsa, son tres los órganos del Estado a quienes se les encomiendan las funciones de autorización, supervisión, vigilancia, regulación y sanción de los participantes: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Banco de México. Es así como se interpreta la primera de las Reglas al señalar que, por autoridad, se entenderá "*conjunta o indistintamente a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y al Banco de México*".

A pesar de que en el capítulo primero del presente trabajo se analizó la naturaleza y las atribuciones, que de manera genérica, tiene cada una de ellas dentro del sistema financiero mexicano, para efectos de este capítulo, solamente se hará referencia a aquellas facultades de la autoridad conferidas por las multicitadas Reglas y Disposiciones,²³³ consistentes en:

a) Autorizar:

1. La constitución y funcionamiento de la Bolsa y de la Cámara de Compensación.

²³² Véase la nota número 219 de este trabajo.

²³³ Las facultades específicas de la autoridad en el mercado organizado de derivados se encuentran contenidas en las siguientes normas: tercera; cuarta; incisos f), g), i) y j) de la quinta; sexta; décima; penúltimo párrafo de la décimo primera; penúltimo párrafo de la décimo segunda; décimo octava; tercer párrafo de la décimo novena; incisos p) y r) de la vigésima; vigésimo séptima; vigésimo octava; trigésima; trigésimo primera; cuadragésimo primera; y cuadragésimo segunda de las Reglas; así como la vigésima; cuadragésima segunda; quincuagésima quinta; y quincuagésima séptima de las Disposiciones.

2. Los contratos de futuros y contratos de opciones a ser negociados en la Bolsa.

3. La modificación de los contratos constitutivos de los socios liquidadores, así como de los contratos que ellos utilicen con sus clientes en la celebración de contratos de futuros y contratos de opciones.

4. La modificación de la documentación mencionada en la décimo séptima de las Reglas.

5. La participación como fideicomitentes de la Cámara de Compensación a otras personas distintas de los socios liquidadores.

6. A las personas físicas o morales que, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultáneas o sucesivas adquieran más del 5% (pero hasta un 20%) de las acciones ordinarias de las bolsas o constancias de derechos fiduciarios de las cámaras de compensación.

7. A cualquier grupo de personas vinculadas entre sí que adquieran directa o indirectamente, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultáneas o sucesivas, el control de las sociedades que se constituyan para actuar como bolsas o fideicomisos que tengan como fin operar como cámara de compensación.²³⁴

²³⁴ En términos de lo establecido por el segundo párrafo de la vigésimo octava de las Reglas, un grupo de personas vinculadas adquiere el control de una sociedad o de un fideicomiso cuando "sea propietario del treinta por ciento o más de las acciones ordinarias representativas del capital social o de las constancias de derechos fiduciarios, tenga el control de la asamblea general de accionistas; esté en posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración o de los comités técnicos, o por cualquier otro medio controle a la sociedad o al fideicomiso respectivo".

8. La fusión de dos o más bolsas o la transmisión del patrimonio fideicomilido de una cámara de compensación a otro u otras.

b) Aprobar:

1. Las modificaciones a la escrituras constitutivas, reglamentos interiores, programas de auditoría que se practiquen a los socios de la bolsa, siempre y cuando sean socios liquidadores u operadores y demás documentos señalados en la cuarta de las Reglas.

2. Los activos y valores en que podrán invertir los socios liquidadores su patrimonio mínimo y los excedentes de las aportaciones iniciales mínimas.

3. Los términos y condiciones de los contratos de futuros y contratos de opciones que hayan de ser objeto de negociación.

c) Solicitar:

1. Información y documentación a la bolsas, cámaras de compensación, socios liquidadores y operadores en la forma y términos que ellas mismas establezcan.

2. Información a la Bolsa relativa al número de contratos de futuros y de opciones operados, liquidados y compensados por cada uno de sus socios, identificando las operaciones por cuenta propia y de terceros, así como el número de contratos liquidados y compensados clasificados por clase, tipo y activo subyacente al que se encuentran referidos.

3. Información a la Cámara de Compensación relativa al número y monto de contratos abiertos que mantengan los socios liquidadores en su posición, identificando el tipo y clase de contrato de futuros y contrato de opciones.

4. La modificación de los instrumentos constitutivos de las bolsas y de las cámaras de compensación, así como los demás documentos que se les autoricen en términos de las Reglas.

d) Vetar:

1. Las aprobaciones otorgadas por la Bolsa y la Cámara de Compensación a los socios liquidadores cuando a su juicio, los fideicomitentes o los miembros del comité técnico no cuenten con la suficiente calidad técnica o moral para el desempeño de sus funciones o cuando el procedimiento de aprobación no se haya ajustado a los reglamentos internos de la Bolsa y la Cámara de compensación.

e) Revocar:

1. Las autorizaciones a que se refiere la tercera de las Reglas en los casos previstos por la trigésimo primera de las citadas normas.

Debe aclararse que, atendiendo a lo dispuesto en el segundo párrafo de la cuadragésimo tercera de las Reglas, las facultades antes enunciadas son ejercidas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y del Banco de México. Sin embargo, es preciso destacar que, las propias Reglas y Disposiciones otorgan, exclusivamente, a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores facultades de:

a) Regulación: señala la trigésimo novena de las Reglas que *"emitirá normas de carácter prudencial orientadas a preservar la liquidez, solvencia y estabilidad del mercado de opciones y futuros previsto en las presentes reglas"*. Asimismo, podrá expedir normas en las materias previstas por las disposiciones

quincuagésima tercera; primero y último párrafo de la quincuagésima cuarta; y quincuagésima sexta.

b) Supervisión: a las sociedades y fideicomisos a que se refieren las mencionadas Reglas: bolsas, cámaras de compensación, socios liquidadores, operadores, etc., esto de conformidad con el segundo párrafo de la trigésimo novena de las Reglas.

c) Designación: señala la cuadragésima de las Reglas que *"En los estatutos sociales y en los contratos de fideicomiso a que se refieren las presentes Reglas, deberá convenirse que cuando a juicio de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, existan irregularidades de cualquier género en la Bolsa, en los socios Liquidadores, en la Cámara de Compensación o en los socios Operadores, que afecten su estabilidad o solvencia o pongan en peligro los intereses del público o acreedores, la propia Comisión podrá designar de inmediato a las personas que sustituirán al consejo de administración o al comité técnico y que se harán cargo, respectivamente, de la Bolsa, Socio Liquidador, Cámara de Compensación u Operador de que se trate"*.

d) Remoción: los socios de las bolsas y socios operadores, así como los fideicomitentes de las cámaras de compensación y socios liquidadores, están obligados a remover a los integrantes de los consejos de administración, al director general, comisarios, contralor normativo, directores gerentes, miembros de los comités técnicos y delegados fiduciarios, cuando así lo ordene la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.²³⁵

e) Instrucción: a la Bolsa y a la Cámara de Compensación para que suspenda de manera temporal o permanente las operaciones de algún cliente,

²³⁵ Segundo párrafo de la cuadragésima primera de las Reglas, en relación al inciso c) de la quincuagésima de las Disposiciones.

operador o socio liquidador cuando no se efectúen en los términos de las disposiciones aplicables.²³⁶

f) Autorizar: medios distintos a la microfilmación o discos ópticos, que sean utilizados para conservar aquellos libros, registros o documentos que contengan los asientos contables de todos y cada uno de los actos, operaciones y contratos de futuros y contratos de opciones que realicen los operadores, socios liquidadores, cámaras de compensación y bolsas, después de transcurridos dos años de haberse realizado dichos actos, contratos y operaciones.²³⁷

3.6 Mecánica Operativa

Para obtener una visión general del funcionamiento del mercado de productos derivados cotizados en bolsa (Mexder) a continuación se describirá someramente, la mecánica operativa de este mercado, tomando como referencia al Cliente.²³⁸ Es importante mencionar que la mecánica de operación que se pretende describir en este apartado no corresponde a la negociación de opciones, pues, como se indicó al inicio del presente trabajo, las opciones aún no se negocian en el Mexder. No obstante lo anterior, se reitera que la negociación en Mexder de las opciones compartirá las características del funcionamiento de la operación de futuros que actualmente se lleva a cabo en la Bolsa.

Para efectos de lo anterior, la operación se puede dividir en las siguientes etapas:

²³⁶ Cuadragésima de las Reglas e incisos a) y b) de la quincuagésima novena de las Disposiciones.

²³⁷ Quincuagésima tercera de las Disposiciones.

²³⁸ Recuérdese que "cliente" es la persona física o moral que celebra contratos de futuros y contratos de opciones en la bolsa, a través de un socio liquidador o de un socio operador y cuya contraparte es la Cámara de Compensación (ver numeral 3.4.6 del presente trabajo).

a) Preoperación, la cual se refiere a aquellos actos mediante los cuales se establecen y documentan las relaciones jurídicas que permitan la celebración de los futuros.

b) Operación, la cual agrupa los actos relativos al envío, recepción, trámite y ejecución de las órdenes de compra o de venta de futuros que el Cliente gira al Intermediario, Socio Liquidador u Operador.

c) Liquidación, en la que se comprenden los actos tendientes, principalmente, al cumplimiento de las obligaciones de entrega de efectivo y/o valores que las partes deben satisfacer durante la vigencia y al vencimiento de la operación.

3.6.1 Etapa de Preoperación

Para la celebración de futuros en la Bolsa, es necesario que el Cliente contrate los servicios de intermediación de un Operador o de un Socio Liquidador, así como los servicios de liquidación y compensación de operaciones por parte de un Socio Liquidador.

La prestación de dichos servicios se documenta a través de los siguientes contratos:

a) Contrato de Intermediación, por virtud del cual, el Cliente confiere un mandato al Operador o al Socio Liquidador por Cuenta de Terceros para que por su cuenta, celebre, confirme y asigne los futuros negociados en la Bolsa de conformidad con los procedimientos que para tal efecto se establecen en dichos contratos. Estas operaciones se ejecutarán de acuerdo con las órdenes de compra y venta que reciba el Intermediario por parte del Cliente a través de los medios que ahí se pactan. Cabe hacer notar, que en este contrato se establece la obligación del Cliente de firmar las condiciones generales de contratación de

los contratos de futuros,²³⁹ las cuales forman parte integrante de dichos contratos de intermediación, de conformidad con lo establecido en el segundo párrafo del artículo 4002.00, del Reglamento Interior de la Bolsa.

b) Convenio de Adhesión al Socio Liquidador por Cuenta de Terceros, por medio del cual, el cliente adquiere la calidad de fideicomitente y fideicomisario en el fideicomiso de administración y pago denominado Socio Liquidador por Cuenta de Terceros. Dichas calidades son indispensables para que el Cliente pueda participar en este mercado, ya que a través de este fideicomiso, el Cliente cumplirá con sus obligaciones de entrega de efectivo o valores que la operación de futuros impone a los participantes. Asimismo, en dicho convenio de adhesión se pacta el procedimiento por virtud del cual las partes podrán realizar el intercambio de flujos de efectivo y de valores con motivo de la constitución de la aportación inicial mínima, el excedente de la aportación inicial mínima (sólo si es requerida), liquidaciones diarias, liquidaciones extraordinarias, así como la liquidación de la operación al vencimiento. Además, se prevé la manera en que se efectuará la compensación de los derechos y obligaciones que los Clientes adquieren por virtud de la negociación de estas operaciones.

c) Otros contratos, mediante los cuales, el Cliente acredite la titularidad de una cuenta bancaria para el depósito de efectivo en moneda nacional; de una cuenta bancaria en la que se efectúe el depósito de divisas en el país de la

²³⁹ Las Condiciones Generales de Contratación de los contratos de futuros son el medio por virtud del cual, la Bolsa establece los derechos, obligaciones, términos y condiciones a los que se encontrarán sujetos los Clientes y los Intermediarios con respecto a la celebración, compensación y liquidación de los contratos. Así por ejemplo, en dichas condiciones se establecen el número de unidades del activo subyacente que ampara el contrato; la clave o símbolo en la Bolsa; la unidad de cotización; la mecánica de negociación; el horario de negociación; la fecha de vencimiento; la fecha y forma de liquidación; los procedimientos para determinar el precio de liquidación diaria y al vencimiento; las posiciones límite; los parámetros de fluctuación máxima del precio en una sesión de negociación; etc. Por otro lado, para conocer con detalle las reglas aplicables a las Condiciones Generales de los contratos (expedición, modificación, etc.), véase el título cuarto del Reglamento Interior de la Bolsa. Además, si se desean conocer las Condiciones Generales de los contratos vigentes en el mercado, consúltese la página de internet en la dirección electrónica: www.mexder.com.mx.

divisa; de una cuenta bancaria o en una casa de bolsa para el depósito de valores.

3.6.2 Etapa de Operación

Por cuanto se refiere a la negociación de los futuros propiamente dicha, es importante señalar que, al igual que en materia de valores, la operación en el mercado de productos derivados colizados en bolsa se efectúa de manera electrónica. En efecto, la SHCP, oyendo la opinión de Banxico y de la CNBV, mediante oficio de fecha 8 de mayo de 2000, autorizó a la Bolsa para establecer un sistema electrónico de negociación a través del cual, los Operadores y Socios Liquidadores celebren futuros (y opciones) en los términos y condiciones señalados en el Título Décimo del Reglamento Interior de la Bolsa.²⁴⁰ Mediante este sistema electrónico de negociación, se permite a los Operadores y Socios Liquidadores celebre operaciones, por cuenta propia o por cuenta de terceros, bajo las formas de concertación siguiente: en firme, de cruce, de autoentrada, a precio de liquidación y por subasta, mismas que se ejecutarán de conformidad con lo establecido en el capítulo cuarto del título décimo del aludido reglamento interior.

A continuación se describirá, someramente, el procedimiento de la mecánica de operación de este mercado, tomando como referencia, la concertación de un futuro mediante una operación en firme:

- a) El Cliente gira una Instrucción de compra o de venta de futuros al Intermediario a través de los medios de telecomunicación o electrónicos

²⁴⁰ En relación con las disposiciones generales relativas a la instalación y acceso al Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa por parte de sus miembros, así como las reglas aplicables durante los días y horarios de las sesiones de negociación, se recomienda ver los apartados primero, segundo y tercero del capítulo primero, y el capítulo segundo del título décimo del Reglamento de la Bolsa.

especificados en el contrato de intermediación (cuando el intermediario es un Operador), o en el convenio de adhesión (cuando su intermediario es un socio liquidador). Dicha instrucción deberá precisar el tipo de operación (de compra o de venta), precio, clase, serie, volumen y cualquier otra característica necesaria para identificar los contratos materia de cada operación de acuerdo con las condiciones generales de contratación del respectivo contrato de futuros. Cabe mencionar que por cuanto hace a las instrucciones que los Clientes giren a los Socios Liquidadores en cuanto a la realización de movimientos en las cuentas del Cliente, ordenar el retiro de valores o efectivo, dar avisos, hacer requerimientos, etc., deberán hacerse al Socio Liquidador por cuenta de Terceros, de conformidad con el convenio de adhesión.

b) El Intermediario al recibir la instrucción de compra o de venta en su Sistema de Recepción y Registro de Órdenes y Asignación de Operaciones, deberá registrarla y verificar, cuando se trate de una orden de apertura, que el Cliente tenga valores o recursos suficientes para cumplir con los requerimientos de aportaciones establecidos por la Cámara de Compensación y por el Socio Liquidador de conformidad con lo establecido en el capítulo quinto del Reglamento Interior de la Cámara de Compensación.

c) Una vez que se verifica lo anterior, el Intermediario tendrá un plazo máximo de 15 minutos para transmitir la instrucción del Cliente al sistema de negociación de la Bolsa, precisándose en todo caso, los siguientes datos: denominación del Socio Liquidador u Operador; folio, fecha y hora de recepción de la instrucción del Cliente; clase y serie; si se trata de una orden de compra o de venta; número de futuros a negociar; número de cuenta Mexder; vigencia de la orden; etc.

d) Celebrada la operación de conformidad con las reglas aplicables al funcionamiento del sistema electrónico de negociación de la Bolsa, el Intermediario deberá confirmar a la Bolsa y asignar dicha operación,²⁴¹ con el objetivo de ratificar los datos y así la Bolsa envle la información relativa a la operación a la Cámara de Compensación para su aceptación. Debe señalarse que en la confirmación, el Intermediario deberá indicar si se trata de una operación celebrada por cuenta propia o de terceros. En el caso de operaciones por cuenta de terceros, el Intermediario deberá identificar si la operación es de apertura o de cierre y cuantificar el número de operaciones que abran nuevas posiciones y el número de contratos que cierran posiciones existentes.

e) Al momento de que la Cámara de Compensación haya aceptado la operación celebrada en la Bolsa de conformidad con el procedimiento establecido en su reglamento, y así lo notifique a la Bolsa, desde ese momento la Cámara de Compensación será contraparte del Cliente bajo los mismos términos y condiciones en que se haya pactado la referida operación. Por consiguiente, los derechos y obligaciones que tenga el Cliente derivado de las operaciones que celebren en la Bolsa y que se registren en la Cámara de Compensación los tendrá únicamente frente a esta, quien a su vez, por ser su contraparte estará facultada y obligada frente a dicho cliente en términos de lo establecido en los reglamentos interiores de la Bolsa y de la Cámara de Compensación. El ejercicio de los derechos y el cumplimiento de las obligaciones de las partes se realizará exclusivamente a través de los Socios Liquidadores quienes estarán obligados a observar las normas relativas a la liquidación de operaciones consignadas en el Reglamento Interior de la Cámara de Compensación. En caso de que la operación sea rechazada por la Cámara de Compensación, la Bolsa procederá a su cancelación.

²⁴¹ De conformidad con el artículo 10072.00 del Reglamento de la Bolsa, el procedimiento de asignación consiste en la especificación del número de cuenta del cliente o del propio miembro al cual corresponde el número de contratos negociados en una operación.

f) A partir de este momento y durante la vigencia de la operación, los derechos y obligaciones de las partes, se derivan, por un lado, de las condiciones generales de contratación de los futuros y por otro lado, de las disposiciones contenidas en el Reglamento Interior de la Cámara de Compensación que de manera obligatoria deben observar los Socios Liquidadores frente a la Cámara de Compensación.

3.6.3 Etapa de Liquidación

Antes de señalar los actos que se presentan en esta etapa, es importante reiterar que la celebración de futuros en la Bolsa, representan operaciones a plazo, que constriñen a las partes contratantes a cumplir con ciertas obligaciones al vencimiento de la operación y a satisfacer aquellas obligaciones originadas durante la vigencia de la operación. Es decir, dichas operaciones implican, desde el inicio hasta su vencimiento, un juego de ganancias y pérdidas entre el cliente y la Cámara de Compensación, mismas que se acreditan y abonan mediante pagos en efectivo y/o valores que realizan los Socios Liquidadores a nombre del Cliente a la Cámara de Compensación y viceversa.

Para que el cliente pueda celebrar las operaciones en comento, deberá satisfacer los requerimientos que en efectivo y/o valores le exija de manera directa el Socio Liquidador o a través del Operador. Estas cantidades en efectivo o valores que el Cliente está obligado a efectuar, las entregará al Socio Liquidador al amparo del convenio de adhesión al fideicomiso Socio Liquidador. Estas aportaciones se efectuarán bajo los siguientes conceptos:

a) Aportación inicial mínima, la cual consiste en la cantidad en efectivo o en valores que exige la Cámara de Compensación a los Socios Liquidadores por cada contrato abierto que tengan registrado, cantidad que sirve para cubrir las pérdidas máximas esperadas que puedan generar las operaciones abiertas.

El monto de dicha aportación es calculada diariamente por la Cámara de Compensación.

b) Liquidación diaria, las cuales son sumas de dinero que deben solicitarse, recibirse y entregarse diariamente, según corresponda, y que resulten de la valuación diaria que realice la Cámara de Compensación por las variaciones en el precio de cierre de cada contrato con respecto al precio de cierre del día hábil inmediato anterior, o en su caso, con respecto al precio de concertación.

c) Liquidaciones extraordinarias, mismas que se efectuarán a requerimiento de la Cámara de Compensación.

Finalmente, llegada la fecha de vencimiento de la operación, las partes deberán cumplir con las obligaciones establecidas en las condiciones generales de contratación de los futuros, los cuales podrán consistir en la entrega del activo subyacente (acciones, divisas, etc.) o bien, mediante el pago de cierta cantidad de dinero equivalente a la diferencia que exista entre el índice o tasa de referencia pagada al inicio del contrato y aquella que se presenta al vencimiento del mismo.

CAPÍTULO CUARTO

Elementos de la Teoría General de los Contratos

4.1 Contrato

Dentro de la ciencia del derecho, una de las principales fuentes de las obligaciones son los contratos. Esta fuente particular de las obligaciones, como especie de los actos jurídicos,²⁴² se define como el acuerdo de voluntades de dos o más sujetos que crea o transmite derechos y obligaciones. Es decir, se trata del concurso de las voluntades de por lo menos dos sujetos de derecho (personas físicas o morales) quienes de manera directa o indirecta, manifiestan su voluntad y la dirigen para generar las consecuencia jurídicas (derechos y obligaciones) contenidas en las normas de derecho.²⁴³

Se trata pues, de una construcción meramente mental que no ocupa un lugar en el espacio como si lo hacen las cosas corpóreas, pero cuya existencia se materializa a través del lenguaje escrito (documentos), oral o mediante el uso de sistemas ópticos, electrónicos o de cualquier otra tecnología.

Como toda figura de derecho, en la ley se prevén los elementos necesarios para su existencia y las cualidades o requisitos de validez que dichos elementos deben satisfacer para que el acto produzca los efectos previstos en la norma

²⁴² De acuerdo con la doctrina francesa, acto jurídico es *"una manifestación exterior de la voluntad, bilateral o unilateral, cuyo fin directo consiste en engendrar, con fundamento en una regla de derecho o en una institución jurídica, a cargo o en provecho de una o varias personas, un estado, es decir, una situación jurídica permanente y general o, por el contrario, un efecto de derecho limitado, relativo a la formación, modificación o extinción de una relación jurídica"* Bonnetcase, Julien. "Tratado Elemental de Derecho Civil". Traducción y compilación de Enrique Figueroa Alfonso, Ed. Pedagógica Iberoamericana, México, 1995, pág. 764.

²⁴³ De conformidad con el Código Civil Federal, los contratos son una especie de los convenios. En efecto, el artículo 1792 del citado cuerpo legal, establece que el convenio *"es el acuerdo de dos o más personas para crear, transferir, modificar o extinguir obligaciones"*. Más adelante, el artículo 1793 indica que *"los convenios que producen o transfieren las obligaciones y derechos toman el nombre de contratos"*.

jurídica. En este sentido, a continuación se analizarán cada uno de los elementos de existencia y requisitos de validez de los contratos a la luz de las disposiciones contenidas en el Código Civil Federal, por ser éste el ordenamiento jurídico que regula la teoría general de los contratos en el sistema legal mexicano.

4.1.1 Elementos de existencia

Los elementos de existencia de los contratos son aquellos componentes cuya conjugación deviene necesaria para integrar el acto y así producir las consecuencias de derecho contenidas en el supuesto normativo. De acuerdo con el orden legal mexicano, para la existencia de los contratos se requiere de consentimiento y de objeto. En efecto, el artículo 1794 del Código Civil Federal establece que:

"Para la existencia del contrato se requiere:

I. Consentimiento;

II. Objeto que pueda ser materia del contrato."

Por consiguiente, la ausencia de al menos uno de estos elementos impide su formación, y por ende, es inexistente para el mundo del derecho en su calidad de acto jurídico. En este sentido, el artículo 2224 del Código Civil Federal señala: *"el acto jurídico inexistente por la falta de consentimiento o de objeto que pueda ser materia de él no producirá efecto legal alguno..."*.

Es oportuno destacar, que de la interpretación hecha a diversas disposiciones contenidas en el citado ordenamiento jurídico, algunos tratadistas consideran a la solemnidad como un tercer elemento de existencia de los

contratos.²⁴⁴ Sin embargo, para efectos del presente trabajo, no se considera a la solemnidad como tal, ya que no es un elemento constante en los contratos, especialmente en los de carácter patrimonial.

4.1.1.1 Consentimiento

Por cuanto se refiere al primer elemento de existencia de los contratos, el consentimiento, se define como *"el acuerdo de dos o más voluntades que tienden a crear, transferir, conservar, modificar o extinguir, efectos de derecho, y es necesario que esas voluntades tengan una manifestación exterior"*.²⁴⁵ Se trata, pues, de la unión acorde de las voluntades de por lo menos dos sujetos, expresadas a través de algún medio sensitivo, con la finalidad de actualizar los supuestos hipotéticos contenidos en las normas jurídicas que forzosamente rigen al acto celebrado.²⁴⁶ Así, por ejemplo, cuando una persona manifiesta conceder el uso y goce temporal de un bien mueble determinado, a cambio del pago de cierta cantidad de dinero (precio), y la otra persona acepta dicha oferta, se integra el consentimiento del contrato de arrendamiento de conformidad con la hipótesis normativa contenida en el artículo 2398 del Código Civil Federal.

Dicho consentimiento puede ser expreso o tácito. Es expreso, cuando los sujetos lo manifiestan de manera verbal, escrita, por medios electrónicos, o mediante signos inequívocos como señas, gestos, ademanes mimicos, etc. Por otro lado, es tácito, cuando resulta de hechos, actos o inclusive abstenciones, que permiten presumirlo.

²⁴⁴ En este sentido, véase a Gutiérrez y González, Ernesto. Derecho de las Obligaciones. Décimo tercera edición, Ed. Porrúa, México, 2001, pp. 295-297; y a Zamora y Valencia, Miguel Angel. Contratos Civiles. Octava edición, Ed. Porrúa, México, 2000, pp. 31-34.

²⁴⁵ Gutiérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nota 44, pág. 249.

²⁴⁶ A este respecto, cabe señalar que existe una acepción de consentimiento en un sentido restringido, la cual no se refiere a un concurso de voluntades, sino más bien, a la aceptación de una oferta propuesta: "consentir"; es decir, se entiende como la adhesión de un sujeto a la voluntad manifestada por otro. En este sentido, véase a Domínguez Martínez, Jorge Alfredo. Derecho Civil, Parte General, personas, cosas, negocio jurídico e invalidez. Octava edición, Ed. Porrúa, México, 2000, pp. 526 y 527.

Para la integración del consentimiento, doctrinalmente se requiere de dos declaraciones unilaterales de voluntad sucesivas, mismas que representan:

a) Una propuesta, oferta o policitación, la cual se define como la *"declaración unilateral de voluntad, recepticia, expresa o tácita, hecha a persona presente o no presente, determinada o indeterminada, que enuncia los elementos esenciales de un contrato cuya celebración pretende el autor de esa voluntad, sería y hecha con ánimo de cumplir en su oportunidad"*;²⁴⁷ y

b) La aceptación, definida como una *"declaración unilateral de voluntad, mediante la cual se expresa la adhesión a la propuesta, policitación u oferta"*.²⁴⁸

De esta forma, cuando la oferta y la aceptación concuerdan, se dice que el consentimiento se ha integrado. A este respecto, es importante conocer el momento en que dicho consentimiento se perfecciona, ya que a partir de ese momento, el contrato produce los efectos previstos en la norma jurídica.²⁴⁹

Según la doctrina, el consentimiento se perfecciona entre personas presentes y entre personas no presentes. En el primer caso, el consentimiento se perfecciona cuando:

²⁴⁷ Gutiérrez y González, Ernesto. *Op cit.*, nota 244, pág. 251.

²⁴⁸ *Ibid.*, pág. 257.

²⁴⁹ En este sentido, el maestro Gutiérrez y González destaca la importancia de conocer el momento preciso en que se perfecciona el consentimiento en los contratos, ya que a partir de ese momento, se podrán precisar los efectos que algunas leyes atribuyen al acto. Entre otros efectos, señala los siguientes: "1.- Se sabrá hasta qué momento estuvieron surtiendo efectos autónomos las voluntades del peticitante y la del aceptante, y no pueden ya por lo mismo dar marcha atrás. 2.- Se sabrá si las partes tenían o no capacidad en ese momento, para obligarse al externar su voluntad. 3.- Se determinará cuál es la ley aplicable al acto jurídico, si es que la ley sufrió alguna reforma o derogación entre el momento de la propuesta y el de la aceptación, esto es, saber cuál ley debe aplicarse: la anterior o la nueva. 4.- Se podrá determinar el momento en que se transmite el dominio de los bienes, si sobre ese tipo de acto versa el acuerdo de voluntades. 5.- Se determinará quién debe soportar el siniestro de la pérdida de la cosa, cuando no media culpa". Gutiérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nota 244, página 265.

a) La oferta se hace sin señalar un plazo para su aceptación, de tal forma que la aceptación deberá manifestarse en el momento mismo en que se realiza la oferta; de lo contrario, el oferente queda liberado de mantener su policitación. Es así como lo ordena el artículo 1805 del Código Civil Federal: "*Cuando la oferta se haga a una persona presente, sin fijación de plazo para aceptarla, el autor de la oferta queda desligado si la aceptación no se hace inmediatamente...*". Debe mencionarse que, de acuerdo con este precepto legal, la oferta hecha por teléfono o a través de medios electrónicos, ópticos o de cualquier otra tecnología que permita la expresión de la oferta y la aceptación de esta en forma inmediata, también se considera realizada entre presentes y sin plazo para manifestar su aceptación; y

b) Cuando se hace la oferta señalando un plazo para manifestar su aceptación, de tal modo que el policitante se libera de su propuesta al transcurrir dicho plazo sin que se haya manifestado su aceptación. En este sentido, el artículo 1804 del citado ordenamiento legal establece: "*Toda persona que propone a otra la celebración de un contrato fijándole un plazo para aceptar, queda obligada por su oferta hasta la expiración del plazo*".

Por otro lado, el perfeccionamiento del consentimiento entre personas no presentes reviste mayor complejidad, a tal grado que la doctrina ha desarrollado cuatro teorías o sistemas, a través de las cuales se fija el momento en que se perfecciona el consentimiento. Estas son:

a) De la declaración, en la que se afirma que el consentimiento se integra cuando el destinatario de la propuesta declara, a través de cualquier medio perceptible por los sentidos su aceptación.²⁵⁰

²⁵⁰ *Ibid.*, pp. 267 y 268.

b) De la expedición, la cual determina que el consentimiento entre personas no presentes queda perfeccionado desde el momento mismo en que el destinatario de la oferta la acepta y remite su aceptación al oferente.²⁵¹

c) De la recepción, la cual sostiene que el consentimiento entre personas no presentes se perfecciona cuando la aceptación de la propuesta es recibida por el oferente.²⁵²

d) De la información, en la que el consentimiento se perfecciona desde el momento en que el oferente se entera o se informa de la aceptación que el destinatario hizo de su propuesta.

Por cuanto se refiere a la materia mercantil, el consentimiento entre no presentes se rige por la teoría "de la recepción", en los mismos términos señalados por el artículo 1897 del Código Civil Federal. Además, si la propuesta y la aceptación se hace por correspondencia, telégrafo o mediante el uso de medios electrónicos, ópticos o de cualquier otra tecnología, el contrato quedará perfeccionado desde que el proponente reciba la aceptación de la propuesta o las condiciones con que ésta fuera modificada (art. 80 del Código de Comercio).

4.1.1.2 Objeto

Como se señaló en el numeral 4.1.1, el objeto es otro de los elementos de existencia de los contratos. De conformidad con la definición legal de contrato (artículo 1793 del Código Civil Federal), el objeto de los contratos es crear y

²⁵¹ *Ibid.*, pp. 268 y 269.

²⁵² *Idem.* Cabe señalar que, el Código Civil Federal adopta esta teoría para determinar el perfeccionamiento de los contratos entre no presentes. En efecto, el artículo 1807 de este cuerpo legal, señala que "el contrato se forma en el momento en que el proponente recibe la aceptación, estando ligado por su oferta según los artículos precedentes".

transmitir derechos y obligaciones; es decir, las partes contratantes buscan actualizar las consecuencias jurídicas previstas en los supuestos de la hipótesis normativa.

Sin embargo, de la interpretación armónica de las disposiciones que regulan al objeto de los contratos, se advierte que varias de ellas consideran como objeto del contrato lo que propiamente es el objeto de las obligaciones. En efecto, en dichas disposiciones se alude al hecho de hacer o no hacer y a la cosa materia de la prestación de dar. Esta disimilitud ha sido confirmada por algunos tratadistas mexicanos al señalar que la "*terminología jurídica, por razones prácticas y de economía en el lenguaje ha confundido, principalmente en los códigos, el objeto de la obligación con el objeto del contrato*".²⁵³ Como consecuencia de lo anterior, en la práctica y doctrina jurídica se distinguen tres acepciones del término objeto:

a) Como objeto directo de los contratos, consistente en crear y transmitir derechos y obligaciones.²⁵⁴

b) Como objeto indirecto del contrato, el cual alude al objeto directo de las obligaciones consistente en una conducta de dar, hacer (hecho) o no hacer (abstención).²⁵⁵

²⁵³ En este mismo sentido, el maestro Ramón Sánchez Medal señala que "*por una elipsis que viene desde el Código Napoleónico, se menciona como objeto del contrato lo que propiamente es el objeto de la obligación creada o transmitida por él. Este objeto indirecto o mediato del contrato, puede ser o la prestación de una cosa (2011) o la cosa misma (1824-II); o bien, la prestación de un hecho (2027 y 2028) o el hecho mismo (1824-II)*". Sánchez Medal, Ramón. De los Contratos Civiles. Décimo octava edición, Ed. Porrúa, México, 2001, pág. 34

²⁵⁴ Algunos autores como Miguel Angel Zamora y Valencia, señalan que el objeto de los contratos no puede ser el crear las consecuencias de derecho previstas en la norma jurídica, ya que "*esas situaciones son la consecuencia o resultado del propio contrato como acto jurídico que motivó o actualizó un supuesto de derecho. Sin embargo, como tales consecuencias son precisamente la razón de ser de los contratos, el motivo que impulsa a las personas a vincularse jurídicamente, es por lo que se ha originado la confusión, considerando la creación o transmisión de derechos y obligaciones como el objeto directo de los contratos*". Zamora Valencia, Miguel Angel. *Op. cit.*, nota 244, pág. 30.

²⁵⁵ Recuérdese que, doctrinalmente, tres son los elementos que se identifican en toda obligación: sujetos (activo y pasivo), objeto (consistente en una conducta o prestación de hacer, no hacer o dar) y la relación jurídica (elemento que une a los anteriores elementos). En este sentido, véase a Rojina Villegas, Rafael. Derecho Civil Mexicano. Tomo Quinto, volumen I., décima edición, Ed. Porrúa, México, 2001, pp 25 y sig.

c) La cosa misma.

No obstante lo anterior, y para efectos del estudio del objeto como elemento de existencia de los contratos, se atenderá a las normas contenidas en el Código Civil Federal, aclarándose desde este momento que, estrictamente, dicho objeto debería referirse al objeto de las obligaciones, es decir, a la conducta de hacer, no hacer, o de dar; y no propiamente al hecho o a la cosa.

Conforme al artículo 1824 del Código Civil Federal, se establece que:

"Son objeto de los contratos:

I. La cosa que el obligado debe dar.

II. El hecho que el obligado debe hacer o no hacer."

Ahora bien, los requisitos que debe reunir la cosa, objeto del contrato, se prevén en el artículo 1825 del citado cuerpo legal:

"La cosa objeto del contrato debe:

1º Existir en la naturaleza;

2º Ser determinada o determinable en cuanto a su especie;

3º Estar en el comercio."

Esto es, para que una cosa se considere como objeto de un contrato, debe ser física y jurídicamente posible. La posibilidad física se circunscribe al hecho de que la cosa exista en la naturaleza,²⁵⁶ mientras que la posibilidad jurídica implica

²⁵⁶ Sin embargo, recuérdese que las cosas futuras pueden ser objeto de los contratos, tal como lo establece el artículo 1826 del Código Civil Federal: "Las cosas futuras pueden ser objeto de un contrato...".

que la cosa sea determinada o determinable en cuanto a su especie²⁵⁷ y se encuentre dentro del comercio.

De igual forma, el hecho positivo (hacer) o el hecho negativo (no hacer o abstención), además de ser física y jurídicamente posible, debe ser lícito. Es así como lo establece el artículo 1827 del Código Civil Federal:

"El hecho positivo o negativo, objeto del contrato, debe ser:

I. Posible;

II. Lícito."

Por cuanto se refiere a la posibilidad física, el propio ordenamiento legal en su artículo 1828, dispone que: *"Es imposible el hecho que no puede existir porque es incompatible con una ley de la naturaleza..."*. Es decir, se trata de una imposibilidad que va más allá de las facultades del propio obligado o de cualquier otro individuo,²⁵⁸ impuesta por las leyes de la naturaleza como es la fuerza de la gravedad, del mar, del viento, etc.

Con relación a la posibilidad jurídica, preceptúa la citada disposición que: *"Es imposible el hecho que no puede existir porque es incompatible... con una norma jurídica que deba regirlo necesariamente y que constituye un obstáculo insuperable para su realización"*. Esto es, la imposibilidad jurídica del hecho se centra no porque se haya violado una norma de derecho (ilicitud del acto) sino más bien, se impone cuando el acto es intrascendente para el mundo jurídico. De esta forma, se afirma que *"la imposibilidad jurídica del acto no tiene ningún principio, ni de nacimiento ni de ejecución, porque en tal forma la norma impide,*

²⁵⁷ En opinión del maestro Rafael Rojina Villegas, existen tres grados en la determinación de las cosas: a) la individual, la cual consiste en especificar las características propias de la cosa, de tal manera de que se pueda diferenciar de las demás; b) en especie, es decir, cuando la cosa se puede identificar señalando su género, cantidad y calidad; c) por su género, la cual solamente tiene relevancia para las ciencias naturales y no así para el derecho. En este sentido, véase a Rojina Villegas, Rafael. *Op. cit.*, nota 255, pp. 288-290.

²⁵⁸ En este sentido, se señala en el artículo 1829 del Código Civil Federal que: *"No se considerará imposible el hecho que no pueda ejecutarse por el obligado, pero sí por otra persona en lugar de él."*

*por la inobservancia de ciertos supuestos necesarios, que la prestación se realice, que en rigor se trata de una situación inexistente”.*²⁵⁹

Con respecto a la licitud del objeto, remítase el lector al numeral 4.1.2.3 del presente capítulo.

Una vez que se han analizado los elementos que conforman a los contratos, a continuación se hará referencia a los requisitos que dichos elementos deben reunir para que el contrato sea válido y así produzca las consecuencias de derecho previstas en la norma jurídica.

4.1.2 Requisitos de validez

El artículo 1795 del Código Civil Federal señala que:

“El contrato puede ser invalidado:

I. Por incapacidad legal de las partes o de una de ellas;

II. Por vicios del consentimiento;

III. Porque su objeto, o su motivo o fin, sea ilícito;

IV. Porque el consentimiento no se haya manifestado en la forma que la ley establece.”

Con base en este precepto legal, para que el contrato sea eficaz y genere las consecuencias de derecho contenidas en la norma jurídica que lo rige, sus elementos de existencia deben revestir ciertas cualidades, requisitos sin los cuales, el contrato estaría afectado de nulidad en términos de los artículos 2227 al 2242 del Código Civil Federal. Es decir, el contrato generará provisionalmente sus efectos y estarán vigentes hasta que se declare judicialmente su nulidad.

²⁵⁹ Rojina Villegas, Rafael. *Op. cit.*, nota 255, pág. 294.

Dicho lo anterior, a continuación se desarrolla cada uno de los requisitos de validez de los contratos.

4.1.2.1 Capacidad legal

La capacidad legal es un atributo inherente a la persona,²⁶⁰ que se adquiere, en el caso de las personas físicas desde el nacimiento y se extingue con la muerte, mientras que las personas morales la adquieren desde su constitución y la pierden con su disolución y posterior liquidación. Es decir, todo sujeto de derecho sea persona física o moral por el solo hecho de serlo, está en la posibilidad de actuar por sí mismo o a través de un representante en la infinita gama de relaciones jurídicas que integran el mundo del derecho. De ahí, que la capacidad legal sea la aptitud que tiene toda persona, física o moral, para ser titular de derechos y obligaciones y para ejercerlos por sí mismo.

Existen dos tipos de capacidad legal: la capacidad de goce, misma que se define como la aptitud para ser titular de derechos o sujeto de obligaciones; y por otro lado, la capacidad de ejercicio, la cual es la aptitud para ejercer dichos derechos y obligaciones por sí mismo, es decir, *"supone la posibilidad jurídica en el sujeto de hacer valer directamente sus derechos, de celebrar en nombre propio sus actos jurídicos, de contraer y cumplir sus obligaciones de ejercitar las acciones conducentes ante tribunales"*.²⁶¹ Precisamente, esta última capacidad es la que se considera como un elemento de validez de los contratos, y la falta de observancia de dicho requisito en la celebración del contrato produce su nulidad en términos del artículo 2228 del Código Civil Federal.

²⁶⁰ En este sentido, véase a Rojas Villegas, Rafael. Derecho Civil Mexicano, Introducción y Personas. Tomo Primero, décima edición, Ed. Porrúa, México, 2001, pp. 431 y siguientes.

²⁶¹ *Ibid.* pág 445.

De conformidad con la ley civil, solamente son incapaces las personas físicas menores de edad o aquellas que se encuentran en alguno de los supuestos previstos en la fracción II del artículo 450 del Código Civil Federal;²⁶² esto es, no pueden ejercerlos por sí solos sino que requieren de un representante para ejercer sus derechos y obligaciones. En el caso de las personas morales, no existe incapacidad, ya que se refiere exclusivamente a las personas humanas, y sólo tendrán capacidad de ejercicio cuando el acto que pretendan celebrar por medio de sus representantes no se encuentre previsto en su objeto social (artículo 26 del Código Civil Federal).

4.1.2.2 Ausencia de vicios del consentimiento

Los vicios del consentimiento son aquellas circunstancias que, si bien afectan la formación del consentimiento, no necesariamente impiden su existencia.²⁶³ En efecto, al igual que los demás requisitos de validez, la presencia de algún vicio del consentimiento, o mejor dicho, de aquellas circunstancias que no permiten la libre manifestación de la voluntad de las partes, impiden que el acto produzca las consecuencias previstas en la norma jurídica que necesariamente lo rige, originándose, de esta forma, la nulidad relativa del contrato.

Es así como lo dispone el artículo 1812 del Código Civil Federal al indicar que *"el consentimiento no es válido si ha sido dado por error, arrancado por violencia o sorprendido por dolo"*. A este respecto, es importante señalar que, de acuerdo con el sistema jurídico mexicano, los vicios del consentimiento no se

²⁶² Artículo 450 del Código Civil Federal establece que: *"Tienen incapacidad natural y legal: I.- Los menores de edad; II.- Los mayores de edad disminuidos o perturbados en su inteligencia, aunque tengan intervalos lúcidos; y aquellos que padezcan alguna afección originada por enfermedad o deficiencia persistente de carácter físico, psicológico o sensorial o por la adición a sustancias tóxicas como el alcohol, los psicotrópicos o los estupefacientes; siempre que debido a la limitación, o la alteración en la inteligencia que esto les provoque no puedan gobernarse y obligarse por sí mismos, o manifestar su voluntad por algún medio"*.

²⁶³ Zamora y Valencia, Miguel Angel. *Op. cit.*, nota 244, pág. 40.

reducen solamente a esas tres circunstancias, sino que además, se identifican otros como la mala fe y la lesión en otros preceptos legales.

Por cuanto ser refiere al error, se define como la *"creencia sobre algo del mundo exterior o interior físico de un ser humano, que está en discrepancia con la realidad, o bien es una falsa o incompleta consideración de la realidad"*.²⁶⁴ Es decir, el individuo al momento de manifestar su voluntad, enfrenta una falsa apreciación de la realidad, la cual implica una disconformidad entre lo que internamente se quiere y lo que se quiere al momento de expresar su voluntad.

En la doctrina se identifican distintas clases de error. Sin embargo, la ley civil solamente considera como vicio del consentimiento al error que recae sobre el motivo determinante de la voluntad de cualquiera de las partes contratantes, ya sea que se refiera a las calidades de la cosa objeto de la prestación de dar (error in substancia), o a la identidad de la persona cuando el contrato se celebra atendiendo a las cualidades de la contraparte (error in persona).²⁶⁵ En este sentido, el artículo 1813 del Código Civil Federal indica: *"El error de derecho o de hecho invalida el contrato cuando recae sobre el motivo determinante de la voluntad de cualquiera de los que contratan, si en el acto de la celebración se declara ese motivo o si se prueba por las circunstancias del mismo contrato que se celebró éste en el falso supuesto que lo motivó y no por otro causa"*.

Íntimamente relacionado con el error se encuentra el dolo y la mala fe. A pesar de que la propia ley los considera como vicios del consentimiento (artículos 1812 y 1815 del Código Civil Federal), se estima que dichas circunstancias no son propiamente vicios del consentimiento, ya que tanto el dolo como la mala fe son

²⁶⁴ Gutiérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nota 244, pág. 329.

²⁶⁵ Sobre esto particular, consúltense las obras de: Gutiérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nota 244, pp. 328 y siguientes; Rojina Villegas, Rafael. *Op. cit.*, nota 255, pp.407 y siguientes; Sánchez Medal, Ramón. *Op. cit.*, nota 253, pp. 50 y siguientes.

conductas realizadas por alguna de las partes o por un tercero para llevar o mantener en el error a la contraparte.

El dolo se define, conforme al artículo 1815 del Código Civil Federal, como "*cualquier sugestión o artificio que se emplee para inducir a error o mantener en él a alguno de los contratantes...*". Es decir, se trata de actos positivos cuya finalidad es producir en la otra parte contratante una falsa concepción de la realidad (se induce al error).²⁶⁶

Dicho artículo 1815 del Código Civil Federal, señala que la mala fe es "*la disimulación del error de uno de los contratantes una vez conocido*", esto es, se trata de la abstención de uno de los contratantes, que habiendo conocido el error en que se encuentra la contraparte, no lo alerta sobre dicho error, sino lo disimula y se aprovecha de él (se mantiene en el error).

Por otro lado, de acuerdo con el ya citado artículo 1812 del Código Civil Federal, la violencia constituye otro de los vicios del consentimiento que origina la nulidad del acto, ya que a través de ésta, se infunde temor al contratante que le impide decidir libremente sobre la celebración o no del acto.

Señala el artículo 1819 del citado cuerpo legal que: "*Hay violencia cuando se emplea fuerza física o amenazas que importen peligro de perder la vida, la honra, la libertad, la salud o una parte considerable de los bienes del contratante, de su cónyuge, de sus ascendientes, de sus descendientes o de sus parientes colaterales dentro del segundo grado*". Como se desprende del mencionado precepto legal, se distinguen dos tipos de violencia: la física, la cual proviene del uso de la fuerza física irresistible (*vis absoluta*) como podría ser llevarle al contratante su mano para que escriba; y la moral, aquella que se origina mediante las amenazas y la intimidación (*vis compulsiva*). Es importante señalar que la

²⁶⁶ Véase a Gutiérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nola 245, pp. 354 y siguientes.

violencia física o moral, estrictamente, no es lo que vicia el consentimiento, sino más bien, es el temor que se produce como consecuencia del empleo de la fuerza física o las amenazas ejercidas en el contratante. De ahí que, la violencia se defina como *"el medio originado por la amenaza (o la fuerza física) de sufrir un daño personal, patrimonial moral o pecuniario, y que lleva a dar la voluntad para realizar un acto jurídico"*.²⁶⁷

Doctrinalmente se considera que, para que exista violencia se requiere de dos requisitos: por un lado, que sea determinante, es decir, que la causa que empujó a manifestar su voluntad para celebrar el contrato provenga precisamente de ese temor infundido; y por otro lado, que sea injusta, esto es, no debe consistir en el ejercicio legítimo de un derecho.²⁶⁸

Finalmente, la lesión se considera como otro de los vicios del consentimiento en los contratos bilaterales, onerosos y conmutativos.²⁶⁹ Según dispone el artículo 17 del Código Civil Federal, la lesión se presenta *"Cuando alguno, explotando la suma ignorancia, notoria inexperiencia o extrema miseria de otro; obtiene un lucro excesivo que sea evidentemente desproporcionado a lo que él por su parte se obliga..."*. En este sentido, la lesión se compone de dos elementos: uno objetivo, consistente en la desproporción evidente en el valor de las prestaciones de las partes, la cual se traduce en un lucro excesivo para una de ellas en detrimento de la otra; y otro subjetivo, el cual se manifiesta en una situación de suma ignorancia, notoria inexperiencia o extrema miseria del contratante que la sufre. Asimismo, el citado precepto legal señala que *"el*

²⁶⁷ Gutiérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nota 244, pág. 364.

²⁶⁸ Véase a Bejarano Sánchez, Manuel. *Obligaciones Civiles*. Quinta edición, Ed. Oxford University Press, México, 1999, pág. 105

²⁶⁹ Cabe señalar que, doctrinalmente, se ha discutido si la lesión es un vicio subjetivo del contrato (vicio del consentimiento) por ser consecuencia de la situación en que se encontraba uno de las partes al celebrarse el contrato (ignorancia, miseria, estado de necesidad); o simplemente se trata de un vicio objetivo del contrato, consistente en una *"inequivalencia de prestaciones que, si bien puede provenir de un vicio de la voluntad, no es vicio de la voluntad por sí misma. Es la consecuencia de la voluntad viciada y no el vicio mismo. Podría tratarse de vicio o defecto del contrato"*. Bejarano Sánchez, Manuel. *Op. cit.*, nota 268, pág. 111. En este mismo sentido véase a Gutiérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nota 244, pp. 371-373.

perjudicado tiene derecho a elegir entre pedir la nulidad del contrato o la reducción equitativa de su obligación, más el pago de los correspondientes daños y perjuicios..."

4.1.2.3 Licitud en el objeto, motivo y fin

La licitud en el objeto motivo y fin es otro de los elementos necesarios para la validez de los contratos, cuya inobservancia produce la nulidad del contrato.

Ahora bien, la licitud en el objeto de los contratos, esto es, la prestación de dar, hacer o no hacer que las partes se obligan a realizar, debe ser acorde con las leyes de orden público y las buenas costumbres. Es así como lo señala el artículo 1830 del Código Civil Federal al disponer que: *"Es ilícito el hecho que es contrario a las leyes de orden público o a las buenas costumbres"*.²⁷⁰ Por lo anterior, toda conducta contraria a las normas prohibitivas o de interés general y a las buenas costumbres es ilícita, y por consiguiente, afecta de nulidad al contrato, según se establece en el artículo 8º del Código Civil Federal: *"Los actos ejecutados contra el tenor de las leyes prohibitivas o de interés público serán nulos..."*

Por otro lado, con respecto al fin o motivo del contrato, el mismo artículo 1831 del citado cuerpo legal ordena que: *"El fin o motivo determinante de la voluntad de los que contratan tampoco debe ser contrario a las leyes de orden público ni a las buenas costumbres"*. El motivo o fin se puede entender como *"la*

²⁷⁰ Se entiende por orden público como el *"conjunto de instituciones jurídicas que identifican o distinguen el derecho de una comunidad; principios, normas e instituciones que no pueden ser alteradas ni por la voluntad de los individuos (no está bajo el imperio de la autonomía de la voluntad) ni por la aplicación del derecho extranjero"*. Tamayo y Salmorán, Rolando. Nuevo Diccionario Jurídico Mexicano. Tomo I-O, Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM y Ed. Porrúa, pág. 2701. Por cuanto se refiere a las "buenas costumbres", se trata de un concepto cultural que alude a la moral colectiva de un lugar y tiempo determinado, y cuyo contenido varía en cada grupo social y época. El maestro Ernesto Gutiérrez y González define a las "buenas costumbres" como: *"el conjunto de hábitos, actos, prácticas o inclinaciones observadas por un grupo humano en un lugar y momento determinados, y a las cuales, deberá atender el juzgador para sancionar o no, un acto como ilícito"*. Gutiérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nota 244, pág. 321.

razón contingente, subjetiva, y por lo mismo variable de individuo a individuo, que lo induce a la celebración del acto jurídico";²⁷¹ es decir, se trata del móvil interno que impulsa a cada una de las partes a realizar una prestación de hacer, no hacer o dar, la cual debe ser acorde con las leyes de orden público y las buenas costumbres.

4.1.2.4 Forma

Otro de los elementos de validez de los contratos, requisito sin el cual se produce su nulidad relativa, es la forma.²⁷²

La forma es la *"manera de exteriorizarse el consentimiento en el contrato y comprende todos los signos sensibles que las partes convienen o la ley establece para lograr esa exteriorización"*.²⁷³ En efecto, la formalidad de los contratos implica que los contratantes recurran *"a un medio único, determinado por el derecho, para expresar la voluntad, bien sea por la palabra o por la escritura"*. Así por ejemplo, en el contrato de compraventa sobre bienes inmuebles, la ley exige que el contrato se haga constar en escritura pública, siempre que el valor del inmueble objeto de la compraventa sea mayor a 365 veces el salario mínimo general diario vigente en el Distrito Federal.

Por cuanto se refiere a la materia mercantil, por regla general, la forma es libre; es decir, las partes se obligan en la manera y términos que aparezca que quisieron obligarse sin que la validez del acto comercial dependa de la observancia de formalidades o requisitos determinados (art. 78 del Código de

²⁷¹ Guliérrez y González, Ernesto. *Op. cit.*, nota 244, pág. 323.

²⁷² Establece el artículo 1833 del Código Civil Federal que: *"Cuando la ley exija determinada forma para un contrato, mientras que éste no revista esa forma no será válido..."*; y el artículo 2228 del mismo cuerpo legal señala que: *"La falta de forma establecida en la ley... produce la nulidad del mismo"*.

²⁷³ Zamora y Valencia, Miguel Ángel. *Op. cit.*, nota 244, pág. 31

Comercio). Sin embargo, se establecen algunos casos de excepción a la regla anterior en el artículo 79 del citado cuerpo legal.

4.1.3 Clasificación de los contratos

Diversos son los criterios propuestos por la ley y la doctrina para clasificar a los contratos. A pesar de que los criterios de clasificación aplicables a este acto jurídico resultan ser muy variados y de distinta naturaleza (responden a diversas necesidades didácticas y de interpretación dentro de cada sistema jurídico),²⁷⁴ en este apartado, se expondrá una clasificación desde el punto de vista doctrinario tradicional, para que, posteriormente, se aluda a otras clasificaciones.

4.1.3.1 Bilateral y unilateral

Desde la perspectiva de las obligaciones que se generan por virtud del contrato, estos son: bilaterales, cuando se producen obligaciones recíprocas para ambas partes; y unilaterales, cuando solamente se crean obligaciones para una parte y derechos para la otra.²⁷⁵

4.1.3.2 Oneroso y gratuito

Desde un punto de vista económico, es decir, en atención a los provechos y gravámenes que se produzcan para las partes, los contratos son onerosos,

²⁷⁴ Ver a Zamora y Valencia, Miguel Angel. *Op. cit.*, nota 244, pp. 51 y 52.

²⁷⁵ Es importante señalar, que este criterio aplicable a los contratos no debe confundirse con la clasificación que se hace a los actos jurídicos en monosubjetivos y plurisubjetivos, ya que, esta última clasificación obedece al número de voluntades que intervienen en la formación del acto y no en función del número de sujetos que participan en él. Recuérdese que en los contratos siempre participan dos voluntades que llevan una dirección contraria (oferta y aceptación) con independencia del número de sujetos que participen en la misma parte.

cuando se crean provechos y gravámenes recíprocos; y gratuitos cuando el contrato genera exclusivamente provechos para uno de los contratantes y gravámenes para el otro.

4.1.3.3 Conmutativo y aleatorio

Como una subclasificación de los contratos onerosos, y considerando el momento en que las partes conocen los provechos y gravámenes generados por el contrato, éstos son conmutativos y aleatorios. Cuando las partes desde el momento mismo de la celebración del contrato conocen con certeza los provechos y gravámenes para cada una de ellas se dice que son contratos conmutativos. Por otro lado, cuando los provechos y gravámenes se conocen con posterioridad a la celebración del contrato, el contrato es aleatorio.

4.1.3.4 Nominado e innominado

Desde el punto de vista de su reglamentación o regulación en un ordenamiento legal, los contratos son nominados e innominados. Los primeros, también conocidos como típicos, son aquellos cuya estructura y consecuencias jurídicas se encuentran previstas en la ley; mientras que los segundos o atípicos, no están regulados por el orden legal, sino que se rigen por las reglas generales de los contratos y las estipulaciones de las partes. Es importante señalar con respecto a estos últimos contratos, que no basta con que la ley les dé un nombre o inclusive les señale una definición, ya que para que sean considerados como nominados debe existir una reglamentación precisa de las consecuencias de derecho que genere.²⁷⁶

²⁷⁶ Véase a Zamora y Valencia, Miguel Angel. *Op. cit.*, nota 244, pp. 60 y siguientes. Según el citado autor, el hecho de que el nombre de un contrato se prevea en una ley, no le da la categoría de contrato nominado, ya que existen contratos que se mencionan en el ordenamiento civil vigente como los contratos de censo y de anticresis (artículo octavo transitorio del Código Civil Federal) pero al no estar regulados, por ende, no son contratos nominados.

4.1.3.5 Instantáneo y de prestaciones diferidas

Los contratos se clasifican en instantáneos o de prestaciones diferidas, dependiendo si existe la posibilidad real y jurídica de cumplir en un solo acto o durante cierto plazo las obligaciones generadas por los mismos. De esta forma, son instantáneos cuando las prestaciones producidas por el contrato pueden ser cumplidas en un solo acto por las partes. Son contratos de prestaciones diferidas cuando real y jurídicamente las prestaciones no pueden ejecutarse en un solo acto sino que para su cumplimiento se requiere del transcurso de cierto tiempo.

4.1.3.6 Principal y accesorio

Desde el punto de vista de la dependencia o no de los contratos, éstos son principales y accesorios. Por un lado, aquellos contratos que tienen una existencia propia, es decir, no depende de la existencia de otro contrato, se les denominan contratos principales. Por otro lado, los contratos que no tienen existencia propia, sino que su existencia se encuentra subordinada a la preexistencia de otro contrato, se les califica como accesorios. Tal es el caso, por ejemplo, de los contratos de garantía como la prenda, hipoteca o fianza, cuya existencia depende de la existencia de la obligación garantizada.

4.1.3.7 Real y consensual

Desde el punto de vista de la entrega de la cosa como objeto de la obligación nacida del contrato, éstos son reales y consensuales. Los contratos reales son aquellos que se perfeccionan mediante la entrega de la cosa; es decir, para la existencia del contrato se requiere de la entrega de la cosa. Por otro lado,

son contratos consensuales aquellos que se constituyen sin la necesidad de entregar la cosa, sino que se perfeccionan con el mero consentimiento manifestado por las partes.

4.1.3.8 Formal, consensual y solemne

De acuerdo con las consecuencias de validez y nulidad de los contratos, éstos son formales, consensuales y solemnes. Los contratos formales son aquellos cuyo consentimiento necesariamente debe constar por escrito, en documento público o privado; de lo contrario, estarán afectados de nulidad relativa. Con respecto a los contratos consensuales son aquellos que para su validez basta con la mera expresión verbal del consentimiento de las partes, sin requerir de una forma escrita pública o privada que materialice dicho consentimiento. Finalmente, los contratos solemnes son aquellos en los que la forma, en lugar de ser un requisito de validez, se eleva a un elemento esencial del contrato, de tal forma que su inobservancia lleva a la inexistencia del acto.

4.1.3.9 Definitivo y preparatorio

Son contratos preparatorios aquellos *"cuyo objeto es la celebración de un contrato o acto futuro"*,²⁷⁷ es decir, se trata de aquellos contratos que generan la obligación para una o ambas partes de celebrar un contrato futuro. Son contratos definitivos los que *"contienen la voluntad presente de las partes para decidir desde luego sus recíprocos intereses en el mismo acuerdo de voluntades: no posponen la concreción hasta la celebración de un nuevo acuerdo"*²⁷⁸

²⁷⁷ Bejarano Sánchez, Manuel. *Op. cit.*, nota 268, pág. 35

²⁷⁸ *Ibid.* pág. 36.

4.1.3.10 Legal

De conformidad con el Código Civil Federal, se distinguen los siguientes grupos de contratos: preparatorios; traslativos de dominio (compraventa, permuta, donación, mutuo); traslativos del uso o goce (comodato, arrendamiento); de prestación de servicios (depósito, mandato, prestación de servicios profesionales, de obra a precio alzado, hospedaje); asociativos (asociación civil, sociedad civil, aparcería); aleatorios (juego y apuesta, renta vitalicia, compraventa de esperanza); de garantía (fianza, prenda e hipoteca); y el contrato de transacción.²⁷⁹

4.1.3.11 Otras

Como quedó asentado en los numerales anteriores, dependiendo del aspecto que se pretenda resaltar, existe una diversidad de criterios para clasificar a los contratos. Para conocer otros criterios de clasificación de este acto jurídico se recomienda la lectura de la obra citada al pie de página.²⁸⁰

²⁷⁹ En este sentido, véase a Zamora y Valencia, Miguel Angel. *Op. cit.*, nota 245, pág. 64. De igual forma, véase a Rojina Villegas, Rafael. *Derecho Civil Mexicano. Tomo sexto (contratos), volumen I*, Ed. Porrúa, México, 1998, pág. 51 y siguientes.

²⁸⁰ *Ibid.* pp. 43-74.

CAPÍTULO QUINTO

Naturaleza Jurídica de la Opción en la Bolsa Mexicana de Productos Derivados

5.1 Definición y Naturaleza Jurídica

Diversas opiniones han vertido los estudiosos del Derecho en torno a la naturaleza jurídica de la opción. En efecto, se ha señalado que *"Desde un punto de vista doctrinal los autores que se preocupan por definir esta figura lo hacen, o bien poniendo el acento en el título constitutivo de la opción, es decir, definiendo la opción como un contrato (opción convencional, y no legal); o bien fijándose en el poder, facultad o derecho subjetivo derivado de aquél título).*"²⁸¹

Es decir, por un lado se ha calificado a la opción como un derecho subjetivo que permite a su titular elegir entre dos o más situaciones jurídicas previamente establecidas. Es así como lo señala José María Mengual, autor citado por Javier Talmas Charles, al indicar *"Es, pues, la opción un derecho subjetivo, y como todos los derechos que entran en esta categoría consiste, en sentido amplio en la facultad o poder de la voluntad que la ley concede al titular de la opción para que, con arreglo a normas legales unas veces, y otras a normas convencionales preestablecidas, pueda a su voluntad optar por un derecho o adquirir una cosa"*²⁸², o bien, como lo afirma María S. Ysás, autor también citado por Jaiver Talmas Charles, al denominarlo como un *"Derecho de adquisición preferente, que confiere a su titular la facultad de adquirir determinado bien o derecho en las condiciones establecidas previamente"*²⁸³.

²⁸¹ Talmas Charles, Javier. El Contrato de Opción. José María Bosch Editor, S.L., Madrid, 1996, pág.39.

²⁸² *Idem*.

²⁸³ *Ibid.* 40.

Por otro lado, se ha afirmado que la opción es un verdadero contrato, cuya celebración crea en favor de una de las partes contratantes, precisamente esa facultad de elegir entre dos alternativas previamente pactadas. En este sentido, el autor español Angel Ossorio, en su libro el "El contrato de Opción", al analizar dicha figura jurídica, afirma que *"La opción es un contrato, por virtud del cual el propietario de una cosa o derecho concede a otra persona, por tiempo fijo y en determinadas condiciones, la facultad exclusiva de adquirirlo o de transferirlo a un tercero"*.²⁸⁴ En el mismo sentido, José Angel Torres Lana, en su obra "Contrato y Derecho de Opción", demuestra que la opción tiene para el Derecho Español carácter contractual.²⁸⁵

No obstante lo anterior, determinar la naturaleza jurídica de la opción en los mercados organizados de productos derivados (Mexder), resulta una labor difícil de alcanzar. Esta dificultad no sólo se presenta para entender el régimen jurídico que regula la estructura y funcionamiento del mercado en donde se "negocian" las opciones, sino también, para comprender la mecánica operativa de dicho mercado. Al respecto, es de mencionarse que derivado de la diferencia que existe entre el objeto de estudio de los economistas y de los juristas, esta diferencia se ha traducido en una incompatibilidad en la terminología que se emplea tanto en la realidad económica como en la estrictamente legal. Por un lado, los economistas insisten en señalar que en los mercados de productos derivados se "compran" y se "venden" opciones, denominando para tal efecto, al concedente de la opción como "vendedor de la opción", y al optante como "comprador de la opción". Indudablemente, dicha discrepancia ha producido al estudioso del Derecho dificultades para poder sistematizar a las opciones en nuestro ordenamiento legal vigente, principalmente, porque desde el punto de vista legal, es incomprensible hablar de una superposición de negocios jurídicos, es decir, de comprar y vender

²⁸⁴ Ossorio y Gallardo, Angel. El Contrato de Opción, 2ª edición, Unión Tipográfica Editorial Hispano-Americana, Madrid, 1935, pag. 81.

²⁸⁵ Véase a Torres Lana, José A. Contrato y Derecho de Opción. Editorial Trivium, Madrid, 1982.

contratos, o confundir a las opciones como cosas negociables, como si se trataran de valores negociados en los mercados bursátiles tradicionales.

Ahora bien, lo que sí es cierto es que la opción dentro del contexto del mercado de productos derivados cotizados en bolsa, es un contrato.²⁸⁶ Lo anterior, se fundamenta no sólo en el hecho de que las mismas normas que regulan a este mercado le dan ese carácter, sino porque las opciones contienen las características de todo contrato según la doctrina jurídica lo establece.

Efectivamente, las reglas que regulan al mercado mexicano de futuros y opciones cotizados en bolsa,²⁸⁷ específicamente, la Primera de las Reglas, define la opción como *"aquel contrato estandarizado en el cual el comprador mediante el pago de una prima adquiere del vendedor el derecho, pero no la obligación, de comprar (CALL) o vender (PUT) un Activo Subyacente a un precio pactado (precio de ejercicio) en una fecha futura, y el vendedor se obliga a vender o comprar, según corresponda, el Activo Subyacente al precio acordado en el contrato respectivo. Si en el contrato de Opción se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del Activo Subyacente"*.²⁸⁸ Es decir, conforme a esta definición, el contrato de opción representa un acto en el que participa la voluntad de dos sujetos con la finalidad de constituir a favor de uno de ellos, el derecho o la

²⁸⁶ En los mercados de productos derivados cotizados en bolsa, no se compra o se vende, sino que se adopta una posición dentro del contrato (operación), de la cual se derivan derechos y obligaciones para el sujeto que adquiera tal posición. En el caso específico del mercado de opciones cotizados en bolsa, la posición de "vendedor" y "comprador", o mejor dicho, de concedente y optante son adoptadas por los clientes, a través de los Operadores o Socios Liquidadores por Cuenta de Terceros, o por éstos últimos cuando participan por cuenta propia en este mercado. Es decir, jurídicamente, debe entenderse como una operación por virtud de la cual se adquiere una posición en el contrato, ya sea de concedente o de optante, posición de la que se derivan derechos y obligaciones.

²⁸⁷ Véase el numeral 5.2 siguiente o el numeral 3.2 de este trabajo.

²⁸⁸ Si bien la anterior definición destaca las características inherentes a esta figura jurídica, para efectos de nuestro estudio, dicha definición omite las características que califican a este contrato como un producto derivado. Tal como se señaló en el capítulo segundo de este trabajo, el contrato de opción como producto derivado que se negocia en bolsa, se caracteriza por ser un contrato cuyo contenido se encuentra normalizado o estandarizado; es decir, los derechos y obligaciones de las partes, así como las características del activo subyacente al que se encuentra referido en cuanto a su clase, cualidad y cantidad son iguales y previamente definidas por la bolsa en que se negocian.

facultad de decidir, de manera unilateral, y durante cierto tiempo o fecha determinada, la creación de una situación jurídica futura previamente pactada.²⁸⁹

Al respecto, es importante señalar que la anterior definición contiene un sentido meramente económico más que jurídico. Desde un punto de vista literal, se hace referencia a un "comprador" y a un "vendedor", dando a entender que se trata de la compraventa de un derecho, cuando estrictamente, dicho contrato no implica una compraventa (aunque los economistas así lo vean) ya que no existe la transmisión de la titularidad sobre una cosa, sino que en nuestra opinión, este acto jurídico implica la creación o constitución de un derecho para elegir una situación jurídica futura (compra-venta de cierto activo subyacente). Jurídicamente, debe entenderse como una operación por virtud de la cual se adquiere una posición en el contrato, ya sea de concedente o de optante, posición de la que se derivan derechos y obligaciones.

Por otro lado, a la luz de la teoría general de las obligaciones, a la que nos referimos en el capítulo cuarto de este trabajo, el contrato de opción a negociarse en la bolsa mexicana de productos derivados goza de los elementos de existencia y de validez de todo acto jurídico bilateral (contrato), tal y como se demostrará con el análisis que se desarrolla más adelante.

Aclarado lo anterior, para efectos de este trabajo, se puede definir al contrato de opción como un contrato que necesariamente se celebra en una bolsa de productos derivados, por virtud del cual, una de las partes denominada concedente de la opción, a cambio de una contraprestación a la que se le denomina "prima", otorga a la otra, la facultad de elegir o decidir en un momento

²⁸⁹ La expresión *contrato de opción* se integra por dos conceptos: "contrato" y "opción". Se define al "contrato" como aquel acto jurídico bilateral o plurilateral por virtud del cual se crean derechos y obligaciones entre las partes que concurren a su celebración; es decir, se trata de un acuerdo de dos o más voluntades que tiene como finalidad producir las consecuencias de Derecho enunciadas en los supuestos previstos en las normas jurídicas que necesariamente los rigen. El vocablo "opción" denota una acción del ser humano, es decir, se trata de la libertad o facultad de elegir.

dado o durante un tiempo determinado, sobre la existencia de un contrato de compraventa futuro de cierto activo financiero previamente determinado, o bien puede recibir cierta cantidad de dinero en efectivo solo en el caso de que se hubiera pactado el pago por diferencias.

Una vez que hemos afirmado que la opción a negociarse en Mexder efectivamente tiene la naturaleza jurídica de un contrato, es de mencionarse que las autoridades competentes en México, así como Mexder, en su calidad de órgano autorregulador del mercado, se encuentran en el proceso de autorizar e implementar las reglas específicas que caracterizarán y regularán la negociación de dichos contratos en la bolsa mexicana de productos derivados.

Si bien la falta de reglas específicas en cuanto a la mecánica operativa y de negociación de los contratos de opción en Mexder pudiera obstaculizar y, en cierto grado, limitar un cuidadoso estudio jurídico del citado contrato, es de aclararse, que la operación de estos contratos compartirá los principales aspectos que caracterizan al funcionamiento actual del mercado, motivo por el cual, no será impedimento para estar en aptitud, aunque sea de manera muy general, de identificar los elementos esenciales y las características que este contrato tendrá al momento de su negociación.

Con base en lo anterior, y para efectos del presente capítulo, las referencias que se hagan al contrato de opción, así como a los participantes y demás elementos que integran el mercado actual de productos derivados cotizados en bolsa, deberán entenderse hechas como si la negociación del contrato de opción ya estuviera desarrollándose en Mexder.

5.2 Fundamento legal y normatividad aplicable

Dentro del sistema jurídico mexicano, no existe algún ordenamiento legal que regule, de manera específica, a los contratos de opción como operaciones celebradas en un mercado de productos derivados colizados en bolsa.²⁹⁰ Si bien es cierto que la existencia legal de los contratos de opción se fundamenta, por un lado, en las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones colizados en Bolsa, que de manera conjunta expidieron la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México, publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 31 de diciembre de 1999 y sus modificaciones,²⁹¹ y por otro lado en las Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa expedidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 31 de diciembre de 1996 y sus modificaciones,²⁹² también es preciso señalar que dichos ordenamientos solamente se limitan a definir o enunciar a estos contratos de opción, dejando a un lado la reglamentación detallada en torno a los elementos esenciales y a los efectos que dicho acto jurídico genera. En efecto, en dichas normas jurídicas únicamente se determinan las bases generales

²⁹⁰ De conformidad con las leyes que regulan a los mercados financieros en México, no existe ningún ordenamiento jurídico que prevea los elementos esenciales de los contratos de opción. No obstante lo anterior, en diversos cuerpos normativos se establecen algunas normas que se refieren a tales operaciones. Por ejemplo, el Banco de México a través de su circular 2019/95, numeral M.52, y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores mediante las disposiciones de carácter general contenidas en sus circulares 10-233, 10-235, 10-235 Bis 1, 10-235 Bis 2, 10-235 Bis 3, 10-235 Bis 4 y 10-235 Bis 5, han emitido disposiciones para que los bancos y casas de bolsa celebren operaciones a futuro y operaciones de opción, en su carácter de intermediarios y de participantes en los mercados bursátiles y no bursátiles reconocidos. Sin embargo, en dichas disposiciones no se prevé una reglamentación detallada que nos permita precisar los efectos que se generan por virtud de su concertación, sino que, solamente se limitan a definirlos. Por otro lado, en materia fiscal, el Código Fiscal de la Federación en su artículo 16 contemplan a las operaciones de opción como conductas gravables, sin que de alguna manera se reglamenten los elementos inherentes a esta operación bursátil.

²⁹¹ Resoluciones publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fechas 12 de agosto y 30 de diciembre de 1998; y 31 de diciembre de 2000.

²⁹² Resoluciones publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fechas 12 de agosto de 1998 y 31 de diciembre de 2000.

aplicables a la constitución, organización y funcionamiento del mercado, así como a los sujetos que en él intervienen.²⁹³

Al respecto, es importante destacar, en este apartado, que las normas derivadas de estas Reglas y Disposiciones de carácter prudencial no tienen sustento legal. Ninguno de los preceptos legales en los que "presumiblemente" se fundamentan las facultades de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México para la expedición de dichas normas jurídicas resultan ser aplicables; es decir, ninguno de dichos preceptos legales contienen la facultad expresa para que válidamente estas autoridades emitan tales cuerpos normativos.

A mayor abundamiento, y aun considerando que dichos actos estuvieran debidamente fundamentados, serían inconstitucionales, ya que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores no tienen la facultad para crear situaciones jurídicas generales, abstractas e impersonales distintas a aquellas contempladas en los supuestos normativos previstos en las leyes mercantiles expedidas por el Congreso de la Unión en ejercicio de la facultad que le confiere el artículo 73, fracción X, de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.²⁹⁴ Con base en lo anterior, dichos actos resultarían ser inconstitucionales ya que conforme a la

²⁹³ En este mismo sentido, no se encuentra ninguna regulación en los reglamentos interiores de la Bolsa y de la Cámara de Compensación, así como en los correspondientes manuales operativos, sino que se establecen normas de autorregulación aplicables a los Operadores, Socios Liquidadores, Bolsa, Cámara de Compensación en relación al funcionamiento de este mercado, entre otros aspectos.

²⁹⁴ Por ejemplo, estas reglas y disposiciones atribuyen a los fideicomisos que participan en el mercado de productos derivados cotizados en bolsa (Socios Liquidadores y Cámara de Compensación) personalidad jurídica para ser sujetos de derechos y obligaciones en las distintas relaciones jurídicas que se entablan en este mercado, cuando, en México, el fideicomiso no es sujeto de derechos y obligaciones, sino que se trata de un conjunto de bienes, derechos y obligaciones afectados a un fin lícito y administrados por una institución de crédito o en su caso, las instituciones financieras autorizadas para tal efecto por la ley. En efecto, el artículo 346 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito establece que "*En virtud del fideicomiso, el fideicomitente destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de ese fin a una institución fiduciaria*". Adicionalmente, conforme a nuestro sistema jurídico, solamente son sujetos de derechos y obligaciones las personas físicas y las personas morales previstas en el artículo 25 del Código Civil para el Distrito Federal.

jerarquía de leyes contemplada en el artículo 133 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, no puede una norma emitida por algún órgano de la administración pública federal prever situaciones jurídicas que contravengan o establezcan supuestos normativos distintos a los contemplados por las leyes emanadas del Congreso de la Unión. En este sentido, las Reglas y Disposiciones al ser inconstitucionales afectan la validez jurídica de los participantes y los actos que se realizan en dicho mercado.

No obstante lo anterior, para efectos de este trabajo, el análisis del contrato que nos ocupa se hará a la luz de tal normatividad.

5.3 Análisis del Contrato de Opción

A pesar de que los contratos de opción que se celebran en la bolsa mexicana de productos derivados son contratos que revisten características propias que solamente se justifican en el contexto de la mecánica operativa de este mercado, es importante señalar que dichos contratos se rigen por las disposiciones generales aplicables a los actos jurídicos bilaterales que se prevén en el Código Civil Federal. En efecto, en los contratos de opción se identifican los elementos de existencia y, en cierta medida, de validez de todo contrato, a pesar de que dichos elementos se modifiquen sustancialmente para ajustarse a la realidad económica en que regulan²⁹⁵.

²⁹⁵ Así por ejemplo, la integración del consentimiento en estos contratos de opción se ajusta a la mecánica operativa impuesta por los sistemas electrónicos de negociación que la Bolsa mantiene a disposición de los participantes. Por otro lado, el objeto de estos contratos se caracteriza por estar normalizado o estandarizado, esto es, las partes contratantes no convienen, por un lado, en los derechos y obligaciones que se generan por virtud del contrato, y por otro lado, la cantidad, calidad, y demás características del activo subyacente al que se encuentran referidos está normalizada y previamente determinada por la Bolsa a través de las condiciones generales de contratación.

Es preciso señalar, que para el correcto análisis del contrato de opción como un contrato que se celebra en un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa, es de fundamental importancia distinguir entre el contrato de opción como tal y las demás relaciones jurídicas que se entablan necesariamente como consecuencia de la celebración y ejecución de este contrato. En efecto, los derechos y obligaciones que se derivan directamente del contrato de opción son independientes y no deben confundirse con los derechos y obligaciones que se producen por virtud de las relaciones jurídicas que se establecen entre los Clientes, Socios Liquidadores, Operadores, la Bolsa y la Cámara de Compensación dentro del marco de la mecánica operativa de dicho mercado.²⁹⁶

Siguiendo el esquema tradicional para el estudio de todo contrato, a continuación se procederá al análisis de los sujetos que intervienen en este contrato, así como de los elementos de existencia y de validez que en lo conducente se presentan en los contratos de opción como productos derivados cotizados en bolsa, reiterando que, por razón de la estructura y la mecánica operativa de este tipo de mercados, los elementos de existencia y de validez típicos de todo acto jurídico bilateral se modifican como resultado del contexto económico de la realidad en que se presentan.

²⁹⁶ En este sentido me refiero, por ejemplo, a los derechos y obligaciones que surgen entre los Clientes y los Operadores o entre los Clientes y los Socios Liquidadores por Cuenta de Terceros por virtud de los contratos de intermediación que los Clientes deben celebrar con ellos, a fin de poder concertar contratos de opción en la bolsa de productos derivados en México; o bien, a los derechos y obligaciones que se producen entre los Clientes y los Socios Liquidadores, cuando los primeros adquieren la calidad de fideicomitentes en los fideicomisos Socios Liquidadores por Cuenta de Terceros con motivo de la celebración del convenio de adhesión a dichos fideicomisos. Lo anterior con independencia de las obligaciones y derechos que los Clientes, Socios Liquidadores y Operadores adquieren por virtud de la aceptación de los Reglamentos Interiores de la Bolsa y de la Cámara de Compensación, así como de sus Manuales Operativos como normas de autorregulación del mercado (véase el capítulo Tercero, numeral 3.3.1 de este trabajo).

5.3.1 Sujetos

Como en todo acto jurídico bilateral, dos son los sujetos que intervienen en el contrato de opción: el concedente o dador de la opción, es decir, quien otorga un derecho a favor de otro sujeto denominado optante o tomador de la opción, a fin de que éste último, mediante el ejercicio de tal derecho, decida (opte) la creación o no de una situación jurídica futura previamente establecida.²⁹⁷

En los contratos de opción que se celebran en el mercado mexicano de productos derivados cotizados en bolsa, también dos sujetos adoptan las posiciones de concedente de la opción y de optante en la operación, a pesar de que se requiera la intervención de otros participantes con motivo de la estructura y funcionamiento de estos mercados.²⁹⁸

Para adquirir la calidad de concedente y optante en un contrato de opción celebrado en la bolsa mexicana de productos derivados, por disposición de las Reglas, las personas físicas o morales (clientes) al estar imposibilitadas para acudir directamente al mercado y celebrar dichos contratos de opción, deberán contratar mediante la suscripción de un contrato de intermediación, la prestación de servicios de un Operador o de un Socio Liquidador por Cuenta de Terceros, según sea el caso.²⁹⁹

²⁹⁷ De acuerdo con la doctrina, la terminología utilizada para designar a estos dos sujetos es muy variada. Por ejemplo, se habla de concedente y concesionario o beneficiario; cedente y cesionario; opcionista y optionario, optario u optatario; concedente y optante, etc. En este sentido, véase a Talma Charles, Javier. El Contrato de Opción, nota 281, pág. 159.

²⁹⁸ Como se mencionó anteriormente, los Operadores, Socios Liquidadores, Cámara de Compensación y la Bolsa de productos derivados, son participantes cuya intervención resulta ser indispensable para la operación de estos contratos dentro del mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa (véase el numeral 3.4 de este trabajo). Sin embargo, es importante distinguir entre el contrato de opción como tal y las demás relaciones jurídicas que se entablan como consecuencia de la participación de estos sujetos en la concertación y ejecución de estos contratos.

²⁹⁹ De acuerdo con lo señalado en el numeral 3.4.3 de este trabajo, los Socios Liquidadores son "entidades", o mejor dicho fideicomisos, que tienen como finalidad principal liquidar y, en su caso, celebrar por cuenta de clientes contratos de futuros y opciones en la Bolsa. Debido a la estructura y funcionamiento de este mercado, los Socios Liquidadores son los únicos que pueden liquidar frente a la Cámara de Compensación todas las operaciones que se celebran en este mercado (es decir, los derechos y las obligaciones del cliente

Con base en estos contratos de intermediación, los Clientes confieren un poder al Intermediario, Socio Liquidador por cuenta de Terceros, o en su caso, al Operador, a fin de que éste celebre, confirme y asigne los contratos de opción que celebre por cuenta del cliente.³⁰⁰ Además, los clientes deberán celebrar un convenio de adhesión al fideicomiso Socio Liquidador a fin de poder cumplir con sus obligaciones de pago.

5.3.1.1 Cámara de Compensación

Como se mencionó en el numeral 5.4 anterior, dos son los sujetos que intervienen en la celebración de los contratos de opción que se negocian en los mercados de productos derivados cotizados en bolsa. No obstante lo anterior, debido a las características de la mecánica de operación de los contratos de opción en los mercados de productos derivados cotizados en bolsa, especial referencia merece hacerse a la participación de la Cámara de Compensación en dichos contratos, ya que no solamente resulta esencial y característico para el

que se deriven de la operación de contratos de opción los tendrán frente a la Cámara de Compensación a través del Socio Liquidador). Por ejemplo, estos participantes, los Socios Liquidadores, son los únicos que pueden recibir y entregar a los clientes el dinero y los valores que están obligados a entregar a la Cámara de Compensación en cumplimiento de las obligaciones que adquieran al celebrar contratos de opción en este mercado.

³⁰⁰ Dentro de los aspectos que se pactan en los contratos de intermediación se tienen, entre otros, los siguientes: (a) la celebración de los contratos de opción en estos mercados, se efectuarán siempre a nombre del cliente; (b) las operaciones se ejecutarán conforme a las órdenes de "compra" o "venta" que reciban de sus clientes a fin de que, posteriormente, el intermediario las ingrese al sistema electrónico de negociación de la Bolsa mediante una postura de "compra" o "venta". Para este efecto, en estos contratos se establecen los requisitos y la formalidades que ambas partes deben observar para el envío y recepción de órdenes; (c) las reglas a las que deberán sujetarse los Clientes para la provisión de fondos en efectivo y/o en valores que el Socio Liquidador, por sí o a su nombre, les exija a través del Operador en cumplimiento de sus obligaciones de pago derivadas de la celebración de las operaciones con contratos de opción (cabe aclarar que solamente el Socio Liquidador está autorizado para recibir aportaciones en dinero o valores); (d) el reconocimiento y aceptación por parte del cliente de que la Cámara de Compensación será su contraparte en el preciso momento en que, una vez que el Operador o en su caso el Socio Liquidador por Cuenta de Terceros haya ejecutado una instrucción por parte del cliente, la haya concertado conforme al Reglamento Interior de la Bolsa, y la haya aceptado la Cámara de Compensación; (e) la aceptación y sometimiento por parte del cliente a las normas de autorregulación contenidas en los Reglamentos Interiores de la Bolsa y de la Cámara de Compensación, así como en los Manuales Operativos de dichas entidades; (f) las obligaciones que en materia

funcionamiento eficiente de estos mercados, sino que, desde el punto de vista legal, la Cámara de Compensación funge como "contraparte legal" en cada una de las operaciones que se celebran en este mercado, es decir, adopta las posiciones de concedente y de optante. En efecto, por disposición de las Reglas, la Cámara de Compensación se interpone entre las partes contratantes en el momento en que la operación se "perfecciona" de conformidad con las reglas de funcionamiento establecidas en el Reglamento Interior de la Bolsa, produciéndose, de esta forma, consecuencias jurídicas derivadas exclusivamente de la estructura y funcionamiento de estos mercados organizados.³⁰¹

En este sentido, la Vigésima de las Reglas establece que la Cámara de Compensación deberá *"actuar como contraparte ante instituciones de crédito, casa de bolsa o clientes por las operaciones que por cuenta de tales personas les lleven los Socios Liquidadores"*. Dicha intervención se origina *"una vez que la Cámara de Compensación haya aceptado una operación celebrada en la Bolsa, se considerará que dicha Cámara actúa como contraparte, bajo los mismos términos y condiciones en que éstos hayan pactado la operación antes referida. En este caso, la Cámara de Compensación notificará a la Bolsa la aceptación de una operación"*.³⁰² Es decir, a partir del momento en que se produce la concurrencia de las declaraciones de voluntad de los participantes a través de las posturas de "compra y venta" que se introducen en el sistema electrónico de negociación de la Bolsa,³⁰³ éstas son enviadas a la Cámara de Compensación

de conducta operativa el Intermediario deberá observar frente al cliente en relación a la información que debe proporcionar a la Bolsa, Cliente, etc.

³⁰¹ Como se mencionó en el numeral 3.3 de este trabajo, uno de los elementos esenciales que permite la adecuada celebración de los contratos de opciones en los mercados de productos derivados colizados en bolsa es la existencia de una cámara de compensación, la cual, tiene como principal función de reducir o limitar el riesgo de incumplimiento de las operaciones entre los participantes a fin de dotar de mayor bursatilidad al mercado.

³⁰² Artículo 10071.00 del Reglamento Interior de la Bolsa.

³⁰³ SENTRA-DERIVADOS, es el Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación de la Bolsa (el "Sistema Electrónico de Negociación"), a través del cual, se permite a los participantes de este mercado, Socios Liquidadores y Operadores, celebrar operaciones de futuros y opciones. De acuerdo con el Reglamento Interior de la Bolsa, el acceso al Sistema Electrónico de Negociación se realiza mediante las claves de registro y las claves de acceso asignadas por la Bolsa a los Socios Liquidadores, Operadores y Operadores de Mesa, respectivamente. El uso de estas claves de acceso al Sistema Electrónico de

para su aceptación. En el momento en que la Cámara de Compensación acepta dichas operaciones, por ministerio de ley, se interpone, o mejor dicho, se subroga en los derechos y obligaciones derivados de la posición que las partes contratantes adoptaron inicialmente al momento en que la postura fue registrada en el Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa.³⁰⁴ Esto es, la Cámara de Compensación asume los derechos y obligaciones del concedente frente al oplante y viceversa.³⁰⁵

En este sentido, mediante una ficción legal, la relación jurídica se desdobra dando origen a dos relaciones jurídicas independientes (aunque con el mismo valor económico para las partes), quedando la Cámara de Compensación obligada a cumplir con las obligaciones derivadas del contrato de opción y siendo esta la única parte a la que se le podrá exigir el cumplimiento de dichas obligaciones. Asimismo, será la Cámara de Compensación la acreedora de las prestaciones que hayan de realizar los clientes o los socios Operadores y Socios Liquidadores.³⁰⁶

Cabe mencionar, que la función de la Cámara de Compensación como contraparte legal en cada una de las operaciones que los Operadores y Socios Liquidadores celebran en este mercado de productos derivados cotizados en bolsa, no es ajena a nuestro orden jurídico. Por virtud de las modificaciones a la Ley del Mercado de Valores dadas a conocer mediante el Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de

Negociación constituye para todos los efectos legales y operativos, la sustitución de la firma autógrafa y produce las mismas consecuencias que las leyes otorgan a los documentos privados.

³⁰⁴ Indudablemente, la contraposición de la Cámara de Compensación se deriva de lo ordenado por la norma jurídica. Sin embargo, los participantes de este mercado (Socios Liquidadores, Operadores, Clientes) desde el momento en que firman los contratos de intermediación manifiestan reconocer y aceptar que la Cámara de Compensación será su contraparte.

³⁰⁵ Es importante señalar que desde el punto de vista económico, la Cámara de Compensación no asumirá ningún riesgo, ya que hasta que no existan dos órdenes contrarias, es decir, una que compra y otra que vende, ésta no se subrogará en los derechos y obligaciones de las partes iniciales.

³⁰⁶ El artículo 301.00 del Reglamento Interior de la Cámara de Compensación establece "Los derechos y las obligaciones de los Clientes que deriven de las Operaciones que celebren a través de los Socios Liquidadores y Operadores en la Bolsa y que se registren en la Cámara de Compensación, los tendrá únicamente frente a dicha Cámara de Compensación a través del Socio Liquidador".

Valores y de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicado en el Diario Oficial de la Federación de fecha 1º de junio de 2001, se adicionó la figura de *contraparte central*.³⁰⁷

Según el artículo 86 de dicho ordenamiento legal, las *contrapartes centrales* tendrán por objeto reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones a cargo de los intermediarios del mercado de valores, derivada de la concertación de operaciones con valores, es decir, dichas *contrapartes centrales* se "*constituirán como acreedoras y deudoras recíprocas de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones con valores que hubieren sido previamente concertadas, asumiendo tal carácter frente a los intermediarios, quienes a su vez mantendrán el vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí*".³⁰⁸

Indudablemente, la adición del capítulo Séptimo a la Ley del Mercado de Valores no fundamenta la función de la Cámara de Compensación como contraparte legal en las operaciones que se celebran en el mercado de productos derivados cotizados en bolsa, debido a que la figura de *contraparte central* se creó de manera exclusiva para el mercado de valores, con características propias en cuanto a su estructura, funcionamiento y participación en la celebración de operaciones con valores cotizados en bolsa. En este sentido, a pesar de que la Cámara de Compensación realiza la misma función de contraparte central dentro del contexto del mercado organizado de productos derivados, no tiene la estructura legal que ordena la ley del mercado de valores.

³⁰⁷ De conformidad con el capítulo Séptimo de la Ley del Mercado de Valores, las *contrapartes centrales* son sociedades anónimas que para organizarse y operar como *contrapartes centrales* requieren de la concesión del Gobierno Federal. La constitución y organización de estas sociedades se sujetará a lo previsto en el mencionado capítulo Séptimo del referido ordenamiento legal. Al respecto, cabe señalar que por virtud de las referidas reformas a la Ley del Mercado de Valores, el Indeval, S.A. de C.V., Instituto para el Depósito de Valores se prevé que podrá fungir como contraparte central.

³⁰⁸ Artículo 87 de la Ley del Mercado de Valores.

5.3.2 Elementos de existencia

Tal como se señaló en el numeral 5.3 anterior, el consentimiento y el objeto son los elementos de existencia de los contratos de opción que se celebran en los mercados de futuros y opciones cotizados en bolsa, de ahí que a continuación se proceda al análisis de cada uno de ellos.

5.3.2.1 Consentimiento

De acuerdo con la teoría general de los contratos, el consentimiento se integra en el preciso momento en que concurre una oferta y su correspondiente aceptación. En el contrato de opción, el consentimiento se perfecciona cuando una de las partes, el concedente, ofrece un derecho de compra o de venta y otra persona, denominada optante, acepta dicho derecho.

A pesar de que en el mercado mexicano de futuros y opciones cotizados en bolsa, la celebración de los contratos de opción se realiza a través de los sistemas electrónicos que la Bolsa mantiene y proporciona a los sujetos participantes en dicho mercado, la integración del consentimiento en estos contratos se rige de acuerdo a las normas jurídicas aplicables a los contratos y de conformidad con las particularidades inherentes a la mecánica operativa de estos mercados.

En este tipo de mercados automatizados, la declaración de la voluntad de las partes para la celebración de un contrato de opción se produce mediante las posturas u ofertas de "compra" o de "venta" que los Socios Liquidadores y Operadores realizan a persona indeterminada al ingresar dichas posturas al Sistema de Negociación de la Bolsa durante los días y horarios de las sesiones de

negociación de la Bolsa.³⁰⁹ La operación se ejecuta automáticamente, cuando en el Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa se detecta o registra la concurrencia de dos posturas contrarias: por un lado, la oferta de contratación mediante la cual se concede un derecho de opción de compra o de venta (se "vende un contrato de opción de compra o de venta", según la terminología utilizada por los economistas), y por otro lado, la aceptación de dicha oferta de contratación ("se compra un contrato de opción de compra o de venta", según el argot de los economistas).³¹⁰

Una vez que ha quedado integrado el consentimiento de conformidad con las reglas aplicables a los sistemas de negociación, el Socio Liquidador o el Operador están obligados a asignar y confirmar las operaciones registradas en dicho sistema a fin de que la Bolsa envíe a la Cámara de Compensación la información relativa a cada una de las operaciones para su aceptación. Al momento en que la Cámara de Compensación acepte los términos de la operación, por ministerio de ley dicha Cámara de Compensación se interpone, o

³⁰⁹ Al respecto, es importante señalar que los Socios Liquidadores y Operadores deben mantener un sistema electrónico (Sistema Electrónico para la Recepción y Registro de Ordenes y Asignación de Operaciones) a través del cual se registren y tramiten las órdenes de sus clientes para realizar operaciones de compra y venta, de apertura y de cierre de contratos en el Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa. Además, de conformidad con el artículo 10020.00 del Reglamento Interior de la Bolsa, los Socios Liquidadores y Operadores "deberán registrar en forma inmediata a su recepción las instrucciones que reciban de sus Clientes en el SRA (Sistema Electrónico para la Recepción y Registro de Ordenes y Asignación de Operaciones) y transmitirse una a una al Sistema Electrónico de Negociación, incluyendo como mínimo los datos siguientes:

- I. Denominación del Miembro.
- II. Folio, fecha y hora de recepción de la instrucción del Cliente.
- III. Clase y Serie.
- IV. Si se trata de una Orden de compra o de venta.
- V. Si se trata de una Orden de apertura o de cierre.
- VI. Número de Contratos a negociar.
- VII. Número de Cuenta MexDer.
- VIII. Vigencia de la Orden.
- IX. En su caso, el precio o el rango de precios para su ejecución.
- X. En su caso, las Ordenes deberán contar con la denominación del Socio Liquidador que corresponda.
- XI. Tipo de Orden.
- XII. Si se trata de una Orden con condiciones especiales de ejecución, se deberán especificar dichas condiciones necesarias para su ejecución".

³¹⁰ A este respecto, es importante señalar que existe un libro electrónico de registro de posturas, en el se inscriben todas las órdenes de compra o venta que los socios liquidadores por cuenta propia y/o por cuenta de terceros, así como los Operadores introducen durante las sesiones de negociación.

mejor dicho, se subroga en los derechos y obligaciones derivados de la posición que cada una de las partes contratantes adoptó desde el momento en que la postura se ingresó en el Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa. Esto es, la Cámara de Compensación asumirá los derechos y obligaciones del concedente de la opción frente al optante y viceversa.

5.3.2.2 Objeto

El objeto del contrato de opción de compra o de venta es la constitución, en favor del optante, de un derecho que le permita elegir, bajo ciertas condiciones y durante un periodo de tiempo o fecha determinada, el establecimiento o no (ejercicio de la opción) de una determinada situación jurídica previamente pactada (compraventa).

Al respecto, cabe señalar que en los contratos de opción que se celebran en la bolsa de productos derivados también pueden tener como objeto, el derecho de exigir al entrega de dinero cuando se pacta la liquidación del contrato por diferencias.

Así pues, en los contratos de opción de compra, el objeto consiste en otorgar o constituir en favor del optante, un derecho subjetivo potestativo a fin de que éste último se encuentre facultado para: (a) elegir u optar (ejercicio de la opción) entre comprar o no comprar el activo subyacente al que se refiera el contrato, durante cierto periodo de tiempo o a la llegada de la fecha preestablecida (fecha de vencimiento); o (b) recibir cierta cantidad de dinero equivalente a la diferencia entre el valor del índice de referencia (activo subyacente) en la fecha de ejercicio (o vencimiento de la opción) y el valor del índice pactado al momento de la celebración del contrato (solamente para el caso en que se haya pactado en el

contrato de opción la liquidación por diferencias y el valor real del índice sea superior al prefijado).

Por otro lado, en un contrato de opción de venta, el optante constituye en favor del optante, el derecho de: (a) elegir entre vender o no vender cierto activo subyacente al momento en que se ejerza la opción; o (b) recibir una cantidad de dinero equivalente a la diferencia que exista entre el valor del índice de referencia a la fecha de celebración del contrato de opción y el valor del índice al momento del vencimiento del contrato (siempre que el valor real del índice sea menor al prefijado)

Es importante señalar, que como consecuencia de la celebración de esta operación en los mercados de derivados cotizados en bolsa, se produce un derecho subjetivo de los que la doctrina moderna clasifica como "potestativos". Dicho derecho confiere a su titular un poder para producir por la sola y exclusiva voluntad un determinado efecto jurídico, siendo en este caso, la creación automática de una relación jurídica de compra o de venta de un activo subyacente; o bien, para recibir una cantidad de dinero derivada de la variación positiva del índice de referencia y del precio de ejercicio.

Por otro lado, en relación al objeto indirecto del contrato de opción, véase el numeral 5.3.4 siguiente.

5.3.3 Requisitos de Validez

Por cuanto se refiere a los elementos de validez de los contratos de opción que se celebran en los mercados de productos derivados cotizados en bolsa, cabe señalar lo siguiente:

a) Ausencia de vicios en el consentimiento: creemos que en el contrato de opción, sería difícil que las partes argumentaran el desconocimiento del funcionamiento del mercado, así como los objetivos que se pretenden alcanzar con dichos contratos, ya que las personas que participan en estos mercados, generalmente son expertos en la materia, quienes manifiestan, en los propios contratos de intermediación que celebran con los Operadores o con los Socios Liquidadores por Cuenta de Terceros, conocer los riesgos que implica participar en estos mercados.

b) Licitud en el objeto: debido a que los derechos y las obligaciones de estos contratos no son pactados por las partes, es decir, se trata de contratos estandarizados, los cuales han sido previamente aprobados por los órganos autorreguladores del mercado (Mexder), no es posible que el objeto de los contratos llegase a ser ilícito, y por ende, originara su invalidez.

c) Capacidad: Las personas físicas que pretendan celebrar estos contratos mediante la contratación de los servicios de los Socios Liquidadores por Cuenta de Terceros u Operadores, deberán tener la edad de 18 años. En el caso de las personas morales, creemos que en sus estatutos sociales deben prever la posibilidad, por lo menos, de celebrar operaciones de especulación en los mercados financieros.

d) Forma: el contrato de opción se celebra mediante los sistemas electrónicos de negociación que la Bolsa pone a disposición de los Socios Liquidadores y Operadores, quienes deben ingresar las posturas de concedente y optante a efecto de que el propio sistema registre las posiciones en contrario y se perfeccione el contrato.

5.3.4 Efectos

Tal como se señaló en el numeral 5.3 anterior, debido a que la celebración de los contratos de opción en los mercados de futuros y opciones implica entablar diversas relaciones jurídicas entre los participantes como consecuencia natural de la estructura y funcionamiento de estos mercados organizados, en este apartado, solamente se hará alusión a los derechos y obligaciones del concedente de la opción y del optante, es decir, solo se hará referencia a aquellos derechos y obligaciones que se entablan directamente entre las partes del contrato de opción, dejando a un lado las consecuencias derivadas de las relaciones jurídicas que por mandato de la reglas y disposiciones aplicables a estos mercados se producen entre los Clientes, Socios Liquidadores, Operadores, la Bolsa y la Cámara de Compensación, toda vez que su estudio y análisis se saldría del alcance del presente trabajo.

5.3.4.1 Concedente de la Opción

El principal derecho que se crea en favor del concedente de la opción por virtud de la celebración de este contrato en el mercado de productos derivados cotizados en bolsa, es el de recibir del optante el pago de la prima al inicio del contrato.

Por otro lado, la principal obligación que se genera a cargo del concedente de la opción es mantener una oferta irrevocable a favor del optante de que vende o compra una determinada cantidad de un activo subyacente en una fecha y por un precio previamente establecido, si en un tiempo futuro el optante decide ejercer la opción, siempre que no se haya pactado la liquidación del contrato por diferencias. Es decir, el contenido de la obligación del concedente de la opción es correlativo al contenido del derecho de opción,

Además, como consecuencia de las características de los mercados de productos derivados cotizados en bolsa, el concedente de la opción está obligado a constituir las garantías de conformidad con los términos y condiciones previstas en las condiciones generales de contratación de cada uno de los contratos de opción que en específico se encuentren negociando.

5.3.4.2 Optante

El principal derecho que surge en favor del optante consiste en la facultad meramente potestativa para comprar o vender un activo subyacente a un precio previamente fijado por las partes. Es decir, en el caso de los contratos de opción de compra, al optante se le concede la facultad de elegir entre comprar o no en el plazo establecido, el bien subyacente al precio previamente determinado. Si se trata de un contrato de opción de venta, el optante podrá ejercer el derecho de venta o no, bajo las características pactadas.

Sin embargo, y según lo comentamos anteriormente, en el caso de que se pacte la liquidación del contrato por diferencias, el optante tendrá el derecho de exigir el pago de cierta cantidad de dinero equivalente a la diferencia que exista en el índice real (al tiempo del vencimiento de la opción) y el índice fijado al momento de la celebración del contrato.

Por otro lado, la principal obligación a cargo del optante es el pago de la prima, la cual consiste en pagar cierta cantidad de dinero a favor del concedente de la opción.³¹¹

³¹¹ Debe señalarse que este es el único aspecto del contrato de opción que se negocia entre las partes, ya que, como reiteradamente se ha señalado, el contenido de estos contratos está estandarizado.

Asimismo, es de señalarse que en los contratos de opción que se celebran en los mercados de productos derivados cotizados en bolsa, el optante no tiene la obligación de constituir ninguna garantía en favor del concedente de la opción, (como si la tiene el concedente de la opción). Lo anterior se deriva, en razón de que el optante no asume ninguna otra obligación económica, cuyo incumplimiento pudiera ocasionar un perjuicio para el concedente de la opción y que debiera garantizarse. Es decir, debido a que la única obligación pecuniaria a cargo del optante se satisface al inicio de la operación (pago de la prima), en realidad no existe ninguna otra obligación cuyo cumplimiento debiera ser garantizado por el optante.

El principal derecho que surge a favor del optante consiste en la facultad meramente potestativa para comprar o vender un activo subyacente a un precio previamente fijado por las partes. Es decir, en el caso de los contratos de opción de compra, al optante se le concede la facultad de elegir entre comprar o no en el plazo establecido, el bien subyacente al precio previamente determinado. Por otro lado, si se trata de un contrato de opción de venta, el optante podrá ejercer el derecho de venta o no, bajo las características pactadas.

5.3.5 Clasificación

El contrato de opción que se celebra en el mercado de productos derivados cotizados en bolsa, es:

a) bilateral, porque genera derechos y obligaciones tanto para el concedente (comprar o vender cierto activo subyacente, o pagar cierta cantidad de dinero, solo en el caso de que se haya pactado el pago por diferencias), como para el optante (pago de la prima);

b) oneroso, porque se generan derechos y gravámenes para ambas partes;

c) consensual, ya que la ley no exige una forma determinada para la celebración de este contrato, salvo por los requisitos que se establecen en las Reglas y en las normas de autorregulación que deben observarse para poder participar en este mercado;

d) innominado, debido a que las normas que regulan a este mercado solamente conceptúan y le dan nombre a este contrato, sin que existe una reglamentación específica en cuanto a sus elementos, consecuencias y causas de terminación del contrato;

e) principal, ya que su existencia no está subordinada a la existencia de otro contrato;

f) de prestaciones diferidas, ya que el ejercicio de la opción implica necesariamente el transcurso del periodo de tiempo previamente pactado;

g) consensual, en oposición a real, en virtud de que el perfeccionamiento del contrato no se sujeta a la entrega de la cosa, sino que se perfecciona con el mero consentimiento manifestado por las partes (introducción de la postura de compra o venta al sistema de negociación de Mexder);

h) definitivo, ya que se crean los derechos y obligaciones propios de este contrato desde el momento mismo de su celebración.

i) aleatorio, en virtud de que en el momento de la celebración del contrato, las partes no saben quien recibirá los provechos y quien sufrirá los gravámenes; es decir, el concedente de la opción, no tiene la certeza de que el optante ejercerá la opción y por ende, deba pagar al optante la contraprestación convenida (compra

o venta de cierto activo subyacente, o el pago de cierta cantidad de dinero si se pacto el pago por diferencias).

5.3.6 Características Específicas

Además de los elementos de existencia y de validez que se identifican en el contrato de opción, deben de tomarse en consideración las características generales que impone la normatividad aplicable a estos contratos para calificarlos como productos derivados que se negocian en un mercado organizado.

Las características específicas del contrato de opción que se celebra en Mexder, son las siguientes:

a) Es un contrato mercantil, ya que son comerciantes los sujetos que necesariamente intervienen en su celebración (Cámara de Compensación, Socios Liquidadores, Operadores). Además, generalmente, las partes contratantes persiguen un fin especulativo al celebrar estos contratos.

b) Se trata de un contrato que se negocia exclusivamente en el mercado mexicano de productos derivados cotizados en bolsa, donde solamente pueden participar, directamente, los Socios Liquidadores, Operadores y los Clientes (a través de éstos), y en el que existe una Cámara de Compensación que funge como contraparte legal de cada uno de los participantes y quien a su vez, se encarga de casar las posturas de compra y venta introducidas en los sistemas de negociación de la Bolsa.

c) Es un contrato "normalizado" o "estandarizado", en el que los derechos y las obligaciones del concedente de la opción y del optante (fecha de entrega del activo subyacente, modo y época de pago, etc.), así como las características del

activo subyacente en cuanto a su cantidad, calidad, etc. (acciones, índices) son iguales, característica que permite movimiento al mercado a través de la posibilidad de que se celebren muchos contratos no sólo simultáneamente entre las mismas partes contratantes, sino entre los participantes que concurren al mercado.

5.4 Propuesta

Derivado del análisis efectuado en torno al contrato de opción el cual se negociará en la Bolsa Mexicana de Productos Derivados, considero necesario modificar el marco legal que regula el establecimiento y funcionamiento del mercado de productos derivados cotizados en Bolsa en México, a fin de que se emita un ordenamiento jurídico que sea congruente con las demás leyes que rigen al sistema financiero mexicano. En este sentido, propongo que el Congreso de la Unión apruebe una Ley del Mercado de Productos Derivados Cotizados en Bolsa, la cual deberá contemplar los siguientes aspectos:

- a) La estructura jurídica de cada uno de los participantes de este mercado, ya sea como sociedades de naturaleza mercantil, o como cualquier otro sujeto de derecho reconocido conforme al orden jurídico mexicano.
- b) El reconocimiento de la personalidad jurídica de los Socios Liquidadores y de la Cámara de Compensación.
- c) Los derechos y obligaciones mínimos e irrenunciables de cada uno de los participantes de este mercado.
- d) La facultad de constituirse como contraparte legal a cargo de la Cámara de Compensación.

- e) El reconocimiento expreso de la facultad de autorregulación a cargo de las entidades rectoras de este mercado.
- f) Las condiciones generales de contratación de los contratos de opción.
- g) El arbitraje privado como medio de solución de controversias entre los participantes de este mercado.
- h) Las facultades de vigilancia, supervisión y sanción de cada una de las autoridades rectoras de este mercado: Banco de México, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CONCLUSIONES

PRIMERA.- La existencia y negociación de productos derivados en las bolsas del exterior, así como en Mexder, denotan el grado de desarrollo y prosperidad de sus sistemas financieros, pero dicha realidad económica en la mayoría de las veces, supera las instituciones jurídicas existentes, originándose, de esta forma, una reglamentación legal deficiente.

Es evidente la discrepancia que existe entre los economistas y los juristas para avocarse al análisis de un mismo fenómeno social, como es el caso del mercado de productos derivados cotizados en bolsa. Por un lado, los economistas al referirse a los productos derivados, y en particular, a las opciones, se refieren a cosas u objetos materia de negociación; se habla de "comprar" o "vender" opciones, cuando, desde el punto de vista estrictamente legal, dichos productos derivados no son objetos, sino que se identifican como verdaderos contratos cuya celebración está condicionada por las características propias de estos mercados organizados.

SEGUNDA.- La bolsa de productos derivados dentro del sistema financiero mexicano, es una persona moral que goza de la autorización de la SHCP para prestar servicios complementarios, auxiliares y de apoyo a las entidades financieras que participan en el subsistema de cobertura de riesgos. Si bien, jurídicamente, Mexder es una sociedad de apoyo que forma parte del subsistema de cobertura de riesgos, desde el punto de vista económico se identifica como un mercado organizado, es decir, como aquel lugar en el que de manera virtual concurren vendedores y compradores para negociar productos para la protección de los riesgos que se presentan en los distintos mercados financieros.

TERCERA.- La opción a negociarse en Mexder es, desde el punto de vista económico, un producto derivado cuyo valor se determina en función de un activo subyacente, el cual consiste en que una de las partes denominada concedente de la opción, a cambio de una contraprestación a la que se le denomina prima, otorga a la otra, llamada optante, la facultad de elegir en un momento dado o durante un tiempo determinado, la compra o venta de cierto activo financiero previamente designado, o bien de exigir el pago de cierta cantidad de dinero cuando se haya establecido el pago por diferencias.

CUARTA.- La naturaleza jurídica de la llamada "opción", que se negociará en la bolsa mexicana de productos derivados (Mexder), es la de ser un verdadero contrato, en virtud de que dicha figura reúne los elementos de existencia de todo contrato, los cuales se adaptan al contexto económico en el que se celebran. Así, pues, el consentimiento se presenta mediante las ofertas de "compra" o de "venta" que los Socios Liquidadores y Operadores realizan a persona indeterminada al ingresar dichas posturas al Sistema de Negociación de la Bolsa, ejecutándose automáticamente, cuando dicho sistema registra la concurrencia de la oferta de contratación y la aceptación de dicha oferta de contratación. Por cuanto se refiere al objeto, se constituye a favor del optante, un derecho de compra o venta sobre cierto activo subyacente, mismo que puede ejercerse durante un tiempo determinado.

QUINTA.- Difícilmente pueden presentarse vicios del consentimiento en la celebración de contratos de opción, ya que las partes manifiestan en los contratos de intermediación que celebran con los Socios Liquidadores y Operadores, conocer el funcionamiento y los riesgos que implica celebrar este tipo de contratos en Mexder. Por cuanto se refiere a la forma del contrato de opción, éste se celebra mediante los sistemas electrónicos de negociación que la Bolsa pone a disposición de los Socios Liquidadores y Operadores, quienes deben ingresar las posturas de concedente y optante a efecto de que el propio sistema registre las posiciones en contrario y se perfeccione el contrato. Además, debido a que los

derechos y las obligaciones de estos contratos no son pactados por las partes, es decir, se trata de contratos estandarizados, los cuales han sido previamente aprobados por los órganos autorreguladores del mercado (Mexder), no es posible que el objeto de los contratos llegase a ser ilícito, y por ende, originara su invalidez. Finalmente, la capacidad como elemento de validez de este contrato no presenta ninguna característica particular en este mercado, por lo que, las personas físicas mayores de edad y las personas morales en cuyo objeto social se prevea la celebración de operaciones de riesgo, podrán válidamente celebrar estos contratos.

SEXTA.- El contrato de opción que se celebrará en Mexder, es bilateral, oneroso, consensual, innominado, principal, consensual en oposición a real, definitivo y aleatorio.

SÉPTIMA.- Es de fundamental importancia distinguir entre el contrato de opción como tal y las demás relaciones jurídicas que se entablan necesariamente como consecuencia de la celebración y ejecución de este contrato. En efecto, los derechos y obligaciones que se derivan directamente del contrato de opción son independientes y no deben confundirse con los derechos y obligaciones que se producen por virtud de las relaciones jurídicas que se establecen entre los Clientes, Socios Liquidadores, Operadores, la Bolsa y la Cámara de Compensación dentro del marco de la mecánica operativa de dicho mercado

OCTAVA.- Debido a la mecánica operativa y a los objetivos económicos que se pretenden alcanzar con este mercado, los contratos de opción se caracterizan por su estandarización, es decir, los derechos y obligaciones del concedente de la opción y del optante, así como las características del activo subyacente, en cuanto a su cantidad, calidad, etc., son iguales. Dicha característica, permite dar movimiento al mercado a través de la posibilidad de que simultáneamente se celebren muchos contratos entre las mismas partes contratantes, y en general entre los sujetos que concurren al mercado.

NOVENA.- Otra característica de los contratos de opción que se celebran en bolsa, la cual se considera más de índole económica que jurídica, es la participación de la Cámara de Compensación. Si bien la participación de la Cámara de Compensación es indispensable para el eficiente funcionamiento de estos mercados, desde el punto de vista legal, resulta innovadora, ya que ésta funge como "contraparte legal" en cada una de las operaciones que se celebran en este mercado. Es decir, por ministerio de ley, la Cámara de Compensación adopta las posiciones de concedente y de optante, frente a cada participante, produciéndose de esta forma una ficción legal que implica el desdoblamiento de la relación jurídica inicial, dando lugar a dos relaciones jurídicas independientes (aunque con el mismo valor económico para las partes), quedando la Cámara de Compensación obligada a cumplir con las obligaciones derivadas del contrato de opción y siendo ésta la única parte a la que se le podrá exigir el cumplimiento de dichas obligaciones.

DÉCIMA.- Deviene necesario modificar el marco jurídico que sustenta la existencia del mercado de productos derivados cotizados en bolsa. Si bien es cierto que se intenta justificar el hecho de que este mercado se sustente en reglas y disposiciones de carácter administrativo, en aras de contar con un mecanismo flexible que permita adaptar continuamente la normatividad aplicable a esta etapa de experimentación y desarrollo de este mercado, también lo es, que desde un punto de vista estrictamente jurídico, dicho mercado no tiene fundamento legal. En efecto, debido a que las normas que rigen a este mercado (Reglas y Disposiciones) no derivan de un acto formal y materialmente legislativo, sino que, su existencia proviene de un acto formalmente administrativo, el establecimiento de supuestos jurídicos que van más allá de los supuestos normativos contenidos en las propias leyes financieras de nuestro país implica una transgresión a nuestro sistema jurídico, ya que otros mercados, como el de valores, sí está regulado por una ley, formal y materialmente hablando. En este sentido, no es ajena la

posibilidad de que en algún momento se revise la constitucionalidad de esta normatividad.

BIBLIOGRAFÍA

ACADEMIA MEXICANA DE DERECHO BURSÁTIL Y DE LOS MERCADOS FINANCIEROS, A.C. Instrumentos Financieros del Mercado de Dinero. Tercera edición, México, 1995.

ACOSTA ROMERO, Miguel. Nuevo Derecho Bancario. Panorama del sistema financiero mexicano. Octava edición, Ed. Porrúa, México, 2000.

ADELL RAMÓN, Ramón y ROMEO GARCÍA, Remedios. Opciones y Futuros Financieros. Ed. Pirámide, Madrid, 1996.

BEJARANO SÁNCHEZ, Manuel. Obligaciones Civiles. Quinta edición, Ed. Oxford University Press, México, 1999.

BODIE, Zvi y MERTON C., Robert. Finanzas, traducción de Luz María Hernández Hernández, del libro en inglés Finance, Preliminary Edition, Ed. Prentice Hall, México, 1998.

BOLSA MEXICANA DE VALORES. Qué son y cómo operan los Títulos Opcionales en México. Ed. Limusa, México, 1995.

BONNECASE, Julien. Tratado Elemental de Derecho Civil. Traducción y compilación de Enrique Figueroa Alfonso, Ed. Pedagógica Iberoamericana, México, 1995.

BORJA M., Francisco. El Nuevo Sistema Financiero Mexicano. Primera reimpresión, Ed. Fondo de Cultura Económica, México, 1992.

- CABELLO, Alejandra. Globalización y Liberación Financiera y la Bolsa Mexicana de Valores, del auge a la crisis. Plaza y Valdés editores, México, 1999.
- CÁRDENAS GRACIA, Jaime F. Una Constitución para la Democracia, propuestas para un nuevo orden constitucional. Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM, México, 1996.
- CARO RAZU, Efraín, *et al.* El Mercado de Valores en México. Estructura y Funcionamiento. Ed. Planeta Mexicana, México, 1995.
- CORTINA, ORTEGA, Gonzalo. Prontuario Bursátil y Financiero. Ed. Trillas, México, 1995.
- COSTA RAN, Luis y FONT VILALTA, Montserrat. Commodities, mercados financieros sobre materias primas. Ed. Esic, Madrid, 1993.
- DÁVALOS MEJÍA, Carlos. Títulos y Contratos de Crédito, Quiebras. Tomo I, Segunda edición, Ed. Harla, México, 1992.
- DE LA FUENTE RODRIGUEZ, Jesús. Tratado de Derecho Bancario y Bursátil. Seguros, fianzas, organizaciones y actividades auxiliares del crédito, grupos financieros. Tercera edición, Ed. Porrúa, México, 2000.
- DÍAZ, Carmen. Futuros y Opciones Sobre Futuros Financieros, Teoría y Práctica. Ed. Prentice Hall Hispanoamericana, México, 1998.
- DÍAZ TINOCO, Jaime y HERNÁNDEZ TRILLO, Fausto. Futuros y Opciones Financieras, una Introducción. Segunda edición, Ed. Limusa, México 1998.

DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS, Juan. Ingeniería Financiera, la gestión en los mercados financieros. Segunda edición, Ed. McGraw-Hill, México, 1994.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ; Jorge Alfredo. Derecho Civil, Parte General, personas, cosas, negocio jurídico e invalidez. Octava edición, Ed. Porrúa, México, 2000.

FABOZZI, Frank, J., *et al.* Mercados e Instituciones Financieras. Traducido del Inglés de la obra: *Foundations of Financial Markets and Institutions*, por Margarita Gómez Escudero. Ed. Prentice Hall, México, 1996.

FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, Ana Isabel. Introducción a las Finanzas. Ed. Civitas, Madrid, 1994.

FISCHER, Stanley, *et al.* Economía, traducido por Luis Toharia y Esther Rabasco de la obra en inglés *Economics*. Segunda edición, Ed. Mc Graw-Hill, México, 1990.

GARCÍA DE LA RASILLA, Álvaro. La bolsa, nueva industria de valores, en el Libro Curso de Bolsa y mercados financieros. Instituto de Analistas Financieros, obra dirigida por José L. Sánchez Fernández de Valderrama, España, 1996.

GARZA BERLANGA, Rafael. Autorregulación de la intermediación financiera, análisis de casos de prácticas irregulares y mecanismos de control. Ed. IMEF, México, 1991.

GONZÁLEZ-ARÉCHIGA, Bernardo. "El Mercado de Productos Derivados en México". En Derivados Financieros, Teoría y Práctica, Ed. Operadora de Bolsa Serfin, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Grupo Financiero Serfin, México, (sin fecha de edición).

GUTIÉRREZ Y GONZÁLEZ, Ernesto. Derecho de las Obligaciones. Décima tercera edición, Ed. Porrúa, México, 2001.

HEGEWICH DIAZ, Infante. Derecho Financiero Mexicano, Instituciones del Sistema Financiero Mexicano. Porrúa, México, 1997.

HEYMAN, Timothy. Inversión en la Globalización, análisis y administración de las nuevas inversiones mexicanas. Ed. Milenio, ITAM, IMEF, BMV, México, 1998.

_____. Inversión contra Inflación, análisis y administración de inversiones en México. Tercera edición, Ed. Milenio, ITAM, IMEF, BMV, México, 1995.

JORION, Phillipe. Value at Risk: New benchmark for controlling Market Risk. Irwin Professional Publishing, Chicago, 1998.

LÓPEZ PASCUAL, Joaquín y GONZÁLEZ ALTINA, Sebastián. Gestión Bancaria, los nuevos retos en un entorno global. Ed. McGraw-Hill, España, 1999.

MANSELL CARSTENS, Catherine. Las Nuevas Finanzas en México. Sexta impresión, Milenio, IMEF e ITAM, México, 1996.

MARTÍN MARÍN, José Luis y RUIZ MARTÍNEZ, Ramón Jesús. El Inversor y los Mercados Financieros. Segunda Edición, Ed. Ariel, Barcelona, 1994.

OSSORIO Y GALLARDO, Ángel. El Contrato de Opción. Segunda edición, Unión Tipográfica Editorial Hispano-Americana, Madrid, 1935.

PHYLLIS, Deane y KUPER, Jessica. Vocabulario Básico de Economía, traducción castellana de Jordi Pascual del libro *A Lexicon of Economics*, Ed. Crítica, Barcelona, 1992.

RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Introducción al análisis de productos financieros derivados, futuros-opciones-forwards-swaps. Ed. Limusa, México, 1997.

ROJINA VILLEGAS, Rafael. Derecho Civil Mexicano. Tomo Quinto, novena edición, Ed. Porrúa, México, 1999.

_____. Derecho Civil Mexicano. Introducción y Personas. Tomo Primero, volumen I, Décima edición, Ed. Porrúa, México, 2001.

_____. Derecho Civil Mexicano. Contratos. Tomo Sexto, Volumen I, octava edición, Ed. Porrúa, México, 1998.

ROSS, Stephan A., *et. al.* Fundamentos de Finanzas Corporativas, traducción de Julio Caro Pondo, de la obra en inglés *Fundamentals of Corporate Finance*, Segunda edición, Ed. IRWIN, Madrid, 1995.

SAMUELSON, Paul A. y NORDHAUS, William D. Economía. Traducción de Esther Rabasco y Luis Toharía, Décimo quinta edición, Ed. Mc. Graw-Hill, España, 1996.

SÁNCHEZ MEDAL, Ramón. De los Contratos Civiles. Décima octava edición, Ed. Porrúa, 2001.

SOLÍS, Leopoldo. Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI. Siglo veintiuno editores, México, 1999.

TALMA CHARLES, Javier. El contrato de Opción, Ed. José María Bosch Editor, F.L., España, 1996.

TORRES LANA, José Angel. Contrato y Derecho de Opción. Ed. Trivium, Madrid, 1982.

VEGA RODRÍGUEZ, Francisco Javier, *et.al.* El Mercado Mexicano de Dinero, Capitales y Productos Derivados: sus instrumentos y sus usos. Ed. Eon, GAF/grupo Asesores Financieros y Thomson Financial Services, México, 1998.

ZAMORA Y VALENCIA, Miguel Angel. Contratos Civiles. Octava edición, Ed. Porrúa, México, 2000.

DICCIONARIOS

A Dictionary of Finance. Oxford University Press, Great Britain, 1993.

BARANDARIAN, Rafael. Diccionario de Términos Financieros. Cuarta edición, Ed. Trillas, México, 1995.

DICCIONARIO ENCICLOPÉDICO PLANETA. Ed. Planeta, Barcelona, 1980.

DICCIONARIO HISPÁNICO UNIVERSAL. Tercera Edición, W.M. Jackson, Inc. Editores, México 1958.

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. Glosario de Términos Bursátiles (inglés-españoles), México, 1987.

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES JURÍDICAS. Nuevo Diccionario Jurídico Mexicano, Tomo I-O, UNAM y Ed. Porrúa, México, 2001.

TAMAMES, Ramón y GALLEGO, Santiago. Diccionario de Economía y Finanzas. Sexta edición, Ed. Alianza, España, 1993.

THE MCGRAW-HILL Dictionary of Modern Economics, a Handbook of Terms and Organization. Ed. McGraw-Hill, USA, 1965.

ZORRILLA ARENA, Santiago y SILVESTRE MENDEZ, José. Diccionario de Economía. Segunda edición, Ed. Limusa, México, 1995.

HEMEROGRAFÍA

Boletín de Transacciones Diarias del Mercado Mexicano de Productos Derivados de 15 de diciembre de 1998.

El Financiero, "Ascendió a 110 mil 985 mdp la compra y venta de contratos a futuro en MexDer desde enero de 1998 (sic) hasta marzo pasado". Sección Análisis Económico, página 3-A, 2 de mayo de 2000.

FERNÁNDEZ GARCÍA, Eduardo. "Retos del Mercado de Valores". *Memoria de la Convención del Mercado de Valores*, Bolsa Mexicana de Valores, noviembre de 1997.

Folleto informativo de Mexder y Asigna. Estructura y Funcionamiento del Mercado Mexicano de Derivados, de la A a la Z, México, 1999.

LABORÍN GÓMEZ, Mario. "Mercado Mexicano de Derivados: balance y perspectivas" en la *Memoria de la X Convención del Mercado de Valores*, octubre de 1999.

NÚÑEZ, Guillermo. "Automatización, globalización y autorregulación del Mercado Mexicano de Valores". Revista *El Mercado de Valores*, Nacional Financiera, S.N.C., número 24, 15 de diciembre de 1990.

SHIFFMAN KATZ, Rubén. "Bolsas de Futuros y Opciones: el caso de México". *Revista de Banca y Mercados Financieros, Comisión Nacional Bancaria y de Valores*, 2º semestre, 1998.

LEYES

Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos

Ley del Impuesto sobre la Renta

Código Civil para el Distrito Federal

Código de Comercio

Ley General de Sociedades Mercantiles

Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito

Ley del Mercado de Valores

Ley de Instituciones de Crédito

Ley para regular las Agrupaciones Financieras

NORMATIVIDAD SECUNDARIA

Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa, publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 31 de diciembre de 1996 (SHCP)

Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa, publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 26 de mayo de 1997 (SHCP)

Circular 2019/95 (Banxico)

Circulares en materia de valores (CNBV)

OTRAS FUENTES

Página de internet: www.mexder.com.mx