

# LAS REGLAS DEL JUEGO EN EL MERCADO DE CAPITAL MEXICANO

**Arturo C. Porzecanski<sup>1</sup>**

Buenos días y muchas gracias a *LatinFinance* por invitarme a participar en este evento sobre las “reglas del juego” en el mercado de capital mexicano. Les cuento que mi esposa aquí presente, la Economista Nina Ramondelli y yo, vivimos y trabajamos como profesores e investigadores aquí en la ciudad de México hace más de 35 años, cuando en el país no existía lo que ahora se conoce como un “mercado de capital” – es decir, un mercado que abarca la generación y compra-venta no solo de acciones, sino de bonos (inclusive los certificados bursátiles), divisas, futuros, activos estructurados (como los títulos respaldados por hipotecas o automóviles), productos derivados (como opciones y bonos sintéticos), y otros instrumentos financieros.

En general, cuando uno tenía que financiar una actividad o la adquisición de un activo, lo que uno sabía no importaba mucho comparado con a quién uno conocía. En aquella época, los capitales se obtenían de los parientes, los amigos, los bancos y/o del gobierno. Y gracias a las crisis financieras que empezaron a ocurrir en aquella época con regularidad sexenal, y que nos convencieron de irnos de este país lo más pronto posible, México se quedó muy atrasado en lo financiero en comparación con Canadá y otros países en vías de desarrollo. Aquí no empezó a surgir un mercado de capital hasta que por fin se lograra la estabilidad macroeconómica y macrofinanciera. Por ende, nada de lo que Uds. los jóvenes conocen como el mercado de capital en el México de hoy existía hace siquiera quince años.

---

<sup>1</sup> Profesor Distinguido de Economía y Finanzas Internacionales de American University, Washington DC. Discurso pronunciado en el evento “Las Reglas del Juego en México: Los Concursos Mercantiles y los Mercados de Capital” patrocinado por LatinFinance y que tuvo lugar en el Hotel St. Regis, Ciudad de México, México, el 21 de junio de 2012.

Y es por eso – porque recuerdo perfectamente bien los tiempos cuando en México no había un mercado de renta fija ni siquiera para las obligaciones de la Secretaría de Hacienda, ni que hablar de las empresas privadas – que tanto me interesa, como investigador académico, el tema de las “reglas de juego” en el mercado de capital mexicano y todo lo concerniente a la preservación de los avances hechos por México desde la crisis de 1994. Por ende, me preocupa toda posible erosión de la confianza en el funcionamiento del mercado de capital – en la letra o el espíritu de las reglas del juego – que pudiera generar un retroceso en lo que es, hoy en día, el relativamente fácil acceso de las grandes empresas mexicanas a las fuentes de ahorro e intermediación nacionales y extranjeras a tasas de interés bajas, plazos largos, y en pesos tanto como en dólares.

Y es por ello que yo he seguido de cerca, y he publicado ya dos trabajos, sobre la trayectoria de la Ley de Concursos Mercantiles y su aplicación en el caso de la empresa Vitro, líder en la fabricación de vidrio en México y una de las más importantes de su ramo en el mundo. No soy ni he sido dueño de ni siquiera un bono o una acción de Vitro, y no he sido uno de los muchos expertos pagos que han ofrecido su testimonio en los procesos judiciales en los Estados Unidos o en México. Tampoco soy abogado experto en reestructuraciones y quiebras, sino economista experto en finanzas internacionales y en temas en la intersección de las finanzas y las leyes y reglamentos que establecen las reglas del juego en los mercados de capital.

Mi temor es que los supuestos sobre el funcionamiento del régimen de insolvencia mexicano estén siendo cuestionados por el precedente que el concurso de Vitro está intentando establecer – y que ese cuestionamiento pudiera llevar a un recalcular del riesgo crediticio en México y a una regresión en las prácticas ahora usuales en vuestro mercado de capital.

Ahora bien, para que podamos tener una discusión ilustrada sobre el tema, me parece importante hacer un repaso de los puntos más relevantes del propuesto concurso mercantil de Vitro – concurso que, como Uds. seguramente se enteraron, la semana pasada no fue reconocido por la Corte Federal de Insolvencias de los Estados Unidos y por ende no tiene validez al norte del Río Grande. Y para que Uds. se den cuenta del significado histórico de esta decisión judicial – decisión que la empresa ya ha anunciado que va a apelar – hasta la fecha ningún tribunal de insolvencias de los EE.UU. había negado una solicitud para homologar un plan de reestructuración aprobado al amparo de la Ley de Concursos Mercantiles de México durante su docena de años en vigencia.

Vitro se presentó ante las cortes de Monterrey como un “holding” sin ningún activo y con enormes pasivos, la mayoría de los cuales fueron creados en una maniobra contable a través de la cual el holding se endeudó con sus subsidiarias – y luego se declaró imposibilitado de pagarle lo adeudado ni a sus subsidiarias ni a sus verdaderos acreedores. De un día para el otro en diciembre del 2009, el holding pasó de tener activos netos por el equivalente a US\$1,200 millones a tener pasivos netos por US\$1,500 millones – un giro de US\$2,700 millones.

En casi cualquier otra parte del mundo, dicha maniobra sería calificada como una transferencia fraudulenta, y los que la cometieron pudieran ser enviados a la cárcel. Además, en cualquier otra parte las autoridades judiciales no le permitirían a una empresa presentarse a un concurso mercantil de forma no consolidada, ya que las leyes explicitan que todos los activos y pasivos de una empresa deben ser puestos sobre la mesa y tratados íntegramente.

El concurso mercantil declaró inválidas las garantías de pago otorgadas por las subsidiarias de Vitro (mayormente ubicadas en los EE.UU.) a los inversionistas en tres bonos de la empresa – pese a que dichas subsidiarias no se incluyeron

en el concurso mercantil y no están en quiebra. Dichas garantías fueron eliminadas de un plumazo en Monterrey pese a que son parte íntegra de bonos emitidos en dólares bajo la legislación del Estado de Nueva York; pese a que incluyen la obligación de pagar dichos bonos y prometen que dicha obligación no será afectada por procesos que pudieran tener lugar en México; y pese a que hasta la Suprema Corte de Nueva York las declaró absolutamente válidas y procedentes.

El concurso resultó en una distribución de pérdidas totalmente contrarias a las normales en un proceso de restructuración: se decidió que los accionistas de Vitro se pueden quedar con todo su capital intacto, avalado en unos US\$500 millones, y los acreedores son los que deben tomar todas las pérdidas, avaladas en más de la mitad de lo que Vitro les debe.

En términos de la distribución de las pérdidas, el concurso trató a los acreedores que gozan de garantías de la misma manera que trató a los que no gozan de ellas, violando otro principio básico de toda restructuración que establece las prioridades a reconocer.

El concurso estableció incentivos y penas que normalmente nunca figuran en una restructuración, dándole tratamiento preferencial a aquellos acreedores que aceptaron desde el principio el plan que resultó de dicho concurso, y penalizando a los acreedores que no aceptaron la invalidación de sus garantías y no se suscribieron a la restructuración de pasivos.

El concurso discriminó contra los tenedores de los bonos a los que se les adeuda años de intereses impagos (por unos US\$400 millones) al no reconocer dichos atrasos en el plan de restructuración.

¿Cómo explicar estos resultados tan extraños aún para los estándares de los concursos mercantiles en México? Podemos definir tres hipótesis: La primera es que la empresa y sus abogados supieron aprovecharse de la posible falta de

claridad de la Ley de Concursos, o de lagunas jurídicas en su texto, y/o que los acreedores genuinos y sus abogados no supieron cómo defenderse adecuadamente. La segunda es que existieron fallas de interpretación o aplicación de la ley por parte de los diversos jueces y los expertos designados por el IFECOM que tuvieron injerencia en el caso. Y la tercera es que hubo falta de objetividad por mala voluntad o corrupción. Es difícil saberlo, porque las instancias judiciales en México no son muy transparentes. Sin embargo, en el proceso judicial que tuvo lugar recientemente en Texas salieron a la luz una serie de detalles que no se han publicitado aquí, y que lo dejan a uno preocupado.

Para darles solo un ejemplo: El conciliador designado por el IFECOM, quien terminó proponiendo un plan de restructuración aún más duro con los acreedores genuinos que el plan propuesto originalmente por Vitro, estuvo plagado de conflictos de interés. Su propio despacho jurídico en Monterrey estaba asesorando al directorio de Vitro en el preciso momento en que él fuera designado conciliador. Para la elaboración de los escenarios de restructuración, el conciliador contrató a la empresa que le presta los servicios de auditoría a Vitro, en vez de contratar a una independiente. Y como su compensación, como la de todos los conciliadores, dependió del tamaño de los pasivos sujetos a una eventual restructuración, y también de la aprobación de su plan por parte de una mayoría de los acreedores, él tuvo un incentivo financiero directo para reconocer a los pasivos intra-empresa en el monto total a ser tratado en el concurso – y al hacerlo, supo que esos pasivos con las subsidiarias de Vitro le iban a dar el margen de aprobación necesario para cualquier plan que favoreciera a los accionistas.

En los procesos de mediación y conciliación de otros países, cualquiera de estos conflictos de interés sería considerado inaceptable – y eso me consta en carne propia, ya que soy árbitro para la resolución de disputas reconocido por la

Financial Industry Regulatory Authority de los EE.UU. (FINRA), y a nosotros se nos exige evitar inclusive la apariencia de un conflicto de interés, y se nos compensa por día transcurrido y no por el monto de la disputa o por el grado de aceptación de nuestra decisión.

Ahora bien, es importante señalar que el Juez Federal basado en Texas no criticó la Ley de Concursos en general ni su aplicación en el caso de Vitro, en particular. En ningún momento habló mal de México, y por el contrario mostró su deferencia indicando que muchas de las quejas planteadas por los acreedores deben ser tratadas y decididas por las cortes de México y no en los EE.UU. Es más, pese a las revelaciones sobre lo que pudo haber ocurrido detrás de bastidores, falló que el concurso mercantil de Vitro no fue fruto de un acto de corrupción, y que la Ley de Concursos Mercantiles no establece un proceso corrupto.

Su rechazo del reconocimiento en los EE.UU. del concurso mercantil de Vitro se basó en su violación de aspectos claves de la Ley de Quiebras de los EE.UU., y en el hecho que el plan aprobado en Monterrey va en contra de los principios fundamentales de la justicia norteamericana. Y el hecho más importante al cual apuntó fue que, bajo el concurso de Vitro, las garantías de pago otorgadas a los acreedores por las subsidiarias ubicadas fuera de México habían sido eliminadas.

En otras palabras, lo que más le pareció equivocado e inaceptable fue que un proceso judicial en México violara compromisos hechos en los EE.UU., consagrados en contratos bajo la ley del Estado de Nueva York, y ratificados como válidos por la Suprema Corte de Nueva York. Por ende, toda interpretación que la Corte Federal de Insolvencias le faltó el respeto a México o que afectó su soberanía está equivocada: por el contrario, la corte defendió la soberanía de los EE.UU. ante un manotazo propuesto por Vitro y aceptado por

las cortes de Nuevo León que expropió activos – en este caso, garantías de pago – y violó la esencia de contratos firmados en los EE.UU.

¿Por qué nos debieran importar las instancias del concurso mercantil de Vitro en ambos lados de la frontera norte? Como yo no soy abogado sino experto en el desarrollo y funcionamiento de los mercados de capital, me voy a limitar al aspecto que es de mi competencia. Mi respuesta es que si los dueños de Vitro se fueran a salir con la suya, entonces el acceso al crédito dentro y fuera de México se vería encarecido, ya que los bancos e inversionistas institucionales se darían cuenta que en éste país una empresa puede decidir el resultado de su propia reestructuración de pasivos, y en particular que las garantías que haya otorgado se pueden ignorar.

Lo único que una firma tiene que hacer es crear pasivos intra-empresa que superen sus deudas a acreedores genuinos, para así poder tener la mayoría de los votos necesarios para aprobar un plan favorable a los accionistas y perjudicial a sus acreedores no relacionados, y luego proceder a eliminar garantías y otros respaldos crediticios que hayan sido otorgados con una varita mágica – de esas que se venden en las jugueterías.

Al mismo tiempo, si el concurso de Vitro fuera a prosperar, muchos empresarios mexicanos que se han comportado de acuerdo con la letra y el espíritu de las leyes de México y EE.UU. se sentirían penalizados injustamente, y estarían tentados a usar el precedente establecido para zafarse de sus compromisos financieros encarecidos por las fuerzas del mercado – especialmente durante la próxima recesión o la próxima movida inesperada en la tasa de cambio o la tasa de interés.

Ahora entenderán Uds. por qué me preocupa el fantasma de lo que yo llamo “El Efecto Vitro”: No quiero ver que el acceso al capital con el cual cuentan las empresas mexicanas desaparezca por falta de confianza, así como está

desapareciendo dicho acceso por parte de los bancos y gobiernos de Europa mediterránea por otras razones. No deseo presenciar un desmoronamiento del gran desarrollo financiero que México ha venido registrando en los últimos quince años. Y yo no soy el único: he oído de unos cuantos emisores e inversionistas de ambos países que ellos también están preocupados – y aunque no lo admiten públicamente, están rezando para que Vitro no se salga con la suya.

Por ende, creo importante que la comunidad financiera de México se entere de, y reflexione sobre, lo aquí sucedido. ¿Acaso hace falta modificar la Ley de Concursos para prohibir este tipo de maniobras? ¿Sería conveniente establecer reglas de buen comportamiento para jueces y conciliadores? Como economista que soy, lo que yo se es que no hay mercado que pueda funcionar eficientemente, y que pueda servir bien las necesidades de la sociedad, si las reglas del juego no son claras. Y a mi me parece que, dado lo que hemos presenciado, hoy por hoy las reglas del juego en el mercado de capital mexicano no son claras – y por ende estoy preocupado.

Hace un mes, aquí en el Distrito Federal, el Presidente Felipe Calderón disertó en el 8º Congreso Iberoamericano de Derecho Concursal, y entre otras cosas dijo lo siguiente: “El Derecho Concursal necesita ser sometido a una revisión mayor y profunda para adaptarlo... a las condiciones imperantes de la economía global y a las cuales, por desgracia, a mi juicio, no está suficientemente adaptado. Ha habido, qué duda cabe, en México, una mejora sustancial en la materia, pero saltan a la luz, evidentemente, sus deficiencias. Es indispensable fortalecer la regulación concursal, que permita a las sociedades sobrellevar los problemas generados, sea por la falta de liquidez, o sea por la insolvencia de las empresas, bajo parámetros que disminuyan los costos sociales de esta situación.”

Y el Sr. Presidente se refirió a cinco principios fundamentales que deben regir toda reforma, de los cuales menciono tres de ellos: El segundo, “la Legislación Concursal debe contener, enfáticamente, el principio de justicia. Es decir, que permita ofrecer... el mejor trato a los acreedores, dentro del marco del Estado de Derecho. Y esto es un elemento fundamental, pues toda actividad económica necesita certeza jurídica para quienes con sus inversiones contribuyen al crecimiento de una economía.”

“Un tercer principio, quizá sea éste mismo: la certeza jurídica, la certidumbre. La empresa o el comerciante, deben tener absoluta certeza de las consecuencias de sus actos y lo mismo sus acreedores, trátense de trabajadores, trátense de bancos, trátense de accionistas. Tiene que haber plena certeza jurídica de lo que va a ocurrir una vez que una empresa está en Concurso Mercantil. Y la información tiene que ser plena ahí. Mucho tiene que trabajarse todavía para que funcionen debida y adecuadamente los mercados en contenido de información plena, que no haya nada oculto a los agentes económicos, para que sus decisiones mejor informadas puedan ser eficaces.”

“En cuarto lugar, sugeriría el principio de responsabilidad. Si algo está claro es que no podemos permitir que quien ha actuado negligentemente, quien ha actuado de manera dolosa, evada la responsabilidad de pagar por lo que hizo. Es decir, le corresponde a las empresas llevadas a concurso, desde luego, pero, también, a la justicia y a la autoridad, determinar la responsabilidad, en los casos donde se presente una posición dolosa o fraudulenta.”<sup>2</sup>

Como comprenderán, dado lo acontecido, yo comparto plenamente las palabras expresadas por el Presidente Calderón.

---

<sup>2</sup> Ver <http://www.presidencia.gob.mx/2012/05/el-presidente-calderon-en-el-viii-congreso-iberoamericano-de-derecho-concursal/>