
EL MERCADO DE VALORES MEXICANO COMO ENTORNO EMPRESARIAL¹

*Miguel Ángel Gómez Fonseca*²

Resumen

El mercado de valores puede ser visto como un mecanismo capaz de crear liquidez y precios de equilibrio a partir de la libre operación de las fuerzas de oferta y demanda. Desde una perspectiva institucionalista también puede ser visto como el encuentro organizado de oferta y demanda condicionado por estructuras sociales que determinan el comportamiento de aborradores e inversionistas. Pero en este trabajo se le investiga por su capacidad proactiva de transformar el contexto empresarial. Se analiza su influencia en la promoción de un gobierno corporativo de las empresas, la delimitación clara de los ámbitos de propiedad del capital y el capital en funciones, la flexibilización de la estructura de propiedad y el surgimiento de un gremio multidisciplinario de profesionales encargados de reinstitucionalizar las prácticas empresariales. Esta capacidad de agencia del mercado de valores permite identificar el cumplimiento de funciones allende el mero intercambio de títulos. Por último se analizan tres casos recientes de experiencias empresariales y tres personajes claves (Gastón Azcárraga, Alberto Garza Santos y Pedro Aspe Armella) para identificar el papel del mercado de valores en las estrategias empresariales contemporáneas en economías de países emergentes como México.

¹ Este trabajo constituye una derivación de la investigación realizada en 2005-2006 dentro del proyecto: Instituciones y Desarrollo patrocinada por el Centro para la Migración y el Desarrollo de la Universidad de Princeton. Al margen del planteamiento central de dicho proyecto, aquí se retoman algunas reflexiones a partir del análisis de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y al mercado de valores como entorno institucional formador de prácticas empresariales.

² Profesor asociado investigador de tiempo completo en el Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Iztapalapa.

Introducción

Generalmente se percibe al mercado de valores como un lugar de encuentro entre oferta y demanda de bonos y acciones dando como resultado la realización de una serie de intercambios óptimos a condición de que los actores actúen racionalmente (utilitaria y maximizadamente) y respeten las normas establecidas para que las leyes universales de oferta y demanda se expresen libremente sin obstáculo alguno.

Este enfoque convencional ampliamente difundido puede ser cuestionado mediante la perspectiva del *embededness* que considera que los fenómenos económicos están sustentados en estructura y prácticas sociales que los moldean: los factores sociales y culturales dejan de ser exógenos y forman parte constitutiva de la realidad económica.³

De esta manera se supera el economicismo y el individualismo metodológico, al tiempo que la conducta de los actores deja de ser un supuesto y se convierte en una variable con capacidad explicativa en aspectos como la poca profundidad del mercado mexicano de valores, la baja bursatilidad de muchas de las acciones, la preeminencia del mercado de dinero sobre el de capitales, la resistencia de las empresas a hacerse públicas para poder emitir títulos, etc.

Desde esta perspectiva, resaltan los efectos en la escasa bancarización y el impacto psicológico del crack bursátil del 1987 en una pobre cultura bursátil. Asimismo, la tímida participación de emisores puede ser interpretada como resultado de estructuras empresariales fuertemente sustentadas por la estructura familiar y de un sistema fiscal engorroso y ambiguo que propicia la evasión y la simulación fiscal, etc. Estructuras y prácticas sociales emergen como elementos explicativos de algunos aspectos del funcionamiento del mercado de valores. Al considerar elementos de la acción social como hábitos, rutinas, valores y significados culturales, la racionalidad económica se analiza en forma más compleja, lo que permite un mejor entendimiento del proceso económico en un contexto histórico determinado.

³ Sobre el término *embededness* cabe referirse a autores como Polanyi (1992) y Granovetter (1985). Sobre las diversas acepciones en español ver Gómez (2004). Aquí empleamos esta noción para hacer referencia al soporte social de la acción económica en sustitución con el supuesto de una racionalidad universal.

Pero se puede construir una perspectiva más amplia: el mercado de valores como una institución proactiva que así como resulta afectada por diversas estructuras y estrategias, se convierte en un entorno que moldea esas acciones o prácticas sociales. En la sociología, Giddens o Portes han enfatizado que las estructuras no sólo acotan o presionan a los actores y sus estrategias sino que se constituyen como bases o recursos para la acción (Ritzer, 1993).

Este trabajo pretende destacar este aspecto de los mercados de valores como el de México, a partir de una visión dialéctica o bidireccional en la que cabe reconocer cierta capacidad de agencia del mercado. Esta capacidad ha sido advertida por autores como Hodgson (1988) o Polanyi (1992) quienes han señalado el poder disolvente (corrosivo) de los mercados y su capacidad para moldear otras instituciones sociales.⁴

Esta proactividad puede incidir en variados aspectos, ya que involucran a diversos actores sociales. En los propietarios de activos monetarios, el mercado de valores desarrolla una racionalidad inversora⁵, que requiere de ciertas habilidades, actitudes, conocimientos y valores éticos. En los actores empresariales –que es el aspecto que atañe en este trabajo– el mercado de valores influye determinantemente en la (re)configuración de la cultura empresarial, de las estructuras de la propiedad y en los patrones de concentración y centralización de capital.⁶ Las funciones y repercusiones del mercado de valores no se limitan a la intermediación financiera. Existen otras funciones no asumidas formalmente y el mercado de valores emerge como algo más que una mecanismo de intermediación no bancario. La separación entre propiedad del capital y capital en funciones en un primer momento aparece como la condición del mercado de valores, pero en un segundo momento como el resultado del desarrollo del mercado bursátil. La proactividad del mercado de valores se da, entonces, en varios aspectos, a distintos niveles y en varios tipos de actores.

⁴ Asimismo, Hodgson (1988) en una revisión de la literatura se refiere a Marx y a Hirschman como dos autores que hablan del poder civilizatorio y corrosivo de los mercados.

⁵ Abolafia (1997) se refiere a la hiperracionalidad de los operadores por su intento exagerado de manejar la información para elaborar complejos argumentos racionales; pero no resultaría lejano el adjetivo para algunos inversionistas.

⁶ Así, por ejemplo, se desprende de Marx (1977), que el mercado de valores no es sólo el escenario que alberga la dinámica del capital ficticio, sino un recurso para concentrar y centralizar capitales.

A través de la normatividad que deben de cumplir los emisores se difunden una serie de prácticas administrativas que en muchas ocasiones entran a contrapelo de las prácticas administrativas vigentes. El mercado de valores se convierte así en un factor de cambio. Cuestión similar ocurre con las prácticas contables pues la expansión del mercado de valores como mecanismo de intermediación financiera a nivel mundial corre paralela con el rediseño de las convenciones contables. Lo anterior trae consecuencias importantes en la formación profesional de administradores o contadores y en su mercado laboral.

La reinstitucionalización provocada por el mercado bursátil no esta exenta de contradicciones económicas. En un primer momento, el mecanismo bursátil de intermediación financiera constituye un recurso para el ahorro significativo en los costos de transacción de la intermediación financiera mediante la exclusión de la ganancia bancaria⁷ Pero en un segundo momento, la lógica especulativa que inevitablemente acompaña a estos mercados⁸ ha provocado la necesidad de una mayor regulación, exigiendo la reformulación de los procedimientos (convenciones) administrativos y el aumento de los costos de gobierno corporativo, auditorías, reportes, certificaciones, etc.⁹ Las regulaciones derivadas de la ley Sarbanes Oxley, en el mercado de valores norteamericano se han difundido a todo el mundo. De alguna manera esas disposiciones han sido adoptadas y adaptadas en el resto del sistema financiero mundial. México no es la excepción, y con las variantes que amerita el caso, la Ley del Mercado de Valores del 2006 refleja esos vientos de cambio.

⁷ Lo que no significa la exclusión de los bancos, sino su reposicionamiento como intermediarios en este mercado.

⁸ La especulación no debe ser vista simplemente como un rasgo negativo circunstancial sino como consustancial al mercado bursátil, pues esa especulación crea la liquidez y bursatilidad indispensables para el funcionamiento de estos mercados.

⁹ La incorporación a la BMV tiene un costo significativo. Las empresas que han emitido nuevos títulos en los últimos años: ICA (2007), Compartamos (2007), Famsa (2006), Axtel (2006), Pasa (2005), y Urbi (2004), han enfrentado costos por rubros diversos como: comisión por intermediación, derechos de estudio y trámite ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), honorarios y gastos de los asesores legales, honorarios y gastos de los auditores externos, impresión y documentos, gastos de promoción y encuentros bursátiles, publicaciones, derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores (RNV) y la BMV. Se estima que estas empresas erogaron en promedio más de 93 millones de pesos por estos conceptos. Este costo representa en promedio un porcentaje de 11.2% del monto de la oferta de títulos. El rubro mas oneroso es sin duda el de comisión por intermediación, el cual abarca 71 de los 93 millones del costo promedio de esta pequeña, pero significativa, muestra de empresas. Cfr. Zepeda, Clara. "Que empresas coticen en la BMV, no es gratis". *El Economista*, 19/Oct/2007.

La presión hacia prácticas de gobierno corporativo y la resistencia empresarial

La modalidad más directa de proactividad del mercado de valores tanto en México, como en el mundo, se da por el lado de la oferta al provocar nuevos estilos de gobierno corporativo requeridos para la emisión de títulos y acciones. La base económica para provocar estos cambios reside en la capacidad de la intermediación bursátil para proveer un financiamiento más barato. Pero como contraparte, la emisión en un mercado de valores implica una separación entre la gestión de la empresa y su propiedad que toma la forma de una relación entre agente – principal. Esto exige una cada vez más nítida delimitación de ambos campos; la eliminación de asimetrías en la información, la definición clara de funciones y el cuestionamiento de la ambigua figura del propietario administrador (tan expandida en nuestra economía). Bajo estas premisas, se instaura la supremacía de la *propiedad* sobre la *función* mediante la imposición de condiciones para que el control del propietario se ejerza, sin mayores obstáculos, desde la asamblea de accionistas. Se busca garantizar que los accionistas tengan el derecho de vetar o remover a la administración, que los acreedores puedan tomar (o amenazar con tomar) el control de la empresa. A la conversión en una “empresa pública” (emisora) se le denomina institucionalización, aunque propiamente se trata de una reinstitucionalización que se acompaña de la redefinición de normas formales e informales, roles y convenciones sociales, modalidades de procesos cognitivos y resignificación cultural.

De esta manera, una función indirecta del mercado de capitales que usualmente no se destaca es la de propiciar las condiciones institucionales para establecer estructuras de propiedad flexibles que permitan compartir y recomponer la propiedad como condición para acceder al financiamiento.¹⁰

Pero la hegemonía de la propiedad del capital, en las condiciones particulares de los países “emergentes” significa su desnacionalización y

¹⁰ Históricamente la bolsa de valores sirvió como medio de evasión fiscal cuando se pretendía vender una empresa. Se emitían acciones las cuales quedaban exentas. Luego se impuso un plazo mínimo de 5 años para la exención. Recientemente, se suscitó una polémica respecto al mismo aspecto fiscal con la venta de Banamex. Esta dimensión fiscal deja entrever la importancia de esta función radicada en el mercado de capitales.

pone en cuestionamiento las posibilidades de mantener una soberanía local sobre el proceso económico. Lo que al interior de una economía desarrollada es un simple cambio de manos, tratándose de flujos internacionales ese cambio despierta una resistencia cultural con tintes nacionalistas. Se trata efectivamente del choque de dos culturas económicas, pero éste no sólo se expresa en el nivel microeconómico como estilos contrapuestos de gestión empresarial sino también en el nivel social como resistencia a perder el control nacional.

El desarrollo de muchas economías nacionales latinoamericanas atravesó por una etapa relativamente exitosa basada en la formación de un empresariado local, apoyado por estructuras familiares y políticas públicas, que generó a un actor que hoy se niega o le cuesta mucho trabajo reinstitucionalizarse.

Los intentos de control por parte de los rentistas para colocarse en el centro de las decisiones relativas a la acumulación de capital a escala mundial se manifiestan como una ola institucionalizadora de empresas: un movimiento “modernizante” que coloca al empresariado mexicano en particular y al latinoamericano en general, en una encrucijada.

Usualmente, la decisión de convertirse en una empresa pública se toma bajo presión de las circunstancias económicas. La excepción es que se trate de una estrategia de financiamiento previamente planeada (como las empresas constructoras de vivienda de reciente creación que empezaron a emitir a mediados de los noventa y en el 2005). La regla es que se trate del “último recurso” para salvar a la empresa tras un proceso previo de endeudamiento. En este sentido el sistema bancario o el mercado de dinero han sido la antesala de la emisión de acciones.

El dilema entre ser rentista multinacional o empresario local, el empresariado mexicano en ocasiones lo ha resuelto empíricamente mezclando ambas opciones, involucrando a sus grupos de empresas en actividades especulativas. (Morera, 1998, Cardero 1982).

La emisión de acciones sin derecho a voto es otra institución que refleja un esfuerzo consciente por manejar la tensión entre contar con financiamiento barato y mantener el control. Esta institución resulta una

solución negociada entre el interés del capital financiero por ampliar su esfera de acción y un empresariado nacido y desarrollado en condiciones competitivas adversas, más proclive a estrategias de resistencia que de innovación, expansión o riesgo.

En esta estrategia no hay mero desconocimiento (ignorancia), ni estructuras “atrasadas” *per se*, sino negociación y estrategias basadas en las estructuras vigentes. Se aprecia entonces que no hay atraso sino resistencia, no se trata de un desarrollo lineal y evolutivo que va de lo tradicional a lo moderno, sino de un proceso potencialmente conflictivo por la presencia de intereses encontrados.

La solución de esta transformación resulta de una negociación bajo determinadas relaciones de poder. La celeridad del proceso en el caso chileno obedece a un escenario político caracterizado por la destrucción política (y militar) de los sectores que se hubieran podido resistir. En el caso del sudeste asiático, por la ausencia de un sector empresarial afectado. En México, se aprecia una mayor facilidad de emisión para las empresas jóvenes que para las medianas con trayectoria histórica. En éstas, tiene lugar el uso y abuso de una serie de recursos legales o figuras jurídicas, en el que la acción sin derecho de voto es la figura más simple, pero existen otras muchas como las señaladas por Hochino (2004), en su estudio de las 34 principales empresas emisoras en la BMV.

- Acciones con voto limitado a asuntos especiales como la fusión, disolución (liquidación) de la empresa y cancelación del registro en bolsa.
- Emisión de acciones con restricción de tenencia que solamente pueden ser adquiridas por mexicanos cuyo porcentaje asegura el control mayoritario de los votos para el accionista principal.
- Empaque de las acciones con voto pleno y voto limitado, de tal manera que los accionistas externos tienen que pagar un precio más alto para obtener igual derecho a voto que los que poseen las acciones con pleno derecho a voto, propiedad de la familia fundadora.

- Inversión neutral por medio de Certificados de Participación Ordinaria. CPO, mecanismo que se introdujo en la Ley de Inversión Extranjera de 1993, en el que se admite inversión extranjera vía bolsa de valores bajo ciertas limitaciones.

En tanto fórmulas ambiguas, estos subterfugios jurídicos, especialmente extendidos en América Latina (AL)¹¹, empiezan a recibir fuertes presiones para su remoción. La nueva Ley del Mercado de Valores (NLMV) recientemente promulgada limita la emisión de acciones sin derecho de voto, con la esperanza de que la eliminación de estas figuras y la adopción de mecanismos estandarizados condicionen la entrada de un flujo mayor de capital.

Intentos tímidos de reprofesionalización de la administración

Las presiones hacia un gobierno corporativo toman cuerpo en el surgimiento de un gremio de múltiples profesiones que desarrollan especialidades *ad hoc* a esta forma de gestión empresarial.

En la medida en que la suerte de estos actores indirectos del mercado de valores está vinculada al desarrollo de este mercado, se convierten en una fuerza social que promueve el mercado desde afuera: licenciados en derecho corporativo, administradores, consejeros, calificadores, consejeros en gobierno corporativo, etc. La ideología de esta fuerza social emergente, queda muy bien retratada en el siguiente extracto de un artículo de la revista *Expansión*:

“En México nos rasgamos las vestiduras por el culto a las personas, principalmente a los empresarios, muchos de los cuales han privilegiado esquemas familiares en sus firmas, y nunca las han institucionalizado. Pocos reflexionan sin embargo, en que son ellos mismos quienes detienen la creación de valor al preferir el linaje y no la profesionalización.”

“Sería interesante hacer el ejercicio en México de ver a cuántos directores generales tendríamos que despedir para crear más valor en nuestras compañías. Un paseo por la Bolsa de Valores y por los

¹¹ Al parecer en Brasil el empleo de recursos como las acciones sin derecho veto es aún mayor.

consejos de administración de las firmas públicas refrenda esta idea. Los conglomerados aztecas necesitan un gobierno corporativo más robusto, con consejeros que dominen al director, en lugar de directores y parientes que dominen a los consejeros. En sí, Bachoco se llevaría uno de los premios. Ir a una reunión de Consejo de esa firma es como asistir al bautizo de un primo.

“En fin, a México le falta mucho. Cualquier connacional que invierta y apueste a una empresa gringa puede que termine recibiendo más que si le apuesta a la mexicana. Creo que en materia de cambios de liderazgo y decisiones prácticas, allá nos llevan siglos luz de ventaja. ¿Y aquí? Que vivan las familias. Es la cultura del linaje. Qué triste.”¹²

Sin ánimo de cuestionar los aportes que un cuerpo profesional puede aportar al desarrollo económico, cabe reconocer que este movimiento social implica varias cuestiones:

1. La constitución de un mercado laboral de capacidades profesionales muy diversificadas, en el que las competencias administrativas dejan de ser un servicio estandarizado. Así por ejemplo, Javier Soni, socio del despacho de auditoría Pricewaterhouse Coopers, sostiene que su profesión ya no es considerada un *commodity*, es decir un producto en el que no hay grandes diferencias entre proveedores. Antes, al escoger un auditor, las organizaciones buscaban el mejor precio; con la crisis de confianza, buscan quién dará credibilidad a sus estados financieros.¹³

2. Este mercado emerge como una segmentación del mercado laboral profesional. La disponibilidad de este tipo de servicios especializado es una condición para que las presiones hacia un gobierno corporativo sur-

¹² Mota, Carlos. Cómo ganar 30% más en un mes 10/29/2003. En suma, la reducción a ideología de las nuevas prácticas corporativas considera que la administración debe de quedar bajo control de la propiedad y los profesionistas pueden llenar el vacío dejado por el retiro de los empresarios de las funciones administrativas. Explícitamente se sostiene que esta nueva fórmula es infaliblemente superior a la tradicional. El empresario debe transformarse en rentista y sus funciones deben ser absorbidas por profesionales, preferentemente no familiares. Implícitamente se considera que las familias empresariales no se basan en profesionistas. Lo que no se explica, es porqué los empresarios, y no los profesionales, son los que han podido establecer y mantener empresas en el contexto de los países emergentes.

¹³ (Cfr. Guénette, Louise, “Prácticas para enfrentar la nueva realidad”, en *Expansión*, 9/4/2002/)

tan efecto. En este sentido, un funcionario que ha participado en la formulación y actualización de Códigos de Prácticas de Gobierno Corporativo (CPGC), comentó en la entrevista que para poder impulsar la adopción de estas prácticas se requiere cierta madurez profesional.

3. La contratación de este tipo de servicios especializados representa no sólo un reto organizacional sino un costo significativo. La adopción de esta nueva versión de una añeja necesidad administrativa se traduce en costos que pueden tener un monto elevado y en la consecuente exclusión de los estratos menos competentes o desarrollados. Estos cambios representan una barrera a la entrada al mercado de valores, y por lo tanto un elemento de exclusión a las ventajas de financiamiento relativamente barato. Su costo implica un criterio más de segmentación en la capacidad competitiva de las empresas. Para intentar suavizar esta situación durante una etapa de transición, la BMV se ha comprometido a otorgar asesoría gratuita sobre Gobierno Corporativo (GC) durante los tres primeros años. Esta medida es un reconocimiento implícito y una buena intención, pero no subsana las dificultades estructurales ni las consecuencias a largo plazo.

4. La adopción de nuevas prácticas representan, potencialmente, una fuerza de cambio. Para Mike Lubrano, directivo del World Bank encargado de promover las nuevas prácticas, la oportunidad para introducir prácticas más apropiadas capaces de sostener un desarrollo a largo plazo significa mayor formalización y menor simulación: que las asambleas de accionistas (una especie de “no evento”) se lleven a cabo, que los participantes cuenten con mejor y más oportuna información para que realmente tengan elementos para decidir y puedan contribuir, que el comité de auditoría ejecute sus funciones, que los consejeros aconsejen y que estén capacitados para ello (Lubrano, 2001).

La Nueva Ley del Mercado de Valores (NLMV) presenta disposiciones en este sentido: exige la independencia de cierto número de consejeros y su certificación. Además, introduce paulatinamente temas de observancia obligatoria en este sector empresarial, Así por ejemplo en el proyecto de actualización de las recomendaciones de GC, se incorporan aspectos como: La auto declaración de principios éticos y de responsabilidad social empresarial; la prevención de operaciones ilícitas y conflictos de interés, y la revelación de hechos indebidos.

5. La homologación internacional de los sistemas contables. La captación de recursos financieros para las economías periféricas está condicionada por la disponibilidad de una información contable unificada, homologable y comparable capaz de simplificar la toma de decisiones, de manera que los prospectos de la periferia no resulten subvaluados. Asimismo, este tipo de información contable contribuye a que calificaciones más confiables y objetivas por parte de las calificadoras. La información homologada genera economías, a los actores que trabajando en varias jurisdicciones (ambientes nacionales) generan o consultan dos o más contabilidades¹⁴: inversionistas, calificadores y funcionarios de empresas multinacionales y en general todas las entidades que, radicadas en la periferia, son subsidiarias de alguna organización internacional o cotizan en bolsas extranjeras.

En México hay contabilidades diferentes para el sistema bancario (que sigue las directrices de la CNBV), el sector público (que fija las suyas) y el privado (que había seguido los criterios del IMCP). El reto consiste en facilitar cierta convergencia entre ellos y en empatar este proceso con el de una homologación mundial. La convergencia internacional esta siendo promovida por la International Accounting Standards Board (IASB), con sede en el Reino Unido que se ha desarrollado las normas unificadas aplicables a partir de 2005 en la Unión Europea, Japón, Australia y Canadá. Paralelamente, también ha firmado un protocolo de colaboración con el Financial Accounting Standards Board (FASB) de Estados Unidos de América, para lograr la convergencia entre las prácticas de la unión americana y las internacionales. (*Ibid.*)

Hasta hace poco, el Instituto Mexicano de Contadores Públicos IMCP se había encargado de formular y difundir los criterios generales de la contabilidad en México con éxito razonable. Pero ha sido relevado por el Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Infor-

¹⁴ “Diferentes reglas y planteamientos contables particulares han transformado al comercio y la actividad financiera internacional en un reto similar al de organizar un campeonato mundial de fútbol sin contar con un reglamento unificado. Tan sólo hay que ver la situación que enfrenta actualmente cualquier empresa multinacional, que necesita llevar contabilidades diferentes según las normas de cada país en el que participa.” (Vasconcelos, Nora. “Adiós a la Babel contable”, *Expansión*, 12/24/2003)

En el mismo sentido un funcionario de casa de bolsa entrevistado nos comentó que la contabilidad mexicana estaba sesgada para reflejar la inflación por lo que no resultaba pertinente basarse en ella para construir los índices que se acostumbra en el análisis bursátil.

mación Financiera (CINIF)¹⁵ que trabaja con una orientación diferente: ya no se trata de crear criterios propios sino de unificarlos.

Como lo señala un directivo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la convergencia no puede ser absoluta: “No funciona traducir lo que están haciendo las instituciones extranjeras, porque en México hay leyes y situaciones económicas distintas”. Asimismo lo reconoce Paul Volcker (ex presidente del Fed) como presidente de la IASB: “No se trata de algo unitario que vaya a satisfacer a todos los gustos y a todas las circunstancias. Habría que ver si países o industrias diferentes necesitan establecer enfoques distintos. Un sistema financiero internacional precisa de normas internacionales, para ello necesitamos ser muy disciplinados.” (*Ibid*)

Esta transformación es un proceso que toma tiempo y no ha culminado del todo, de tal manera que no se pueden sacar conclusiones definitivas. Cabe sin embargo, que anticipar la globalización de la bolsa mexicana de valores perturba otras instituciones preestablecidas como, en este caso, las prácticas contables vigentes. Lo que no podemos anticipar es si las normas van a simplificar o hacer más oneroso el proceso contable. En el segundo caso, se estaría erigiendo una barrera extra a las medianas empresas para participar de las ventajas del mercado de valores.

Vínculos políticos y gobierno corporativo ¿un dilema?

Al parecer, uno de los mayores obstáculos a la adopción de nuevas prácticas corporativas es la existencia de empresas con fuertes lazos polí-

¹⁵ La presidencia de la república anunció su formación en agosto del 2001 aunque se constituyó legalmente como Asociación Civil hasta mayo del 2002, y obtuvo financiamiento hasta el 2003, año en que entra en operaciones. En mayo del 2004 se le transfieren las capacidades normativas que tenía el IMCP.

Su objetivo es el desarrollo de normas de información financiera, transparentes, objetivas y confiables mediante la investigación, auscultación, emisión y difusión de la normatividad.

En esta tarea queda encargada de armonizar la normatividad contable en diversos sectores económicos en México y promover la convergencia de las diferentes normatividades.

Entre las instituciones asociadas se encuentran usuarios (Asociación de Banqueros de México, Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, Consejo Coordinador Empresarial, Consejo Mexicano de Hombres de Negocios, A.C., Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros, A.C.); sector educativo (Asociación Nacional de Facultades y Escuelas de Contaduría y Administración, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas); y reguladores (Bolsa Mexicana de Valores, Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, Instituto Mexicano de Contadores Públicos, Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Secretaría de la Función Pública).

Su presupuesto depende de las donaciones de sus asociados, de grandes empresas, asociaciones profesionales y del BID. Cfr. Lebrija (2005).

ticos. Christian Leuz (2004), investigador del Wharton Financial Institutions Center de la Universidad de Philadelphia, asegura que las empresas de países emergentes bien conectadas políticamente tienen menor inclinación por ganar acceso al mercado global de capitales porque tienen lazos locales que los proveen de capital a bajo costo.¹⁶ El mayor escrutinio promovido por las nuevas normativas, lejos de incentivarlos a abrirse como empresas públicas, las inducen a regresar al formato de empresas privadas (cerradas).¹⁷

Cuando esto tiene lugar, el financiamiento global y los vínculos políticos funcionan como sustitutos. La inversión extranjera exige una mayor transparencia, lo que impide que las compañías controladas por personajes políticamente poderosos recurran a ese expediente. Este autor considera que los favores políticos de dudosa legalidad o escasa legitimación, pueden ser una razón por la que compañías bien conectadas rechacen emitir acciones en el extranjero, por lo que cabe predecir un menor avance de la transparencia. Una pobre transparencia corporativa puede ser la consecuencia de fuertes vínculos políticos.

Sin embargo también se puede argumentar una hipótesis inversa: Por lo general estas empresas pagan menores impuestos y tienen mayor penetración en sus mercados locales. Las compañías con buenos vínculos políticos resultan entonces bien apreciadas en el mercado de valores porque representan la entrada exitosa de inversión extranjera a un país emergente. En este caso, ambas variables no se sustituyen sino que se complementan.

Al respecto, en el contexto mexicano cabe suponer que la extensión de la economía informal, un régimen fiscal incierto, complejo y costoso y un deficiente régimen judicial limitan la vida bursátil, en forma análoga a lo enunciada por Leuz.

¹⁶ Su estudio empírico lo realizó en Tailandia, pero el argumento se puede extender al resto de los países emergentes, especialmente en economías donde las relaciones personales conservan un mayor peso.

¹⁷ A raíz de las nuevas regulaciones derivadas de escándalo Enron, del 2002 al 2004 hay un desliste a nivel mundial, equivalente al 11% en el número de emisoras. (Pérez Treviño, 2005. XVI CMV). México no escapa a esta tendencia.

En las entrevistas realizadas en esta investigación se hicieron preguntas al respecto, sin poder llegar a una conclusión firme: un académico la descartó como no comprobada, al considerar que sólo pueden ser verificables las acciones positivas: lo que las empresas hacen y no lo que dejan de hacer. En la mayoría de los casos no se emitió mayor opinión y se aceptó explícita o implícitamente que la hipótesis no era descartable. Una última opinión concede la posibilidad a condición de que no se enuncie inversamente: Las empresas irregulares no emiten acciones ni adoptan prácticas de GC, pero no todas las empresas que no lo hacen son empresas irregulares.¹⁸

La clave para explicar el grado en que las firmas pueden incorporarse al financiamiento bursátil, fue mencionada en la entrevista a un consejero en materia de GC: La transformación opera sin dificultades cuando se trata de grandes empresas bien consolidadas con cierta trayectoria histórica que se han ido adaptando a la ortodoxia en materia contable, fiscal, y de prácticas de GC; o bien de nuevas empresas que nacen asesoradas por consultoras, y que prácticamente pueden incorporarse a la BMV sin necesidad de grandes transformaciones internas. En el polo opuesto se trata de grandes o medianas empresa con un largo historial, cuyo crecimiento se acompaña de la formación improvisada de compañías subsidiarias, entre las cuales hay cruces accionarios complejos, su administración no siempre corre bajo criterios homogéneos ni ortodoxos, de tal manera que resulta muy difícil reestructurarlas y modificar la cultura corporativa que han generado.

Como se puede constatar, el mercado de valores es algo más que un intercambio organizado de títulos y valores. Es una institución que en su desarrollo establece un entorno empresarial que no está predestinado a generalizar las oportunidades sino a concederlas selectivamente, lo que anuncia una mayor heterogeneidad estructural en el medio empresarial mexicano. Además del intercambio de valores, el mercado de valores cumple otras funciones como la de flexibilizar la estructura de propiedad ahondando la separación entre propiedad y función del capital.

¹⁸ Cfr. Entrevista a funcionario de casa de bolsa, quien añade: "Yo conozco muchas empresas que no emiten acciones pero no tienen cola que les pisen."

El análisis empírico

Para contrastar empíricamente lo anterior, cabe señalar tres experiencias empresariales recientes en las que se aprecian el tipo de actores que participan en la bolsa de valores, las circunstancias que tiene lugar, los factores que condicionan sus estrategias y los resultados a los que conducen. En éstas se aprecia que el mercado de valores no resulta un fin estratégico sino un medio. Las estrategias no se configuran en torno a la racionalidad bursátil, sino que la bolsa resulta un recurso para lograr los objetivos formulados. En particular nos interesa analizar como se comportan las nuevas generaciones de la vieja aristocracia financiera.

Gastón Azcárraga: la devoción hacia el gobierno corporativo no va de la mano con el empleo de la intermediación bursátil. Gastón Azcárraga, miembro de una familia de la vieja elite empresarial, paradójicamente implementa prácticas empresariales más próximas a los dictados recomendados en el CMPC que a las prácticas que la literatura retrata como propias de las familias fundadoras y opuestas a una sana administración profesional.¹⁹

Acorde con su origen familiar, la trayectoria personal de G. Azcárraga es claramente elitista: Es ingeniero egresado de la Universidad Anáhuac y cursó su MBA en la Universidad de Harvard. Es Presidente del Consejo Mexicano de Hombres de Negocios (CMHN), a partir de julio de 2005. El eje de sus negocios gira en torno a su papel como cabeza del Grupo Posadas, la cadena hotelera más grande del país que, a diferencia de otros grupos mexicanos que han abandonado el sector, cuenta con el mérito de sostenerse con una buena cuota de participación en el segmento de lujo de los servicios hoteleros, uno de los mercados que mayor penetración tiene por parte del capital extranjero. Como es costumbre con este tipo de personajes de la elite empresarial, en el consejo del Grupo Posadas participan dos de sus hermanos y otros empresarios provenientes de esa elite (Antonio Madero Bracho, con intereses en el sector manufacturero y Fernando Chico Pardo en el grupo aeroportuario Asur). No obstante, su liderazgo en Grupo Posadas se ha caracterizado por una exitosa estrategia

¹⁹ La información sobre este caso proviene de Gatsiopoulos, Georgina. "Gastón Azcárraga Andrade", *Expansión* 1/25/2006).

de reparto del riesgo gracias a su capacidad para convocar a socios a varios niveles y por el empleo de prácticas ortodoxas de GC que le han permitido trabajar exitosamente con el “dinero de otros”.

En el 2005 este personaje atrajo los reflectores dentro del sector empresarial por su participación en la licitación del Grupo Mexicana que opera dos aerolíneas²⁰. De todos los interesados en la licitación de este grupo, Azcárraga fue el único que presentó una postura aceptable: la aceptación de la deuda financiera de ese grupo y el pago de 165 millones de dólares, con la cual resultó ganador.

La estrategia basada en su capacidad para convocar socios inversionistas como clave del éxito se hace patente cuando a unos días de la desincorporación (desestatización) Azcárraga ya había formalizado la venta del 50% del capital a un grupo de amigos convertidos en socios; Angel Lozada (cadena de autoservicios Gigante y de la cadena hotelera presidente) y Juan Gallardo Thurlow (Pepsi Cola); así como otro paquete del 15% a accionistas no identificados. (*Op. Cit.*)

Sólo una pequeña parte se financió a través de créditos bancarios: uno de Citibank Banamex y otro del grupo financiero IXE garantizado por una próxima emisión en la BMV que se prepara a través de ese banco. El resto del pago quedó financiado por la venta de bienes inmuebles en el extranjero. Para no quedar excesivamente apalancado y contar con recursos suficientes para revitalizar a las aéreo líneas, la estrategia de G. Azcárraga incluye a la bolsa pero en forma secundaria o complementaria. Además, como la caída de las bolsas en todo el mundo han postergado la salida en bolsa, ésta tal vez no llegue a jugar ese papel complementario si Azcárraga consigue otros socios.

Otro elemento que hay que aportar al análisis de este caso es que las familias de Emilio Romano, director del Grupo en la gestión anterior y la familia Azcárraga se conocen desde hace más de 20 años; y que este personaje fue ratificado en su puesto por G. Azcárraga.

²⁰ La revista *Expansión*, lo designó empresario del año por su intervención en este proceso, en el que se “replica la filosofía de colaboración y trabajo en equipo con la que se había destacado en el Grupo Posadas” *Op. Cit.*

Una de las mayores objeciones por parte de la opinión pública es que Azcárraga (y lo mismo podría argumentarse para Ángel Losada) aproveche el control de la línea aérea para favorecer a su cadena hotelera en perjuicio de la competencia. Al quite ha salido el propio Emilio Romano declarando que: “Gastón Azcárraga es un empresario de nueva generación [que] no tiene la visión de generar cotos de poder o exclusividad” (*Ibid.*)

Este caso nos permite matizar el planteamiento de Leuz (ver *supra*). No hay desprecio al mecanismo bursátil, pero se le asigna una función complementaria. Pero esto no se deriva de negocios irregulares (salvo que se quiera considerar a la privatización como tal), sino de la potencialidad de la red social como medio para allegarse recursos (Portes, 2000) o las ventajas de los Business Groups (Granovetter, 1994). Lo que sí resultaría cierto del argumento de Leuz es que en estos ambientes hay canales alternativos de financiamiento, posiblemente más baratos, pero indudablemente predilectos.

Esta experiencia permite esbozar algunos rasgos peculiares del impacto de la bolsa de valores en las prácticas empresariales:

- Se mantiene del poder económico por miembros de la vieja elite empresarial pero bajo nuevas modalidades. La élite no se convierte exclusivamente en rentista: se involucra menos en la operación, pero no queda al margen de ella. Recurre a las prácticas de GC para desligarse parcialmente de la operación.

- Con la ampliación de la base de operación de la elite empresarial, se rebasa el ámbito familiar (red familiar) y se incorporan socios y se contratan directores generales del mismo medio social (red social de las familias). Un mayor poder de convocatoria permite rebasar límites familiares o vecinales al promover una nueva inversión. La bolsa no dispersa el control accionario ni lo hace anónimo. Las redes sociales sobredeterminan la lógica del mercado bursátil local.

- La vieja elite empresarial se moderniza con el paso de una generación a otra. El empleo de prácticas de GC da sustento a empresas públicas pero con colocaciones privadas de acciones dentro de la red social de las viejas familias.

- La bolsa de valores se emplea como recurso complementario para privatizar. En casos como el chileno, el británico y el español, los procesos de privatización frecuentemente se sustentaron en la dispersión de la propiedad accionaria y el postulado de las ventajas de un ‘capitalismo popular’, cuestión casi totalmente ausente en México.²¹

- La estructura de propiedad se flexibiliza pero se mantiene bajo control nacional (la única inversión extranjera sería la parte de la emisión de acciones en el exterior y posiblemente la parte correspondiente a inversionistas “no identificados”).

- La red social prevalece sobre la intermediación bursátil como mecanismo de intermediación financiera y recurso para concentrar capitales.

Alberto Eugenio Garza: el reciclamiento ecológico como base para el reciclamiento social de una familia de la elite empresarial. Otra experiencia reciente nos muestra los límites del mercado de valores como un entorno empresarial proactivo cuando se enfrenta a estructuras sociales consolidadas, aún tratándose de empresas jóvenes en industrias nuevas y en expansión. La experiencia del empresario Alberto Eugenio Garza y su empresa PASA nos permite evaluar el desempeño del mercado bursátil relacionado con la reestructuración empresarial (y productiva) en ramas estratégicas.

Promotora Ambiental (PASA), es una próspera empresa emplazada en el dinámico nicho del reciclamiento ecológico. Fue creada por Alberto Eugenio Garza Santos un empresario nieto de dos pilares de la vieja oligarquía regiomontana Eugenio Garza Sada (fundador de uno de los grupos empresariales más prominentes) y Alberto Santos (un empresario que se convirtió en un político regionalmente influyente), resultado pues, del matrimonio entre dos familias de la élite empresarial.²² La compañía ha

²¹ En el caso mexicano prácticamente no se ha argumentado en este sentido. La experiencia de la empresa Cananea que en forma limitada pretendió dispersar una pequeña porción de acciones entre los trabajadores mineros es, actualmente, el sustento de un gran escándalo en el que se acusa al dirigente sindical de malversación de fondos del paquete accionario que estaba destinado a los trabajadores.

²² La información de este caso proviene de: Ortega, Adolfo. “Un Garza reciclado” en: *Expansión*. Ed. 933, 2/8/2006; Leal, Alba. “Promotora Ambiental: La basura en su lugar”. *Expansión* Ed. 738 4/8/1998; PASA. *Reporte Anual 2005*.

crecido con recursos propios. Su crecimiento incluye la compra de otras empresas hasta formar un emporio que factura 200 millones de dólares anuales y emplea a 4,000 trabajadores en toda la República Mexicana; lo que la ubica a media tabla en el *ranking* de las 500 empresas más importantes del país. Sus principales ingresos provienen de servicios como recolección privada de residuos de clientes como Ford, Coca-Cola, Wal-Mart y General Electric (41%), recolección doméstica (14%) administración de rellenos sanitarios contratados con algunos municipios (9%) y retiro de lodos en las perforaciones de PEMEX (36%). En esta composición de ingresos y actividades se percibe claramente la influencia de las redes sociales tanto en el ámbito de la élite empresarial como de la clase política.

Su plan de crecimiento incluye la diversificación de sus actividades aprovechando su *expertise* en la regulación ecológica y su amplia base de contactos dentro de la clase gobernante, lo que le permite competir con relativo éxito en las licitaciones y concesiones características de esta industria. Las nuevas áreas de actividad contempladas para el futuro inmediato se relacionan con el tratamiento de aguas residuales, la distribución y administración municipal de agua, el reciclaje de materiales como el polietileno tereftalato (PET) proveniente de los millones de envases de aguas y refrescos, o del fierro y aluminio proveniente del desmantelamiento de barcos chatarra; la captación y utilización del gas metano generado por la basura de los rellenos sanitarios con la finalidad de generar energía y emitir bonos verdes en el marco institucional del Protocolo de Kyoto (1997).

Para ampliar su base financiera, PASA ha recurrido al mercado de valores con una emisión de acciones en octubre de 2005 que le permitió acceder a poco más de 100 millones de dólares con los cuales liquidó la participación de socios institucionales y de dos hermanos que lo acompañaron inicialmente en esta empresa, pagó pasivos y fortaleció su posición financiera con vistas a su posterior crecimiento.

Lo paradójico del asunto es que, a pesar de que se trata de una empresa de relativa reciente creación, de una nueva generación de empresarios, y de una rama actividad totalmente novedosa, en materia de gobierno corporativo la estructura de propiedad y administración se mantiene a la vieja usanza. Como consejeros propietarios de PASA se encuentran sus hermanos Federico y David y su primo Tomás Milmo Santos; y

como consejeros suplentes otros dos parientes David Garza Lagüera y su hermana Yolanda. A su vez, Alberto y David Garza Santos participan en el consejo de la telefónica Axtel, próxima a salir en bolsa y propiedad de Tomás Milmo Santos. La proactividad del mercado de valores en materia de gobierno corporativo no parece penetrar tan fácilmente a ciertas estructuras sociales. Igualmente paradójico resulta que la incursión en el mercado de valores no resulta en una diversificación de los accionistas sino en el fortalecimiento del propietario y administrador.

Asimismo cabe señalar que a pesar de que cuenta con fuentes de financiamiento generadas por la vía bursátil (un fondo de inversión), para emprender la construcción de la planta de reciclamiento del PET, PASA ha preferido la incorporación de un participante tecnológico que además aporte el capital.

La experiencia de PASA está plena de paradojas entre lo nuevo y lo arcaico, lo tradicional y lo moderno: una nueva generación de una vieja oligarquía participando en un nicho de actividad novedoso; la generación de nuevos usos para desechos de nuevos materiales (PET) o de barcos obsoletos construidos a partir de materiales como el fierro, cobre y aluminio que se han revalorizado; una nueva modalidad de organización a escala global de una vieja actividad; una visión estratégica y global puesta al día, complementada con la persistencia de pepenadores corporativamente organizados como fuente de suministro de material reciclable; la necesidad de basarse en una nueva cultura ecológica para incrementar la recolección de material reciclable a gran escala frente a la persistencia de viejas rutinas y hábitos respecto al manejo de la basura.

Aquí también la elite empresarial se moderniza, pero no mediante la puesta en marcha de prácticas de gobierno corporativo plenamente ortodoxas, como sería de esperar de una empresa innovadora que se vuelve emisora de acciones; sino de su participación en un nicho líder de la reestructura productiva.

Pedro Aspe Armella: las andanzas de un exsecretario: el valor de los contactos y de la reputación. Estado, mercado y redes sociales. La trayectoria de un tecnócrata sumamente reputado como Pedro Aspe nos destaca otros elementos de la capacidad de agencia de un mercado de valores. Nos plantea la complementariedad de los canales de financiamiento

y el soporte del mercado financiero en redes sociales de funcionarios y banqueros.²³

Tras de haber ocupado el cargo de secretario en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) durante el gobierno de Carlos Salinas, Pedro Aspe se convierte en asesor financiero, administrador de un fondo de capital, organizador de emisión de bonos de gobiernos locales, asesor en el financiamiento de proyectos de energía y finalmente fundador (y socio principal) de una casa de bolsa especializada que la revista especializada *Latin Finance* considera el mejor banco de inversión de México.

Al dejar el gobierno, tras tener asignadas las mayores responsabilidades del gabinete económico²⁴, Aspe decide complementar su actividad docente en el ITAM, una universidad privada con excelente reputación como formadora de cuadros técnicos para la administración pública, dedicándose a la consultoría financiera; para lo cual contrató a dos de sus estudiantes en el ITAM y emprendió el negocio con 50 mil pesos, el mínimo de capital exigido para establecer una casa de bolsa, que bajo el nombre de Protego y con sólo 25 empleados estaría destinada a jugar un papel protagónico en muchos sentidos.

Su actividad en materia de asesoría financiera la orientó subsanar una ausencia importante en el mercado de valores mexicano, en el que los fondos de capital privado eran extranjeros, en su mayoría estadounidenses, en contraste con otras experiencias de la región, como Brasil y Argentina, cuyos fondos locales liderean la industria (JP Inversiones y Exxel, respectivamente) (Medina y Bello, *Op. Cit.*). Esos fondos se dedican a financiar empresas nuevas, que desde su origen practican los principios de transparencia y las normas de GC, y cuentan con potencial de crecimiento. Pedro Aspe conocía a quienes ofrecen financiamiento en Londres y Nueva York y ellos lo conocían, respetaban y confiaban en él. Ciertamente, no conocía empresas medianas con esta potencialidad, pero las halló entre las empresa que ganan concursos (de construcción de vivienda o de exportación, por

²³ La información de este apartado proviene de: Medina y Bello, "Al otro lado". *Expansión* Ed. 929. 11/23/2005; y Salgado, Alicia. "La moda: bancos de inversión boutique". *El financiero*, 7 de junio del 2006.

²⁴ Aspe no ocupó el puesto de gobernador del Banco de México, pero en su época esa entidad no tenía la autonomía que ahora tiene y estuvo indirectamente a su cargo.

ejemplo), o las que consiguen su certificación ISO. Los clientes no faltaron y en 10 años ha asesorado más de 120 operaciones.

Una segunda modalidad de asesoría se derivaría del éxito de algunos de sus clientes, quienes le pidieron asesoría en adquisiciones o fusiones. Desde entonces, Protego ha amarrado una serie de transacciones entre las que se cuentan las ventas de 100% de las acciones de Home Mart México a Home Depot, de Grupo Convermex a Tableware Holding Internacional (una subsidiaria de JP Morgan Partners), y de ICAVE (una terminal de contenedores en Veracruz) a Hutchinson Whampoa. El “despacho” del exsecretario se convierte en un eficiente facilitador de las adquisiciones por parte del capital extranjero. El 80% de las operaciones de este tipo provienen de empresas que habían crecido con los fondos de capital organizados por Protego. (*Ibid.*).

Su incursión en el mundo de las finanzas internacionales le dio los elementos para lanzar y administrar uno de los pocos fondos de capital privado mexicanos: Discovery Americas I.

Al madurar su trayectoria en estos círculos, el despacho de Pedro Aspe (de cuyas capacidades técnicas y habilidades políticas no cabe duda) se fusiona en 1998 con Vector Casa de Bolsa y entra al área de financiamiento de energía. De los cinco grandes proyectos de autogeneración y cogeneración que se han hecho en México desde que en 1992 (cuando Aspe estaba a cargo de la SHCP) la ley permitió la participación limitada del sector privado, la empresa de este personaje ha estado involucrada en cuatro. (*Ibid.*)

En un desarrollo posterior, Aspe y su equipo tienen el mérito de incorporar a los gobiernos locales como un nuevo tipo de actores. En 2001, Protego colabora en la reestructuración de las deudas de las finanzas públicas locales (estados y municipios) como paso previo para emprender nuevos proyectos de información, plantas de tratamiento de aguas, agua potable, carreteras y otros. Destacan proyectos como la bursatilización de la carretera Puebla-Atlixco, y la emisión de bonos del organismo de agua potable de Tlalnepantla para la construcción de una planta de tratamiento, primer proyecto en el que el Banco Mundial apoyó directamente la emisión local de bonos.

El 12 de mayo del 2006 la trayectoria de Pedro Aspe vive otro paso significativo al firmarse una *combinación* (integración) con Evercore Partners, banco de inversión con amplio reconocimiento mundial, dirigido por Robert Altman exsubsecretario del tesoro de los EUA y en el que participa Eduardo Mestre, exjefe de la banca de inversión global de Citigroup y encargado de las operaciones en México antes de su fusión con Banamex. Aspe queda como uno de los directores y Protego se transforma en el eslabón de la extensión de las operaciones de Evercore en México y, en un segundo momento, en AL. (Salgado, *Op. Cit.*)

Este caso nos permite destacar los siguientes aspectos:

La aportación de Pedro Aspe tanto al financiamiento de proyectos como a la venta de empresas es indiscutible. Pero, más que en la instrumentalización, su actuación se centra en el momento de la asesoría, de la cual provinieron más del 84% de los ingresos de Protego en el 2005.

La trayectoria de Protego demuestra que sí es posible desarrollar medianas empresas, pero se necesitan actores que activamente jueguen un papel crucial. Porque paralelamente al mercado y la competencia (o licitación) intervienen las redes sociales.²⁵

Pedro Aspe es un pionero en el impulso de capital de riesgo en México, lo que le ha valido un reconocimiento internacional, no sólo por una revista especializada, sino por el mercado mismo. Su éxito nos demuestra, en forma condensada, la dialéctica del proceso. Por abajo del mercado de capitales entran nuevas compañías medianas, se acelera su desarrollo y terminan resultando atractivas para el gran capital extranjero, quien las adquiere o con quien se fusionan, lo que con frecuencia implica su salida del mercado de capitales.

Esta trayectoria demuestra cuan emparentada está la bolsa de valores y la transferencia de propiedad. Con cierta ironía, tenemos que reconocer en Pedro Aspe a “nuestro mejor vendedor”, ya como privatizador desde el Estado o como negociador desde la intermediación financiera privada.

²⁵ Existe en la literatura económica sobre el tema un grupo de autores que encuentra en las redes y los mercados mecanismos de gobernanza alternativos. Pero existen análisis empíricos que sugieren más bien su complementariedad. (Cfr. Thompson, 1991 y Gómez, 2004).

Este caso nos enseña como en vez de que la bolsa sea un fin en sí mismo, se convierte en un recurso estratégico, un mecanismo de intermediación financiera más, para la instrumentalización de decisiones en donde el papel central lo juegan los contactos personales. Los negocios se hacen desde afuera y pasan por la bolsa previamente asociados con estrategias de poder. La bolsa es el escenario en el que se formalizan las estrategias y no donde se deciden. La confrontación de oferta y demanda define el precio, pero no las estrategias. Lejos de ser un fin en sí mismo, es un medio para conseguir fines fijados fuera de ella. La bolsa aparece no como un factor detonante del desarrollo sino como expresión de las modalidades de desarrollo económico determinadas en otras esferas.

En cuanto al capital de riesgo, parece que lo difícil no es encontrar candidatos para conformar la oferta, sino conocer quién está dispuesto a escucharlos y a través de que interlocutor y mediador de ese encuentro. El derecho de picaporte con los grandes capitales resulta una capacidad más determinante que una supuesta habilidad abstracta para calificar a las empresas potencialmente emisoras. La imagen se nos presenta a la inversa, no son las empresas las que salen a la pesca de fondos, sino son los propietarios de fondos los que buscan cómo desplegar sus estrategias.²⁶ El mercado de valores aparece como una condición básica pero no suficiente y el interlocutor personal (Aspe) como el elemento detonante para el arribo de los fondos. En este proceso, la reputación del interlocutor resulta de primer orden.

Lo que por un lado se presenta como las empresas emergentes que salen en busca de capitales, por el otro se presenta como los grandes capitales que salen a la caza de las mejores empresas. En este momento de asesoría, las decisiones no se basan en la información difundida en los “prospectos” sino que se anticipa a partir de la opinión de los actores claves ubicados en posiciones estratégicas de las redes sociales. Posterior a ese nivel de decisión estratégica se pasa a la fase operativa a través de

²⁶ En una entrevista a *El Financiero*, el director general de Proyectos Empresariales México, del BBVA, afirma que en la gestoría del capital de riesgo, de 438 proyectos presentados, se analizan 105 y se cierran seis. (Cfr. Leyva, J. 7 de junio del 2006.) Se trata del clásico mercado de compradores. Asimismo, se señala que al cumplirse la meta de crecimiento el inversionista se retira, sucede con frecuencia que la empresa se desliste, como sucederá en breve con Pypsa, una empresa mexicana de ingeniería que una vez consolidada dejará de cotizar en bolsa.

colocaciones privadas y públicas²⁷. Será entonces que se redactan los “prospectos” como un requisito formal.

Además de interlocutor y hombre generador de confianza, Aspe recurre hábilmente a los mecanismos de mercado: a la explotación de condiciones potenciales de competencia. Sostiene que su atractivo empresarial está en conducir “procesos competitivos ordenados”. Presume presentar mensualmente a dos clientes con por lo menos cinco fondos de capital en Nueva York. “Eso me ha servido mucho de la vida pública. ¿Se acuerdan que yo siempre licitaba todo? Me encantaban las licitaciones porque consigues mejores precios”. (Medina y Bello *Op. Cit.*)

Conclusiones

Por el lado de la oferta, la capacidad de agencia del mercado de valores se traduce indirectamente en la institucionalización de prácticas de gobierno de las empresas, la flexibilización de las estructuras de propiedad y su potencial desnacionalización, y la estratificación del *status* empresarial con una línea de demarcación entre las empresas aptas para incorporarse a los mecanismos bursátiles y las excluidas. Esta línea de demarcación se vuelve menos permeable y más drástica a raíz de las repercusiones del escándalo Enron en la normatividad de los mercados de capitales. Estas consecuencias indirectas nos permiten identificar algunas funciones de la bolsa que no se encuentran formuladas en sus objetivos formales, pero no por ello dejan de ser significativas.

- Propiciar nuevas prácticas de gobierno empresarial²⁸, las cuales no están definidas de una vez para siempre, sino son diseñadas y rediseñadas empíricamente, esto es institucionalizadas mediante la interacción social. En paralelo a estas nuevas prácticas empresariales se gestan nuevas prácticas contables.

La adaptación local que se ha hecho del CPGC promovido por la OCDE busca fijar criterios y mecanismos para justificar los casos en que

²⁷ Las fuentes consultadas no permiten dilucidar el peso de cada una, pero no sorprendería un peso importante de las privadas.

²⁸ Un experto en gobierno corporativo entrevistado refiere que esas prácticas eran “un tema del cual en 1994 ni se hablaba”.

un familiar profesionalizado ocupe determinado puesto en la jerarquía empresarial. Estas nuevas prácticas detonan un proceso de (re)institucionalización, más no necesariamente de “desfamiliarización”.²⁹

- Estas nuevas prácticas incluyen la constitución de nuevos actores que surgen de una diversificación de los gremios de profesionales de la administración. Este fenómeno se traduce en una segmentación (hacia arriba) del mercado laboral de estos profesionales.

- Viabilizar y dinamizar el cambio de propiedad. Sin menosprecio de su función de atracción de financiamiento externo como un portero que monitorea el flujo de capitales, diría Saskia Sassen (1997); las bolsas en países periféricos se vuelven el escaparate de fusiones y (sobre todo) de adquisiciones y el escenario donde se formalizan. Paradójicamente, al facilitar esta tarea, las bolsas “se cortan las alas” pues estos eventos culminan en la salida de las empresas adquiridas. Si bien algunos deslistes se llevan a cabo por falta de bursatilidad, en otros casos resultan de una buena bursatilidad y la consecuente adquisición, después de lo cual, las empresas ya no requieren este canal de financiamiento local y se dan de baja. El desliste en sus respectivas bolsas locales nos permite hablar de un desarrollo bursátil auto-limitante.

La proactividad del mercado de valores se topa con las redes sociales. La naturaleza de estas redes determina el resultado. Las redes conformadas por las élites empresariales parecen resultar menos permeables que las desarrolladas en torno a la clase gobernante.

Para evaluar el desempeño de la bolsa de valores es necesario entenderla no como una institución en sí, sino localmente incrustada o contextualizada por estructuras sociales y otras instituciones; y como parte integral de un mercado mundial de valores en creciente integración. Es necesario analizarla como un nodo de la red que conforma a ese mercado y la ubicación de ese nodo en dicha red.

El funcionamiento de la bolsa de valores en México está influido tanto por estructuras estrictamente económicas, como estructuras socia-

²⁹ Término señalado por un experto en GC entrevistado.

les con trascendencia económica (Weber, 1977): hábitos pobres de ahorro bancario (baja bancarización), dolarizaron del ahorro, ahorro a través de propiedad raíz, prejuicios morales o derivados por la experiencia, peso de la familia en la organización empresarial, evasión fiscal, corrupción, impunidad y sentimientos nacionalistas, entre otros. Cada uno actuando a diferentes niveles y con distinta intensidad.

Si bien las estructuras sociales en que está incrustado el mercado de valores acotan, y moldean su accionar, este mercado (y los actores que le dan vida) manifiestan una capacidad de agencia nada despreciable: modificar la cultura de los ahorradores; conducir el desempeño de los agentes de las casas de bolsa y encauzar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas y mediar las transferencias de propiedad, lo que potencialmente implica su desnacionalización.

La escasez de emisoras, más que a un estancamiento estructural, parece responder a un equilibrio dinámico consistente en la entrada de empresas necesitadas de capital para crecer y la salida de empresas maduras y reputadas que son adquiridas por grupos financieros extranjeros que las deslistan localmente. En este sentido, las bolsas en países emergentes cumplen funciones distintas por lo que sus parámetros cuantitativos no pueden ser fácilmente comparados con los de las bolsas en países centrales.

Gracias a su capacidad de agencia, el mercado de valores dinamiza diversas estructuras socio-económicas pero con un alcance limitado al entorno inmediato, lo que contribuye a una mayor fragmentación social al institucionalizar capacidades diferenciadas de financiamiento.

Bibliografía

- Abolafia, Mitchel Y. (1997). *Making Markets: , Opportunism and Restraint on Wall Street*, Harvard University Press, Cambridge.
- Cardero, María Elena y Domínguez, Lilia (1982). “Grupo financiero y crisis actual del capitalismo”, en: *Revista Mexicana de Sociología*. Vol. 44, No. 3. (Jul. - Sep., 1982), :887-926.
- Granovetter, Mark (1985). “Economic Action and Social Structure: a theory of embeddedness”, en: *American Journal of Sociology*. # 91. :481-510.
- Granovetter, Mark (1994). “Business Groups”. en: Smelser y Swedberg (eds.). *The Handbook of Economic Sociology*. Princeton University Press-Russell Sage Foundation, New York.
- Gómez, Miguel. “Reflexiones sobre el concepto de embeddedness”. en: *Polis*, 04/DOS. Departamento de Sociología de la División de CSH. UAM. :145-164.
- Gómez, Miguel (2004). “Subcontratación e industrialización de la construcción de vivienda popular. Mercados, empresas, instituciones y poder en los encadenamientos productivos”. *Tesis para optar al grado de doctor en Estudios Sociales*. UAM-Iztapalapa. México, D.F.
- Hoshino, Taeko (2006). “Estructura de la propiedad y mecanismos de control de las grandes empresas familiares en México”. en: Pozas, María de los Ángeles coord. *Estructura y dinámica de la gran empresa en México: cinco estudios sobre su realidad reciente*. El Colegio de México. México.
- Lebrija, Alfonso (2005). “Convergencia de normas de información en México”, en *Presentación del Presidente Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera (CINIF)* en la XVI Convención del Mercado de Valores.

- Leuz, Christian and Felix Oberholzer-Ge (2004). "Political Relationship, Global Financing and Corporate Transparency" . en: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0224.pdf>. Research Center: Financial Institutions Cente.
- Lubrano, Mike (2001). *The 2nd Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable*. OECD, Buenos Aires, Argentina.
- Marx, Karl (1977). *El Capital*. Ed. Siglo XXI. México.
- Morera, Carlos (1998). *El capital financiero en México y la globalización: límites y contradicciones*. en: Era - UNAM Instituto de Investigaciones Económicas, México, D. F.
- Pérez treviño Guillermo (2005). Presentación en el XVI Congreso Mexicano de Valores.
- Polanyi, Karl (1992). *La gran transformación: los orígenes políticos y económicos de nuestro tiempo*. Fondo de Cultura Económica. México, Traducción de Eduardo L. Suárez. 1957.
- Portes, Alejandro and Landolt, Patricia (2000). "Social Capital. Promise and Pitfalls of its role in Development", en: *Journal of Latin American Studies*. Cambridge University Press .:529-47.
- Portes, Alejandro (2006). "Instituciones y Desarrollo: una revisión conceptual", en: *Cuadernos de Economía*, V. XXV, Núm., 45 Bogota, pp. 13-52.
- Ritzer, George (1993). *Teoría Sociológica Contemporanea*, 3a., ed., Mc Graw Hill, Madrid.
- Sassen Saskia (1997). "Electronic Space: embedded and segmented" *International Planning Studies*, Vol., 2, Issue 2, Junio.
- Thompson Graham and *et al* (1991). *Markets, Hierarchies and Networks. The coordination of social life*. Sage publications. London.

Weber, Max (1977). “La objetividad del conocimiento en las Ciencias de Política Sociales” en: *Sobre la Teoría de las Ciencias Sociales*, Barcelona, ed. Península.