

# LAS EMPRESAS EXTRABURSÁTILES

Mtro. Juan José Serratos Cervantes<sup>1</sup>

I.- Introducción. II.- Antecedentes. III.- Las Empresas Extrabursátiles. IV.- El Mercado Extrabursátil como forma de financiamiento (Un Estudio Comparativo). V.- Aspectos Fiscales de las Empresas Extrabursátiles. VI.- Conclusiones.

## I.- INTRODUCCIÓN.

El mercado extrabursátil en México representa un nicho de oportunidades tanto a nivel micro como macroeconómico, sin embargo, existen aspectos que no dejan en claro su actividad y que requieren de una atención adecuada a fin de que su operación se magnifique.

La legislación en materia de valores no se ocupa de este mercado. No existen lineamientos claros y específicos a los que las partes se adhieran, solo normas de carácter general que reconocen y permiten su actividad.

Lo anterior nos conduce a plantear la necesidad de consolidar el régimen que debe aplicarse a estas empresas, a incorporar a la Ley del Mercado de Valores los elementos de regulación requeridos, a fin de unificar consistentemente los lineamientos aplicables a su funcionamiento. Todo ello, orientado a una mayor certidumbre de las partes involucradas y a fincar responsabilidades, ya que sin parámetros legales, la acción de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores se encuentra limitada, en algunos casos nulificada.

En búsqueda del logro de este objetivo, se han promovido varias iniciativas y propuestas a la legislación respectiva en nuestro país, incorporando la figura de

---

<sup>1</sup> Con la colaboración de los Maestros MARIA ELENA DEL ROCIO ACEVEDO TRUJILLO, MARCO ANTONIO MARTINEZ GARZA y JOSE ASCENCION PEREZ VALLE.

“Sociedad Anónima Extrabursátil” para designar a las empresas que se desarrollan en este ámbito. De igual manera, será tarea de la legislación, establecer lineamientos específicos y suficientemente claros, relativos a aspectos organizacionales, corporativos, mercantiles, fiscales y de operación general para estas entidades y sus intermediarios.

Esta figura representa una propuesta para promover el número de emisoras. Sin embargo, es importante señalar, que este tipo de empresas comúnmente operan sin una estructura organizacional adecuada y se encuentran lejos de poder rendir la información que requeriría normalmente una empresa para cotizar en la Bolsa de Valores.

Fiscalmente, tampoco existen lineamientos específicos para este sector. Algunos de sus aspectos se asimilan a los de las operaciones en Bolsa y su aplicación en general es de interpretación. El sector del Mercado de Valores que cotizan en Bolsa comúnmente tiene muchos beneficios en materia impositiva en la mayoría de los países en que se operan, lo cual motiva la inversión; pero no por ello, debe dejar de contemplarse que representa un quebrantamiento del concepto de equidad.

Un marco legal definido para este sector, permitiría identificar a una Empresa Extrabursátil como un buen recepto de capital, con buenos márgenes de riesgo y se establecerían bases firmes para delimitar así el campo de acción de este mercado en todas sus áreas. Igualmente, estas nuevas estructuras financieras comprometen al fedatario público a diseñar instrumentos lo suficientemente sofisticados que permitan su adecuado funcionamiento.

## **II. ANTECEDENTES.**

A fin de procurar una estabilidad macroeconómica en nuestro país, los entes financieros y bursátiles, se han planteado nuevas alternativas que motiven un crecimiento sólido y sostenido del Mercado de Valores, el cual puede lograrse mediante un incremento en el número de emisoras que participan en él.

La innovación, tanto en ámbitos estructurales, legales, mercantiles como en términos de disciplina fiscal, serán requeridos para obtener la creación de nuevas oportunidades de inversión.

La búsqueda de nuevas opciones se enfoca ahora a las empresas jóvenes, a las pequeñas y medianas, que tiempo atrás estaban totalmente exentas de ser contempladas por un Mercado de Valores rígido, complicado y lleno de exigencias. Para ello, será indispensable que los empresarios asuman nuevos compromisos, que con el apoyo de intermediarios financieros, se traduzcan en una derrama de beneficios multisectoriales.

El Mercado Extrabursátil es un mercado descentralizado en el que se conectan agentes de diferentes regiones geográficas para comerciar con valores no cotizados en las bolsas oficiales, generalmente de empresas pequeñas o nuevas que no pueden permitirse los gastos necesarios para ser negociados en un mercado importante. Ejemplo de ello es el mercado NASDAQ el cual es un mercado extrabursátil de acciones estadounidenses.

Este mercado, a diferencia de la oferta pública, se ocupa de la colocación de una emisión bajo par y fuera de bolsa a un número relativamente pequeño de inversionistas. En este tipo de colocación el intermediario o casa de bolsa actúa

como agente y no como suscriptor<sup>2</sup>. Mercado Secundario, Oferta Privada, Mercado Parabursátil, Oferta de Valores no Registrados, son otros nombres con los que se hace referencia al mercado extrabursátil. Internacionalmente recibe el nombre de operaciones “Over the Counter”, comúnmente referidas como OTC.

Las principales características de los Mercados Extrabursátiles son:

- a) Participan en este mercado inversionistas institucionales y calificados.
- b) Las operaciones las realizan a través de sistemas de negociación.
- c) Cuando están reguladas, la legislación es de carácter especial.
- d) Sus instrumentos operan fuera de la Bolsa de Valores.
- e) Operan dentro de un mercado flexible, donde los inversionistas pueden establecer condiciones a sus inversiones.
- f) Es ilíquido y muy volátil, ya que se rige a precios de oferta y demanda.

Asimismo, los Instrumentos del Mercado Extrabursátil son primordialmente:

- Papel comercial extrabursátil: títulos de crédito, por lo general pagarés emitidos por comerciantes.
- Acciones representativas del capital social de personas morales, no inscritas en el Registro.
- Instrumentos financieros derivados
- Títulos no registrados en las bolsas de valores
- Bonos Corporativos y Preferentes
- Bonos Gubernamentales<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> División de Infraestructura y Mercados Financieros, Banco Interamericano de Desarrollo, N.W.Washington, D.C. [www.iadb.org/financial-markets/report/stoc.htm](http://www.iadb.org/financial-markets/report/stoc.htm) 20/Abr/2006

<sup>3</sup> <http://es.geocities.com/ardelbor2002/estrategiat2respuestas.html> 21/Abr/2006

Las autoridades gubernamentales y financieras en México han pretendido instrumentar una ampliación en la disponibilidad de recursos, a través de valores cuyo objeto es el promover la formación de capitales de largo plazo para el financiamiento de inversiones productivas. Para ello, a lo largo de los años se han implementado mecanismos en el mercado de valores. Ejemplo de ello es la creación de los SINCAS<sup>4</sup>: Sociedades de Inversión de Capitales, fondos privados de inversión a largo plazo que operan para pequeñas y medianas empresas con el objeto de fortalecer su estructura financiera y su crecimiento para su eventual colocación en el mercado de valores.

Sobre esta misma tendencia, en marzo del 1993, se emitió la Circular 11-22 de la ahora extinta Comisión Nacional de Valores, la cual pretende formalizar medidas para facilitar el acceso de empresas medianas a recursos de largo plazo, reduciendo para ellas costos de capital y la obtención de financiamiento para su crecimiento y desarrollo, a través de la creación de una subsección denominada “mercado intermedio”, para la inscripción de acciones en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para que puedan ser materia de oferta pública y de intermediación.<sup>5</sup>

En las reformas a Ley del Mercado de Valores en el año 2001 se reconoce la operación de los mercados extrabursátiles, incorporando el capítulo de “Oferta y operaciones sobre acciones no inscritas en el Registro Nacional de Valores”. Es en este capítulo donde se reconoce la operación de Sociedades Anónimas en este

---

<sup>4</sup> Nacional Financiera, Sociedades de inversión de capitales, 2004, <http://www.nafin.com>, 6 junio 2006

<sup>5</sup>Circular 11-22, 1993, A las sociedades emisoras de acciones inscritas o que soliciten su inscripción en la sección de valores del registro nacional de valores e intermediarios, Comisión Nacional de Valores, México DF, <http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/Valores/11-22.htm>

mercado, especificando que no están obligadas a inscribirlas en el Registro Nacional de Valores, ni a solicitar autorización de la Comisión.

Actualmente, planteamientos más ambiciosos se contemplan para este tipo de empresas, con la finalidad de ser incorporados en futuras reformas a la legislación. Se les designa con el nombre de “Sociedades Anónimas Extrabursátiles” (SAEs) y se está estructurando todo un esquema que oriente a estas sociedades a una eventual inclusión a la Bolsa de Valores, aumentando con ello el número de emisoras que cotizan en ella.

### **III.- LAS EMPRESAS EXTRABURSÁTILES**

Los requisitos, costos, exigencias, inflexibilidad y dificultades implícitas para la operación en Bolsa son el principal detonador del mercado extrabursátil. La búsqueda de alternativas innovadoras, dio origen a nuevas opciones con estructuras más flexibles, tanto en la admisión, como en el funcionamiento.

Es en Estados Unidos donde este mercado tiene una representación importante. Designado como mercado Over the Counter, o mercado OTC y realizado por la National Association of Securities Dealers Automated Quotation NASDAQ, la cual, se ha constituido como el segundo mercado mundial de acciones, y es incluida en las Estadísticas de la Federación Internacional de Bolsa de Valores.<sup>6</sup>

El origen de NASDAQ se remonta a la automatización del mercado secundario derivado de un estudio realizado a petición del Congreso de los Estados Unidos a la Securities and Exchange Comisión (SEC) en el que se

---

<sup>6</sup> Sánchez Fernández de Valderrama, José L. 1992, Curso de Bolsa y Mercados Financieros, Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel Economía, 3ra edición, Barcelona, España.

encontró que los mercados extrabursátiles tenían muy bajo índice de seguridad, pues al no estar regulados carecían de transparencia. Actualmente, es capaz de colocar 6 billones de acciones en un día.<sup>7</sup>

El mercado extrabursátil crece en todo el mundo a gran velocidad, ya que representa una fuente real de financiamiento. Las vías de comunicación actuales, permiten un contacto en línea, un trato permanente, constante y con acceso a información al momento, lo cual representa la estructura idónea para el desarrollo e incremento de estas operaciones. Es tarea actual de México el realizar los cambios requeridos para alcanzar la magnitud y la celeridad a la que avanza este mercado internacionalmente.

El mercado extrabursátil es una excelente opción para dispersar riesgos y para encontrar otras fuentes de financiamiento dentro de un ámbito más flexible que el de la Bolsa de Valores. Sin embargo, es importante considerar que existen ciertos inconvenientes o problemáticas a contemplar en este mercado:

a) El riesgo implícito en estas operaciones es muy alto ya que la estabilidad financiera del emisor no está garantizada, la emisión de su información es muy variada y en ocasiones limitada o insuficiente.

b) Su operación esta regulada por el mercado mismo, la legislación existente es escasa o nula y no cuenta con sistemas de supervisión oficial.

c) Las instituciones financieras, son las que conforme a su propia organización, establecen de forma individual, privada y descentralizada, la disciplina que aplican a esta operación.

d) El riesgo de incumplimiento es alto.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> <http://es.wikipedia.org/wiki/NASDAQ> 7 abril 2006

Al ser escasa en nuestro país la legislación aplicable a la materia, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, no cuenta con elementos suficientes para intervenir y actuar ante cualquier controversia que se suscite, ya que la autoridad solo puede ocuparse de aquello que la Ley le faculte, de forma estricta y específica. En todo caso quien mayormente se encuentra facultada para intervenir en situaciones de controversias entre una entidad financiera (cuando actúa como intermediario) y un inversionista, es la CONDUSEF (Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros) quien se ocupa de proteger los derechos e intereses del público usuario de los servicios financieros, prestados por instituciones públicas, privadas y del sector social (aseguradoras, bancos, administradoras de fondos de ahorro para el retiro, buró nacional de crédito, afianzadoras, casas de bolsa, arrendadoras financieras, casas de cambio, etcétera). Está facultada para atender y resolver consultas, reclamaciones, realizar procedimientos de conciliación, actuando como arbitro amigable.<sup>9</sup>

Sin embargo, existen ocasiones en las que ni si quiera ésta comisión puede intervenir, ya que cuando el intermediario funciona solamente como una empresa que ofrece servicios de asesoría, realizándose las operaciones en mercados privados o internacionales, la tutela de esta actividad queda fuera de la legislación mexicana. Ejemplo de ello es el mercado FOREX (Foreign Exchange) o de intercambio internacional de divisas o moneda extranjera. En este marco, no es

---

<sup>8</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2001/esl/pdf/file02s.pdf> 24-Abril-2006

<sup>9</sup> <http://www.oficinaonline.com/coparmexpuebla/tipsjuridicos/view.nhtml?profile=tipsjuridicos&UID=42> 25-Abril-2006

posible para ninguna autoridad, procurar la defensa de los intereses de los inversionistas<sup>10</sup> y mucho menos regular la imposición tributaria aplicable a dichas operaciones

Las reformas a la legislación mexicana, tendientes a la creación de las SAEs Sociedades Anónimas Extrabursátiles, pretendieron detonar un “semillero de empresas” que con posterioridad pudieran incorporarse al mercado de valores. Se tuvo como objetivo encaminar a un mayor número de empresas a cotizar en Bolsa.

Este interés se generó debido a que en los últimos 5 años desaparecieron en México 28 empresas del listado de emisoras, quedando un número inferior a 150 compañías, las cuales resultan muy pocas comparadas con las que cotizan en las Bolsas de Valores de otros países, como por ejemplo: Brasil, donde existe un promedio de 357, o en España donde cotizan 2,071 compañías o en Estados Unidos donde cotizan alrededor de unas 3,600 empresas.

El mercado accionario en México tiene un valor de capitalización de 239 mil millones de dólares, lo que significa que en 5 años creció a una tasa promedio del 14%, y representa alrededor del 32% del PIB, mientras que en países como Brasil este porcentaje es del 55%, y notablemente contrastante con Estados Unidos en donde ocupa una proporción alrededor del 122%.<sup>11</sup>

Ante este panorama, la Bolsa Mexicana de Valores observa a las medianas empresas como una potencial opción para incrementar el número de emisoras. Con las SAEs, se pretende crear un nivel intermedio donde las empresas, al cabo

---

<sup>10</sup> <http://www.condusef.gob.mx>

<sup>11</sup> NOTIMEX, 28 de Abril del 2006

<http://srv2.vanguardia.com.mx/hub.cfm/FuseAction.Detalle/Nota.529698/SecID.19/index.sal>

de 3 o 5 años se orienten a su eventual incorporación a la Bolsa, reduciendo así la brecha existente entre las empresas bursátiles y las extrabursátiles, la cual en la actualidad es muy amplia.

Sin embargo, la realidad es que las empresas pequeñas y medianas PYMES, no cuentan con los estándares requeridos para lograr esa eventual colocación, ya que su perfil habitual normalmente está conformado por los siguientes factores: son empresas familiares, donde la gerencia y los mandos medios son asignados a miembros de la familia o personas cuya capacidad para desempeñar ese puesto no es evaluada; no se asignan recursos suficientes a la administración; mezclan las actividades comerciales de los dueños y de la entidad; y los sistemas que rinden información son inadecuados y por ende, la información no refleja la realidad financiera de la empresa, además de que la información contable no se apega a los principios de contabilidad generalmente aceptados, por lo que tampoco es transparente ni confiable.<sup>12</sup>

Para poder lograr el objetivo de que en un futuro estas empresas coticen en bolsa, será necesario modernizar su estructura corporativa, definir prácticas, funciones y tareas de buen gobierno corporativo. Conformar un consejo de administración con por lo menos un miembro independiente (que no exista lazo familiar), nombrar a un responsable de la existencia y adecuado mantenimiento de los sistemas de contabilidad (registro de operaciones), practicar auditorías, preferentemente a través de un auditor externo que emita estados financieros

---

<sup>12</sup> Voss, Jorge, 2004, Hacia la Convergencia con Normas Internacionales de Contabilidad, Colegio de Contadores Públicos de México, Conferencia del Seminario Interamericano de Contabilidad

conforme a principios de contabilidad. Convocar y llevar a cabo asambleas de accionistas para la toma de decisiones con la correspondiente emisión de actas.

Para estas empresas, tampoco están definidas las responsabilidades, por lo que será indispensable establecerlas, para que todas aquellas personas que emitan una opinión viciada sobre la situación contable, fiscal, financiera y legal de la empresa deban responder por daños y perjuicios a los inversionistas.

En otros países donde operan mercados extrabursátiles en grandes magnitudes, como en Estados Unidos, la legislación incluye conceptos tales como los derechos Tag-Along y Drag-Along,<sup>13</sup> salida a través de recompra de acciones, acuerdos de voto entre accionistas, entre otras. Estas acciones; comunes en mercados de este tipo; no están contempladas en nuestra Ley General de Sociedades Mercantiles, por lo que reformas legales integrales serán requeridas a fin de conformar el marco legal idóneo para el buen funcionamiento de este mercado.

#### **IV.- EL MERCADO EXTRABURSÁTIL COMO FORMA DE FINANCIAMIENTO (Un estudio comparativo).**

Las empresas jóvenes o de nueva creación, en su búsqueda de nuevas fuentes de inversión deben prestar atención a este tipo de operaciones, las cuales representan un recurso financiero alternativo para la actividad emprendedora. Este mercado, por su flexibilidad, se adapta a las necesidades de las empresas

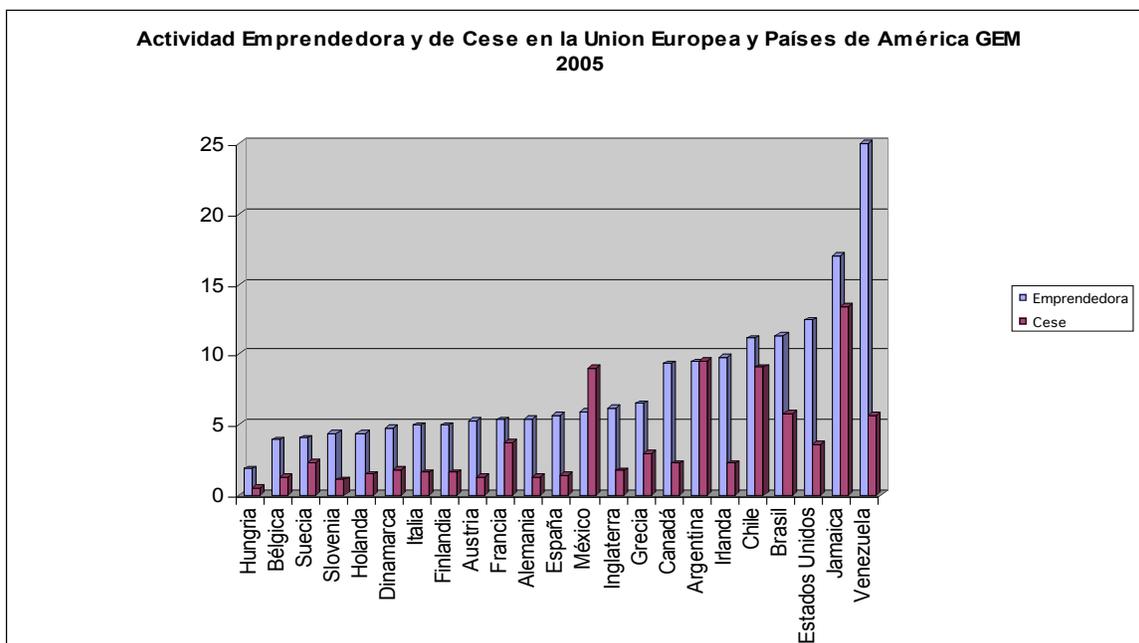
---

<sup>13</sup> **Tag-Along Rights:** En caso de que un accionista de la compañía emisora venda sus acciones, el inversionista de capital de riesgo puede insistir en que sus acciones se vendan al mismo comprador y en las mismas condiciones. **Drag-Along Rights:** Si el inversionista de capital de riesgo vende el paquete de sus acciones, puede exigir a los otros accionistas que vendan sus acciones al mismo comprador.  
[http://fef.es/z\\_contenido/N10\\_ELCLICLODECAPITALRIESGOENEUROPA.pdf](http://fef.es/z_contenido/N10_ELCLICLODECAPITALRIESGOENEUROPA.pdf)

pequeñas y medianas, que por su corto historial y características no accederían a los mercados de valores formales.

En los países que nos ocupan, Unión Europea, Brasil y México, los índices de actividad emprendedora son altos, pero igualmente lo son, los índices de cese de operaciones. Motivar formas de financiamiento representa una verdadera oportunidad para elevar los índices de creación de nuevas empresas y reducir los de cierre de las mismas. Los reportes del GEM Global Entrepreneurship Monitor del año 2005, nos permiten contemplar estos índices y evaluar la necesidad de apoyar financieramente al desarrollo y crecimiento de las empresas.

El proyecto GEM es una red internacional de investigación sobre la creación de nuevas empresas mediante la evaluación cualitativa y cuantitativa de sus 35 países miembros.<sup>14</sup>

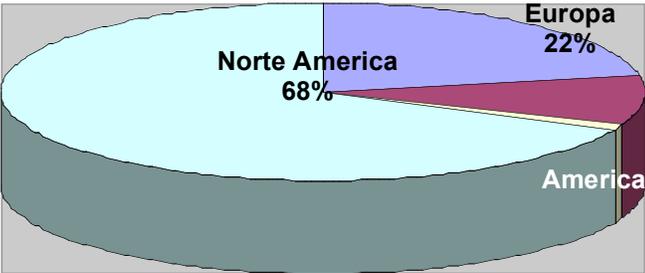


Fuente: Informe Ejecutivo GEM España 2005

<sup>14</sup> GEM España <http://www.ie.edu/gem/index.html#> 15 Mayo 2006

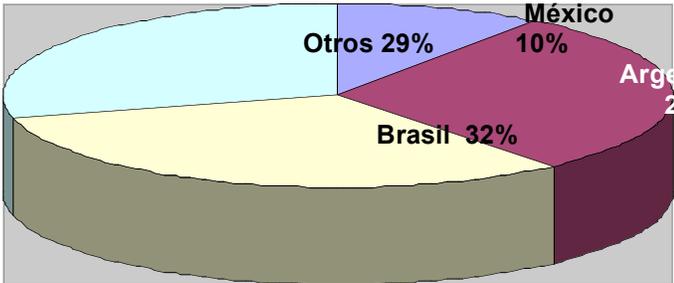
Cabe destacar que los niveles de los países miembros de la Unión Europea muestran un comportamiento promedio homogéneo. Los países de América reflejan índices de creación de nuevas empresas más altos que los europeos. De los países de éste estudio, es Brasil quien revela el mayor índice de empresas nacientes. Es importante resaltar que México es el único país donde el nivel de cese de empresas es tan alto que rebasa el nivel de apertura de empresas.

**Participación en el mercado de capital de riesgo en el mundo**



Fuente : Nacional Financiera, NAFINSA

**Participación en el mercado de capital de riesgo en América Latina**



Fuente: Nacional Financiera, NAFINSA

Por ello, urge la implementación de alternativas que motiven no solo el surgimiento de nuevas empresas, sino además que procuren su financiamiento, así como el de las ya existentes, a fin de disminuir el índice de cese.

Como puede apreciarse, es Estados Unidos el que representa la mayor participación mundial, seguido de Europa que opera en la quinta parte de dicho mercado. Aun falta mucho por hacer en los países de América Latina a fin de procurar una participación mayor.

En la Unión las actividades correspondientes a inversiones se regulan conforme a lo que dicten las DACs (Directivas sobre la Actualización del Capital, comúnmente conocidas como Directivas de los Riesgos de Mercado), y las DSI (Directiva Comunitaria sobre Servicios de Inversión) aplicables a la materia.

La DAC 98/33/CE garantiza condiciones de igualdad entre las entidades de crédito y las empresas de inversión. Las actividades respectivas en el ámbito de los instrumentos negociados en mercados no organizados son supervisados. Uno de los mercados más representativos es el británico Automated Real Time Investment Exchange Limited ARIEL, que realiza contrataciones directas a través de medios electrónicos.

El mercado de los eurobonos nació como mercado de eurodólares, basado en el importante flujo de dólares circulando por los países europeos sin sujeción a las instituciones de la Reserva Federal Americana. No tardó en extenderse posteriormente a otras divisas.<sup>15</sup> Los intermediarios (dealers) y sus operaciones, están sujetas al Código de Conducta de la Association of International Bond Dealers.

A semejanza del NASDAQ se crea en Europa el mercado EASDAQ European Association of Securities Dealers Automated Quotation (1995) dirigido a

---

<sup>15</sup> Sánchez Fernández de Valderrama, José L. 1992, Curso de Bolsa y Mercados Financieros, Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel Economía, 3ra edición, Barcelona, España.

empresas pequeñas y medianas con potencial de crecimiento que necesiten financiamiento.

En la Unión Europea se habla en términos de una moneda única. Se ha implementado una política monetaria unificada de aplicación, lo que se traduce a la desaparición del riesgo de diferencias cambiarias en las transacciones efectuadas entre los miembros.

Toda entidad que preste servicios financieros tanto en mercados regulados como en no regulados requieren estar autorizados a fin de poder garantizar que todas ellas cumplan con un estándar de capacidad establecido por la DSI, cuyos requisitos mínimos son entre otros: montos de capital fijados en la DAC así como honorabilidad y experiencia de sus directivos y administradores.<sup>16</sup>

En cuanto a aspectos fiscales, las inversiones correspondientes a instrumentos representativos de la participación en el capital social de personas jurídicas están gravados por los dividendos que se obtengan de su titularidad, así como la plusvalía que genere su transmisión, así como las primas por asistencia y demás relacionadas con la tenencia.<sup>17</sup>

Los Estados miembros de la Unión Europea tienen competencia exclusiva en materia de impuestos directos con apego a las líneas generales de política de la unión marcadas por las Directivas. La creación de una legislación fiscal específica para el mercado extrabursátil en la Unión Europea requiere, la unificación de esfuerzos para lograr el acomodo de inversores de distinta

---

<sup>16</sup> Idem

<sup>17</sup> Art.23.1 Ley del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas

procedencia, teniendo en cuenta la multiplicidad de marcos legales y fiscales de sus distintos miembros.

Centrándonos en España, como uno de los países miembros de la Unión Europea, señalaremos que su esquema tributario es muy similar al que rige en México. Tienen el Impuesto Sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) con un porcentaje mínimo conjunto, para rentas a partir de 4,161.6 euros, es del 15% y el marginal conjunto, para rentas superiores a los 46,818 euros, es el 45%. En el Impuesto Sobre Sociedades (IS) se tributa a una tasa del 35% y está previsto que se reduzca progresivamente hasta un 30% en 2011 y contempla para las ganancias de capital una deducción del 20%, quedando una tasa aplicable a razón del 15%. Aplican un impuesto denominado Impuesto Sobre la Renta de los No Residentes (IRNR) donde los que tienen un establecimiento permanente tributan al 35% y un 15% adicional a las cuantías o dividendos transferidas al extranjero. Están exentos los intereses y rendimientos derivados de cesión a terceros de capital propio, y el I.V.A. que aplica a una tasa general del 16%, quedando exentas las operaciones financieras.<sup>18</sup>

En las Islas Canarias existen una serie de beneficios fiscales como reducciones a la base gravable, deducciones adicionales y una Zona Especial en la que las sociedades tributan a tasas que van entre el 1% y el 5%.

Por otro lado, Brasil es un país famoso por ser considerado una nación con altos índices tributarios. El órgano que está a cargo de la regulación en materia impositiva es la Agencia Tributaria Brasileña mediante la emisión de "Instrucciones".

---

<sup>18</sup> <http://www.interes.org>

Uno de los instrumentos de inversión en mercados extrabursátiles más promovidos son los BDR's Brazilian Depositary Receipts, certificados representativos de valores mobiliarios emitidos por compañías para ser cotizadas internacionalmente. Es un excelente instrumento para aumentar la liquidez del mercado tanto regulado y como no regulado. Permite que acciones de empresas nacionales sean negociadas en el extranjero, así como recibir valores de compañías extranjeras en el mercado nacional. Las compañías emisoras deben estar registradas y supervisadas por la Comisión de Valores Mobiliarios quien además firma acuerdos de cooperación con los países que deseen participar en este programa. La negociación de BDR's se da en el mercado local, sin que haya transacción directa en los mercados internacionales. Se consideran títulos brasileños por lo que quedan sujetos a las regulaciones brasileñas. Requiere de la participación de un depositario y de un intermediario. Esta última función la realiza un banco interventor autorizado por el Banco Central de Brasil, quien se encarga de recibir o efectuar los pagos de remesas.<sup>19</sup>

Todo capital extranjero que ingresa a tierras brasileñas debe ser registrado en el Banco Central, a fin de que pueda ser repatriado en su momento a su lugar de origen. El excedente del monto repatriado sobre el monto que originalmente entró al país es considerado Ganancia de Capital, quedando por tal sujeto a un gravamen del 15%.<sup>20</sup> Los instrumentos de renta variable están exentas del

---

<sup>19</sup> <http://www.bovespa.com.br>

<sup>20</sup> Guía de Inversiones en Brasil, 2005, Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Sao Paulo. [http://www.sodercan.es/recursos/archivos/areas/%C3%A1rea\\_internacional\\_-\\_red\\_exterior/BRASIL/GUIA%20INVERSIONES%20BASIL.pdf](http://www.sodercan.es/recursos/archivos/areas/%C3%A1rea_internacional_-_red_exterior/BRASIL/GUIA%20INVERSIONES%20BASIL.pdf) 06/May/2006

impuesto sobre la renta. Cabe destacar del cuadro anterior que los dividendos pagados por fuentes brasileñas están exentas de impuestos (a partir de 1996).

Desde el año 2002, con la enmienda constitucional 37, las inversiones en acciones están exentas del impuesto federal del 0.38% por concepto de la CPMF (Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeiro) -impuesto que grava toda operación financiera que se realiza en el país- y a partir de 2006 se extendió a los valores de las emisoras registradas en la BOVESPA, ofertados tanto en mercados iniciales como secundarios. De esta exención solo pueden disfrutar los inversionistas extranjeros, mientras que el mercado local no tiene forma de eludirlo.

La inversión extranjera está sujeta al IOF (Impuesto sobre Operaciones Financieras, el que actualmente está a la tasa del 0%.<sup>21</sup> El impuesto sobre la renta de Personas Físicas y Jurídicas (IRPJ) se aplica a una tasa del 15% sobre la utilidad obtenida, pudiendo aplicar un porcentaje adicional del 10% sobre el monto que exceda al importe de R\$240,000 anuales.<sup>22</sup>

En México las operaciones fuera de la bolsa no se encuentran sujetas a la Ley del Mercado de Valores y no gozan del trato fiscal favorable que aplica a las operaciones concertadas dentro ella.

Para la colocación de los títulos extrabursátiles se requiere de un intermediario, siendo éste las casas de bolsa, cuya actividad fue definida mediante la circular 10-73 del 18 de diciembre de 1984, emitida por la Comisión Nacional de

---

<sup>21</sup> <http://www.bovespa.com.br/indexSP.asp> 01 mayo 2006

<sup>22</sup> Guía de Inversiones en Brasil, 2005, Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Sao Paulo. [http://www.sodercan.es/recursos/archivos/areas/%C3%A1rea\\_internacional\\_-\\_red\\_exterior/BRASIL/GUIA%20INVERSIONES%20BASIL.pdf](http://www.sodercan.es/recursos/archivos/areas/%C3%A1rea_internacional_-_red_exterior/BRASIL/GUIA%20INVERSIONES%20BASIL.pdf) 06/May/2006

Valores, como "la intermediación de títulos de crédito a corto plazo entre empresas no financieras legalmente establecidas en México, a través de colocaciones privadas". La operaciones de intermediación que realizan las casas de bolsa con el papel comercial extrabursátil fueron reconocidas como análogas a las propias de su actividad por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, mediante oficio 7316 del 7 de noviembre de 1984.<sup>23</sup>

Los últimos cambios en esta materia en México incluyeron la creación de una nueva Ley del Mercado de Valores, que trata en uno de sus apartados, sobre la necesidad de crear una nueva figura: la Sociedad Anónima Extrabursátil (SAE), cuyo objetivo primordial es la reducción de la brecha existente entre la empresas pequeñas y medianas (PYMES) y las grandes empresas que cotizan en bolsa. Su reconocimiento e inclusión, colocaría a estas empresas en una posición que le permita tener a su alcance mayores oportunidades de financiamiento.

El objetivo final, sería que posteriormente, al cabo de tres años de estar operando bajo esta figura y una vez que hubieren demostrado buenas prácticas administrativas y de manejo de información confiable y veraz, llegarían eventualmente a cotizar en la bolsa de valores, aumentando con ello el número de emisoras que operan en dicho mercado. Lo anterior implicaría, que estas sociedades estarían sujetas a muchas de las exigencias propias de las grandes empresas que cotiza en bolsa, tales como las referentes a los reportes que éstas deben emitir a fin de transparentar su operación:

---

<sup>23</sup> REUNION DE LA COMISION DE DERECHO FISCAL Y FINANZAS PUBLICAS DE LA BARRA MEXICANA DEL COLEGIO DE ABOGADOS. Licenciado Covarrubias Bravo

La Nueva Ley del Mercado de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre del 2005 y que entró en vigor el 28 de junio del 2006 reconoce la actividad del mercado extrabursátil, incluyendo algunas disposiciones aplicables a los sujetos y a la actividad en general en su Título IX, Capítulo III.

Primeramente identifica como intermediarios en este mercado a: Las casas de bolsa, Personas físicas y morales que desarrollen este sistema de negociación y las “Sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores”: sociedades anónimas que para su constitución, requieren de la autorización previa de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

En su Artículo 260 y 261 permite que la promoción, comercialización y negociación de oferta privada de acciones representativas del capital social de personas morales, no inscritas en el Registro, puedan llevarse a cabo por cualquier persona sin que para ello, se obtenga autorización, siempre que exclusivamente participen inversionistas institucionales y calificados, previa notificación a la Comisión de dichos actos, sin que por ello se entiendan sujetas a supervisión.

En concreto, esta Ley reconoce la operación del mercado extrabursátil, así como a sus sujetos, pero no regula su actividad y no contempla aún la figura pretendida de las SAEs, Sociedades Anónimas Extrabursátiles.

#### **V.- ASPECTOS FISCALES DE LAS EMPRESAS EXTRABURSÁTILES.**

El aspecto fiscal que enviste las operaciones en materia de inversiones es un factor determinante de su elegibilidad como herramientas de inversión.

En México, la legislación impositiva en materia de Impuesto al Valor Agregado, así como en materia del Impuesto sobre la Renta, no contempla la inclusión de un apartado dirigido específicamente a las operaciones en el mercado extrabursátil. De hecho, ni siquiera la palabra “extrabursátil” puede encontrarse dentro del texto de estas leyes. Lo anterior nos conduce a comprender, que su aplicación debe realizarse conforme a la interpretación que se haga de la intención de la Ley, analizando para ello, el objeto gravable que corresponda.

Es de suponer que dada la reciente inclusión del Título IX “De los sistemas de negociación bursátiles y extrabursátiles” en la Nueva Ley del Mercado de Valores, la cual entrará en vigor a partir del 28 de junio del 2006, se contemplarán futuras reformas en materia tributaria más específicas que graven o liberen, según sea el caso, a estas operaciones de los impuestos que les apliquen.

Al no estar estas operaciones específicamente gravadas en Ley, pueden tomarse dos posturas: una muy arriesgada, consistente en el libre gravamen, basándose en la premisa de que los contribuyentes solo se encuentran obligados a aquello que la Ley señale en forma estricta, o bien; otra muy conservadora, consistente en asimilar estas operaciones a otras que sí se encuentren tratadas por la legislación impositiva.

La colocación del papel comercial extrabursátil no representa en sí una enajenación, ya que su operación consiste en que a través de un intermediario, el título es creado por el emisor en favor del adquirente, convirtiéndose éste en el primer propietario del título, condición que se extingue cuando es presentado al cobro. Por consiguiente, al no existir un acto de enajenación, esta actividad no

puede estar gravada por IVA, ya que no coincide con ninguno de los actos o actividades del Artículo 1 de la Ley del Impuesto al Valor Agregado.

Por otra parte, si la colocación se considerara como enajenación, tampoco gravaría este impuesto, ya que el Artículo 9 fracción VII de la citada Ley, establece que no se pagará el impuesto correspondiente en la enajenación de títulos de crédito. Considerando, que el papel comercial extrabursátil es un pagaré y éste, un título de crédito, su enajenación no estaría gravada bajo el amparo de este artículo.

No puede considerarse como intereses el diferencial a su favor que recibe el adquirente de un título extrabursátil, ya que para ello, debiera cumplir con lo establecido en el Art. 361 del Código de Comercio, el cual señala que debe entenderse por interés toda contraprestación que conste por escrito en favor del acreedor, en adición a la cifra principal. En el caso de éstos títulos, el adquirente recibe, a cambio de una cantidad inferior, el importe amparado nominalmente en el título que adquiere. Al no haber por tal intereses en estas operaciones, tampoco aplica la causación del impuesto al valor agregado señalados por los Artículos 18 y 18-A de la Ley del IVA.<sup>24</sup>

En relación con el Impuesto Sobre la Renta, es importante considerar, que el Impuesto Sobre la Renta grava el “incremento en el patrimonio”; elemento esencial, que nos permite considerar este impuesto dentro de este contexto.

Como se señaló en párrafos anteriores, al no existir estipulación expresa de obligatoriedad, se puede tomar una postura arriesgada de no pago de impuestos o

---

<sup>24</sup> REUNION DE LA COMISION DE DERECHO FISCAL Y FINANZAS PUBLICAS DE LA BARRA MEXICANA DEL COLEGIO DE ABOGADOS. Licenciado Covarrubias Bravo

bien, una postura conservadora, dando a estas operaciones el tratamiento fiscal de actos similares conforme a lo siguiente:

- Enajenación de acciones, con la respectiva determinación de la ganancia.
- Ingresos por dividendos
- Ingresos por intereses
- Ingresos por ganancia cambiaria

Para abordar el primer y el segundo punto, es necesario distinguir entre ingresos derivados de la tenencia y transmisión de acciones o partes sociales y las que provengan de la tenencia y transmisión de otros instrumentos.

Por la transmisión, se obtiene una plusvalía: Ganancia por enajenación de acciones; ó una minusvalía: Pérdida por enajenación de acciones, mientras que por la tenencia se obtienen dividendos o participaciones.

La base gravable para la determinación del impuesto por Enajenación de Acciones, se deriva de la ganancia obtenida en la compra-venta de instrumentos accionarios según la diferencia que resulte entre el valor de adquisición y el valor de transmisión conforme al diferencial positivo entre el valor de adquisición y el valor de su cotización a la fecha de la operación.<sup>25</sup> Incluyendo en el precio de adquisición, el importe por el que se realizó la transacción, más los gastos, impuestos y demás erogaciones que correspondan. En México, el procedimiento para la determinación de la Ganancia en Venta de Acciones está establecida en el Artículo 24 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.

---

<sup>25</sup> Artículo 153 2do párrafo de la Ley del Impuesto Sobre la Renta 29 de Diciembre del 2005.

Por los dividendos o cualquier utilidad que provenga por la condición de accionista recibirá el tratamiento general aplicable a Ingresos por Dividendos comprendido en los Artículos 11 y 165 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.

Si los rendimientos generados adoptan la forma genérica de intereses, estarán sujetos a la acumulación del ingreso y a la retención del Impuesto Sobre la Renta<sup>26</sup>, siendo el intermediario, el obligado a efectuar dicha retención o el fedatario público que intervenga al momento del cobro o vencimiento.

Por otro lado, la Ley del ISR si es muy clara al señalar en su Artículo 159 que se acumularán los intereses pagados por sociedades que no se consideren integrantes del sistema financiero y que se deriven de títulos valor que no sean colocados entre el gran público inversionista.

En la mayor parte de los países que cuentan con sistemas financieros, la Ley del Impuesto sobre la Renta contempla el pago de impuestos para las ganancias obtenidas por las personas, que deriven de intereses provenientes de títulos de crédito con plazos de vencimiento superiores al año, situación contraria en la legislación mexicana en la materia, ya que éstas operaciones se encuentran eximidas del pago de dicho impuesto.<sup>27</sup>

Sin embargo, al igual que en materia de IVA, existen elementos legales para no identificar como intereses a la ganancia en la enajenación de valores y otros títulos de crédito operados dentro del mercado extrabursátil, ya que como lo

---

<sup>26</sup> Artículos 103 y 104, así como 159 y 160 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta 29 de Diciembre del 2005.

<sup>27</sup> Exposición de motivos del Decreto que adiciona, reforma y deroga diversas disposiciones de la Ley del Impuesto Sobre la Renta, Palacio Legislativo de San Lázaro, 10 de abril de 1997. Grupo parlamentario del Partido del Trabajo, diputado: Raúl Alejandro Fuentes Cárdenas.

señala el Artículo 9 de la Ley del Impuesto sobre la Renta, solo se considerarán como tal, aquellas operaciones que se desarrollen entre el gran público inversionista.

El impuesto sobre la renta que en su caso se determine, se va a diferir hasta el momento en que los ingresos se distribuyan o sean exigibles, es decir, hasta que sean efectivamente percibidos. De la comparación positiva de los ingresos obtenidos y las cantidades erogadas se obtendrá una ganancia, en caso contrario, del diferencial negativo, resultará una pérdida.<sup>28</sup>

Si se toma el criterio de no acumulación de ingresos, entonces correspondería por ende, un criterio de no deducción de las pérdidas obtenidas en estas operaciones. Si se opta por acumular los ingresos, entonces, sí se podrán deducir las pérdidas, pero sólo podrá efectuarse su deducción hasta por el monto de las ganancias que se hubieren obtenido,<sup>29</sup> de tal manera que el resultado neto es cero.

Dentro de la legislación española se contempla un régimen fiscal especial dentro de la Ley 1/1999 para las denominadas “Entidades de Capital-Riesgo” (ECR), las cuales están sujetas a un régimen jurídico de autorización, supervisión e inspección cuyo objeto social principal es la “toma de participaciones temporales en el capital de compañías no financieras que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores”. Desde el punto de vista jurídico, las ECR son sociedades anónimas con un capital social mínimo de €1.200.000. Disfrutan de un régimen fiscal especial en el Impuesto

---

<sup>28</sup> Artículo 23 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta 29 de Diciembre del 2005

<sup>29</sup> Art.32 Fr XVII de la Ley del Impuesto Sobre la Renta 20 de Diciembre del 2005

sobre Sociedades, consistente en una “tributación favorable” de las ganancias sobre ventas de acciones y dividendos percibidos:

- Exención del 99% en la transmisión de la participación, si se realiza a partir del inicio del segundo año de tenencia.
- Deducción por doble tributación por los dividendos y participaciones.
- Exención en el Impuesto sobre el Valor Añadido de los servicios de gestión.
- Exención del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados de las operaciones de constitución y aumento de capital.<sup>30</sup>

Cabe destacar que como puede apreciarse, en otros países los aspectos impositivos de las operaciones extrabursátiles sí cuentan con una legislación aplicable, como lo es esta Ley de Capital de Riesgo en España o el NASDAQ en Estados Unidos, pero en nuestro país aún no se ha regulado al respecto.

Un último criterio, muy conservador, es el de tomar como Diferencia Cambiaria la ganancia o pérdida que se derive de operaciones de divisas en mercados fuera de bolsa, derivadas de operaciones con fluctuaciones en el tipo de cambio de la moneda en la cual se realizan. Estos mercados reciben el nombre de FOREX (Foreign Exchange)<sup>31</sup> por el intercambio internacional de moneda extranjera.

Al igual que todos los puntos anteriormente planteados, no existe legislación alguna que obligue a la aplicación de este precepto. Tampoco existe un

---

<sup>30</sup> Fundación de Estudios Financieros, Marzo 2005, El ciclo del capital de riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor, 15 de Mayo del 2006.  
[http://fef.es/z\\_contenido/N10\\_ELCICLODECAPITALRIESGOENEUROPA.pdf](http://fef.es/z_contenido/N10_ELCICLODECAPITALRIESGOENEUROPA.pdf)

<sup>31</sup> CONDUSEF <http://www.condusef.gob.mx>

organismo internacional que regule todas las actividades de este tipo que se generan a nivel mundial. Hasta el momento, lo que sí está establecido como obligación fiscal, es el declarar la realización de estas operaciones, tanto en la declaración anual, como a través de avisos<sup>32</sup> que deben presentarse ante las autoridades hacendarias, pero no existen aún gravámenes claramente fijados en nuestro país para este ámbito.

Los países que realizan este tipo de operaciones han establecido en su legislación fiscal normas tendientes a evitar la doble tributación interna e internacional tanto jurídica como económica mediante la celebración de Tratados: la doble imposición jurídica es aquella que se produce por el hecho de que un mismo sujeto tribute dos veces por la misma operación en dos países distintos. La económica, es en la que dos individuos distintos tributan por la realización de un mismo acto<sup>33</sup>.

Estas normas consisten en enfrentar los impuestos generados en dos países distintos por la realización de un mismo acto, conforme a la determinación de la diferencia que resulte entre el impuesto efectivamente pagados en uno de los país y el que correspondería pagar en el otro. En la celebración de operaciones internacionales no deben dejar de aplicarse estos Tratados en la determinación de los impuestos que en su caso se determinen.

Para la determinación de la base gravable, es necesario considerar cual es el criterio que debe tomarse para determinar el valor de las operaciones.

---

<sup>32</sup> Art.54 Fr.III del Reglamento de la Ley del Impuesto Sobre la Renta 17 de octubre del 2003.

<sup>33</sup> Sánchez Fernández de Valderrama, José L. 1992, Curso de Bolsa y Mercados Financieros, Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel Economía, 3ra edición, Barcelona, España.

En el caso de los valores derivados, su valor se determinará conforme al último precio cotizado en el mercado extrabursátil en el que se negocien. Como en el caso de las operaciones extrabursátiles, los valores no cotizan en una bolsa de valores oficial, será necesaria la valuación de un Consejero o Agente experto, quien fije su posible precio de venta. El papel comercial y demás títulos de crédito se valúan a su valor nominal.<sup>34</sup> Cualquier valuación que se determine para estos efectos, deberá elaborarse de manera tal que sea susceptible de ser verificable y sustentable, a fin de confiar que la información emitida es fiable.

## **VI.- CONCLUSIONES.**

Ante la constante y creciente competencia a la que tienen que enfrentarse y de la cual deben sobrevivir las empresas hoy en día, es todo un reto encontrar formas de financiamiento que permitan e impulsen su desarrollo, expansión y crecimiento.

Gracias a la sofisticada infraestructura con la que cuentan las grandes corporaciones, resulta para ellas viable la opción de financiamiento a través de la Bolsa de Valores, mediante la cotización de sus acciones. Sin embargo, para el sector de las empresas, familiares, pequeñas y medianas, esta opción se encuentra fuera de su alcance. Para ellas, el mercado extrabursátil representa una oportunidad de similar naturaleza para acceder a una fuente de financiamiento, a través de la emisión de papel comercial negociado en este mercado.

Estas empresas de tamaño menor presentan la problemática de no contar regularmente con una administración sana, ya que normalmente, los lasos

---

<sup>34</sup> JP Morgan Funds, 2005, Folleto informativo, Septiembre 23 Abril 2006  
<https://www.activobank.com/res/common/documents/fondos/gestoras/3/FOLLETO.pdf>

sanguíneos son determinantes de la autoridad asignada, lo cual se traduce en que están dirigidas y organizadas por personas que no son necesariamente las más capacitadas. Además, es común que no haya suficiente transparencia en su operación, ni en su información. El reto para ellas iniciaría con la corrección de estas condiciones, a fin de mostrarse como empresas sanas, capaces de rendir datos reales, confiables y oportunos sobre su actividad, estabilidad y rentabilidad, otorgando con ello, elementos suficientes a los inversionistas para evaluar el riesgo.

La Incorporación del mercado extrabursátil en la Ley del Mercado de Valores, la creación de un reglamento correspondiente, así como de órganos de supervisión apropiados, daría mayor seguridad a los inversionistas, quienes participarían más activamente, motivando el crecimiento de este mercado, con el correspondiente beneficio del financiamiento anteriormente expuesto. Cabe mencionar, que los inversionistas extranjeros son muy sensibles al nivel de protección al que destinan sus recursos. Un marco legal adecuado, inspiraría una mayor certidumbre para este sector.

Estas consideraciones; principalmente la creación de las pretendidas Sociedades Anónimas Extrabursátiles (SAEs); requieren un adecuado proceso de armonización legislativa que incluye el actualizar la Ley General de Sociedades Mercantiles (legislación que data desde 1934), así como el marco legal impositivo existente, lo anterior con independencia del enorme reto que para la función notarial representa la generación de instrumentos legales acordes a estas nuevas y complejas estructuras financieras.

## BIBLIOGRAFÍA:

- Azuaga, Carlos, Qué son los mercados OTC, El diario montanes, Suplemento de economía, 7 de mayo del 2006 <http://servicios.eldiariomontanes.es/supeco/supecn13.htm>
- Covarrubias Bravo, Papel comercial extrabursátil, Reunión de la Comisión de Derecho Fiscal y Finanzas Publicas, Barra Mexicana, Colegio de Abogados.
- Fuentes Cárdenas, Raúl Alejandro, Guzmán, Moreno, Flores, Narro, Primitivo y Anaya; Decreto que reforma, adiciona y deroga diversas disposiciones de la Ley del Impuesto Sobre la Renta, Palacio Legislativo de San Lázaro, 10 de abril de 1997. Grupo parlamentario del Partido del Trabajo
- Gil Díaz, Francisco, Competitividad y Productividad: Mejorando el desempeño del sistema financiero mexicano, Foro de la OCDE sobre México: "Políticas para Promover el Desarrollo Económico", Noviembre, 2004
- Sánchez Fernández de Valderrama, José L. 1992, Curso de Bolsa y Mercados Financieros, Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel Economía, 3ra edición, Barcelona, España.
- Torrero, Antonio, Internacionalización de las Bolsas y de las Finanzas , Editorial Pirámide, España, 2001

## SITIOS WEB

- <http://www.ladb.org/financial-markets/report/stoc.htm> División de Infraestructura y Mercados Financieros. Banco Interamericano de Desarrollo 1300 New York Avenue, N.W. Washington, D.C. 20577 20-Abril-2006
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2001/esl/pdf/file02s.pdf> 24-Abril-2006
- Directiva 98/33/CE del Parlamento Europeo y del Consejo Luxemburgo 22-Jun-1998  
página web: [http://europa.eu.int/eur-lex/pri/es/oj/dat/1998/l\\_204/l\\_20419980721es00290036.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/es/oj/dat/1998/l_204/l_20419980721es00290036.pdf) 7-May-2006
- Nacional Financiera, Sociedades de inversión de capitales, 2004, <http://www.nafin.com>, 6 junio 2006
- <http://es.wikipedia.org/wiki/NASDAQ> 7 abril 2006

- <http://www.bancomundial.org>
- <http://www.banxico.gob.mx>.
- <http://www.bmv.com.mx>
- <http://www.bovespa.com.br>
- <http://www.condusef.gob.mx>
- <http://www.interes.org>
- <http://www.inegi.gob.mx>
- <http://www.notimex.com.mx>
- <http://www.sat.gob.mx>
- <http://www.oficinaonline.com/coparmexpuebla/tipsjuridicos/view.nhtml?profile=tipsjuridicos&UID=42>
- <http://www.cddhcu.gob.mx/leyinfo/index.htm#legi>
- <http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/Valores/11-22.htm>

#### LEGISLACIÓN

- Ley del Mercado de Valores, Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión, DOF 30-Dic-2005 en vigor a partir del 28 de junio de 2006
- Ley General de Sociedades Mercantiles, Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión, Secretaría General, 24 de Diciembre de 1996.
- Código Fiscal de la Federación, Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión, Secretaría de Servicios Parlamentarios, 01 de Diciembre del 2006.
- Ley del Impuesto Sobre la Renta, Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión, Secretaría General, Secretaría de Servicios Parlamentarios 29 de diciembre del 2006
- Ley del Impuesto al Valor Agregado, Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión, Secretaría General, Secretaria de Servicios Parlamentarios, 23 de Diciembre del 2006.

#### OTRAS FUENTES CONSULTADAS

- Prieto Treviño, Guillermo, Conferencia Innovando para un mejor mercado. XV Convención del Mercado de Valores. Bolsa Mexicana de Valores. 15 de Noviembre del 2004. 110 Aniversario

- Circular 11-22, 1993, A las sociedades emisoras de acciones inscritas o que soliciten su inscripción en la sección de valores del registro nacional de valores e intermediarios, Comisión Nacional de Valores, México DF
- Conferencia Aspectos corporativos del proyecto de Nueva Ley del Mercado de Valores, Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Julio del 2004
- Voss, Jorge, 2004, Hacia la Convergencia con Normas Internacionales de Contabilidad, Colegio de Contadores Públicos de México, Conferencia del Seminario Interamericano de Contabilidad.
- JP Morgan Funds, 2005, Folleto informativo, Septiembre 23/Abr/06  
<https://www.activobank.com/res/common/documents/fondos/gestoras/3/FOLLETO.pdf>
- Guía de Inversiones en Brasil, 2005, Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Sao Paulo.  
[http://www.sodercan.es/recursos/archivos/areas/%C3%A1rea\\_internacional\\_-\\_red\\_exterior/BRASIL/GUIA%20INVERSIONES%20BASIL.pdf](http://www.sodercan.es/recursos/archivos/areas/%C3%A1rea_internacional_-_red_exterior/BRASIL/GUIA%20INVERSIONES%20BASIL.pdf) 06/May/2006
- Global Entrepreneurship Monitor 2005, Informe Ejecutivo GEM España, Ignacio de la Vega, Director de Proyecto. Centro Internacional de Creación de Empresas GEM España.  
[http://www.ie.edu/gem/documentos/informes\\_nacionales/informeGEM05.pdf](http://www.ie.edu/gem/documentos/informes_nacionales/informeGEM05.pdf)
- Fundación de Estudios Financieros, Marzo 2005, El ciclo del capital de riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor. 15 de mayo del 2005. Papeles de la fundación No.10  
[http://fef.es/z\\_contenido/N10\\_ELCICLODECAPITALRIESGOENEUROPA.pdf](http://fef.es/z_contenido/N10_ELCICLODECAPITALRIESGOENEUROPA.pdf)