

T
343.08
A 9586
1979
F J y CS.

094669
Ej. 2.

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES

Bolsa de Valores y Mercancías

TESIS DOCTORAL
PRESENTADA POR

Lidia Esther Avilés de Avilés

PARA OPTAR AL TITULO DE
DOCTOR
EN
JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES



1979.

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, CENTRO AMERICA.

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

RECTOR

ING. EDUARDO BODIA SERRA

SECRETARIO GENERAL

DR. JORGE FERPER DENIS

FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES

DECANO

DR. MAURICIO ROBERTO CALDERON

SECRETARIO

DR. JORGE ARMANDO ANGEL CALDERON

JURADOS QUE PRÁCTICARON LOS EXÁMENES
GENERALES PRIVADOS Y APROBARON ESTA
TESIS DOCTORAL

MATERIAS CIVILES, PENALES Y MERCANTILES

PRESIDENTE: DR. MAURO ALFREDO BERNAL SILVA
PRIMER VOCAL: DR. ROBERTO ROMERO CARRILLO
SEGUNDO VOCAL: DR. HOMERO ARMANDO SANCHEZ CERNA

MATERIAS PROCESALES Y LEYES ADMINISTRATIVAS

PRESIDENTE: DR. HORACIO JOSE OLMEDO LOPE
PRIMER VOCAL: DR. BENJAMIN RAMIREZ PEREZ
SEGUNDO VOCAL: DR. ROMAN GILBERTO ZUNIGA VELIS

CIENCIAS SOCIALES, CONSTITUCION Y LEGISLACION LABORAL

PRESIDENTE: **LIG.** ALEXANDER VASQUEZ
PRIMER VOCAL: DRA. ANA MARCELY HENRIQUEZ DE RODRIGUEZ RUIZ
SEGUNDO VOCAL: DR. GUILLERMO CORDON CEA

ASESOR DE TESIS

DR. ROBERTO OLIVA

TRIBUNAL CALIFICADOR DE TESIS

PRESIDENTE: DR. JOSE DIMAS HERNANDEZ
PRIMER VOCAL: DR. **MARIO FRANCISCO VALDIVIESO**
SEGUNDO VOCAL: DR. **JOSE ANTONIO ORANTES**

ACTO QUE DEDICO

A MI ESPOSO TENIENTE CORONEL CARLOS ANGEL AVILES
cuya comprensión y ayuda han sido de mucho provecho
para alcanzar mis ideales.

A LOS FRUTOS DE MI CARÍÑO
CARLOS JOSE Y LIDI^A MARIA, EN QUIENES PONDRE TODO MI
EMPREÑO.

A MI MADRE: BERTA ALICIA AVILES
Que con su espíritu de sacrificio ha constit
tuido la motivación mas grande en el largo
camino estudiantil

A MI QUERIDA ABUELITA: CATALINA AVILES v. DE
CONTRERAS, quien con su amor fué un consuelo.

A MI TIO CARLOS TULLIO AVILES
Quien con su fe y confianza en mis posibilidad
des fué un aliento en mi propósito.

A LAS AUTORIDADES UNIVERSITARIAS, A MI PROFESOU
RES Y PERSONAL ADMINISTRATIVO DE LA FACULTAD -
DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES, por su
cooperación,

A mis Familiares, Compañeros y Amigos

I N D I C E

CAPITULO I. GENERALIDADES

- a) Introducción
- b) Antecedentes Históricos

CAPITULO II. CONCEPTUALIZACION Y FUNCIONES DE LA BOLSA DE VALORES Y MERCANCIAS.

- a) Definiciones y Conceptos
- b) Algunas Funciones
 - 1. Funciones Jurídicas
 - 2. Funciones Económicas
 - 3. Funciones Financieras
 - 4. Funciones Informativas
 - 5. Funciones Reguladoras

CAPITULO III. ORGANIZACION Y FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA DE VALORES Y MERCANCIAS.

- a) Reseña Histórica y Organización de la Bolsa de Nueva York
- b) Régimen Jurídico que regulan los Valores Mobiliarios
 - 1. La Facultad de Emisión
 - 2. La Inscripción
- c) Exámen General de la Bolsa de Mercancías 7.36
- d) Algunas Consideraciones de la Bolsa en el Derecho Extranjero.

CAPITULO IV. FUNDAMENTOS LEGALES PARA EL FUNCIONA-
MIENTO DE LA BOLSA EN EL SALVADOR

a) Antecedentes Legales

b) Comentarios sobre el contenido y al
cance del Proyecto de la Bolsa en -
El Salvador.

CAPITULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

a) Conclusiones

b) Recomendaciones

PALABRAS PREVIAS

Inclinada por una marcada línea auténticamente vocacional, hace unos años me decidí a estudiar la carrera de JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES, con la idea de que, siendo una de las disciplinas más importantes para la vida de los pueblos, pudiera un día poner al servicio de mi Patria, el bagaje de los conocimientos adquiridos.

Al concluir dicha carrera, he confirmado plenamente ese hecho incontrovertible, así como también he comprobado, que el Derecho está presente en las diversas actividades de la variada vida privada e institucional.

Por ello, mi trabajo de tesis lo he elaborado coordinando aspectos legales y económicos y con la esperanza de que, pueda tener alguna utilidad en el desarrollo del proceso económico.

Debo aclarar que este trabajo no es perfecto ni pretende serlo pero ha sido el resultado de la acuciosidad del estudio, del análisis y exámen de diversas obras que contienen algunos principios sobre BOLSA DE VALORES Y MERCANCIAS, incluyendo disposiciones Constitucionales y Decretos del Poder Ejecutivo.

Con todo, me sentiría sumamente halagada si este esfuerzo mío pueda contribuir en alguna medida a informar a aquellas personas interesadas en el tema relacionado.

I. GENERALIDADES

a) INTRODUCCION

El tema de la BOLSA DE VALORES Y DE MERCANCIAS, tiene diversos aspectos, es decir, económico, jurídico, moral y hasta político, pero nosotros abordaremos aquí sólo el segundo que nos compete por motivos profesionales y de especialización, - aunque en algunos aspectos también debemos referirnos a los demás.

En nuestro medio jurídico no es muy abundante la bibliografía al respecto, porque si bien funcionan algunas instituciones que pueden parecerse tanto a la Bolsa de Valores como a la de Mercancías, todavía falta especialmente la adecuada legislación, e incluso, el estudio y la doctrina que constituye un antecedente de aquellas.

A pesar de esta dificultad el análisis de dichas bolsas resulta muy interesante, porque puede servir para futuras investigaciones sobre el particular, de manera que aquí, dentro de los modestos límites de una tesis que presento a la Facultad de Jurisprudencia y Ciencias Sociales de la Universidad Autónoma de El Salvador, hemos procurado reunir los elementos de conocimiento que permitan una mejor comprensión de los complejos fenómenos jurídicos de la Bolsa de Mercancías pero más especialmente de la Bolsa de Valores.

En términos muy generales ambas Bolsas están dentro del llamado mercado, pero la Bolsa de Valores como su nombre lo indica, es el mercado donde los inversionistas pueden comprar y vender los valores, lo mismo que las emisiones en circulación, mientras la Bolsa de Mercancías se ocupa de las mismas operaciones correspondientes a los denominados productos, tan

to si los tenemos a la mano como "disponibles" o si se trata de "futuros" en transecciones especiales, que detallaremos - después oportunamente.

En todos los países desarrollados operan ambas Bolsas, y aún en aquellos en proceso de desarrollo, ya que su funcionamiento facilita las operaciones comerciales y pone en contacto a compradores con vendedores dentro de los preceptos legales, ya que hay que eliminar desde el principio, la errónea - idea de que el manejo y aprovechamiento de esas Bolsas, representa, por así decirlo, "un juego de azar", donde lo que impere es la especulación y el calculismo. En esto tienen verdadera importancia no sólo los aspectos jurídicos sino también -- los morales, ya que sin unos ai otros, no puede surgir válidamente ninguna de esas formas de intercambio.

Hay que tomar en cuenta que estas Bolsas han nacido en - la práctica de comerciantes y corredores, algo patente, por ejemplo, en la Bolsa de Valores de Nueva York, que como dicen los historiadores de ella se originó gracias a un activo grupo de esos exponentes, que se reunían bajo de un gran sicomoro, vetusto por cierto, que creció en la Calle de Wall, en dicha Ciudad, a las postrimerías del Siglo XVIII. Dicha reunión era, principalmente, para negociar en bonos del Gobierno y en acciones bancarias. Así, la Junta de Valores de Nueva York, - fué organizada oficialmente en 1817 y en 1869 se estableció - institucionalmente. Por ello, en las Bolsas de Valores no hay que perder de vista los intereses directos e inmediatos, que a veces escapan a la doctrina jurídica que sobre ellos ha sido construída mediante la labor de los juristas y hombres de derecho.

De acuerdo con lo anterior, la importancia de las Bolsas relacionadas adquiere un doble valor: el teórico y el práctico.

Aquel en el desarrollo de ideas e instituciones que el derecho norma y reglamente. Y esta en la vida misma de negociantes y corredores. En tal enfoque cabe atender tanto a los imperativos doctrinarios, pues ya las Bolsas de Valores como la de Mercancías han adquirido principios y directrices, como a las exigencias en la esfera de los negocios que comportan desde luego una utilidad correspondiente.

Con el transcurso del tiempo las Bolsas referidas han desenvuelto no sólo el campo de sus operaciones que a veces presenta órbita internacional y aún mundial sino también el perfeccionamiento y la estabilización de sus actividades propias como tendremos ocasión de verlo en el examen de los antecedentes históricos en relación a la actualidad siendo esto palpable si comparamos a aquellos señores que se reunieron bajo el sicomoro neoyorkino, cuya calle dió nombre a la Bolsa de la cosmopolis norteamericana, con la Bolsa de Nueva York tal como funciona al presente, cuando de ella están pendientes miles y miles de interesados y sus informes y datos aparecen continuamente no sólo en publicaciones especializadas dirigidas a economistas o jurisconsultos sino en la misma prensa diaria, lo que revela la magnitud de sus renglones y el general interés que suscitan sus resultados.

A medida que avanzamos en el estudio de las Bolsas de Valores y de Mercancías, nos dimos cuenta de su complejidad e importancia, por lo que nos hemos propuesto persistir en la investigación de las mismas, de manera que esta Tesis constituya apenas el primer paso en la trayectoria de un trabajo --

más amplio y documentado, ya que, como lo dijimos anteriormente, tropezamos con dificultad de la poca bibliografía nacional existente, y lo que debe interesarnos más es propugnar -- porque se legisle sobre la Bolsa de Valores, aunque hay precedentes, incluso decretos ejecutivos en El Salvador, promulgados en fechas recientes y aún un proyecto de Ley que de ser -- aprobado emanará del Poder Legislativo, como tendremos oportunidad de exponerlo en la parte final de esta Tesis.

Las distintas disciplinas jurídicas y sobre todo el derecho mercantil, son de primordial necesidad en el estudio de -- las Bolsas de Valores y de Mercancías, aunque hemos notado -- que en los tratados sobre la materia se estudian de un modo -- muy general y si se nos permite el atrevimiento, superficial por lo que urge llamar la atención acerca de los aspectos jurídicos de dichas Bolsas, sin los cuales no podrán desempeñar a la altura, sus finalidades y propósitos, sin descuidar tampoco sus indispensables facetas económicas.

Ojalá que esta Tesis contribuya en forma sencilla pero -- efectiva para que las Bolsas de Valores y de Mercancías sean objeto de mejores enfoques, todo para bien del derecho mercantil que es la rama jurídica más directamente relacionada con ellas, aunque también incide en el asunto el Derecho Civil.

Hemos hecho el esfuerzo de agregar a lo dicho por los -- conocedores de la materia, algunas experiencias del rudimentario desarrollo de la Bolsa de Valores en El Salvador, aunque en este Capítulo nuestra aportación sea reducida y fragmentaria, pero por algo hay que empezar, dadas las condiciones imperantes.

b) ANTECEDENTES HISTORICOS

El origen de las Bolsas es muy antiguo ya que tiene por resorte la necesidad de las operaciones comerciales, pero a medida que éstas aumentaron, las Bolsas fueron creciendo en la debida progresión.

Al principio, en la época que los hombres buscaban siempre la protección de sus dioses el estado teológico de que nos habla Comte las fechas del mayor intercambio de productos se hacían durante las festividades religiosas; y todavía hoy, pasados siglos, vemos florecer las Ferias como una manifestación de ese fenómeno religioso-social. De ahí que las Ferias presenten, como tantos otros acontecimientos en sus inicios el sello de la divinidad.

En los arcaicos pueblos orientales ya encontramos las primeras manifestaciones de actividad mercantil, por ejemplo en el histórico Código de Hamurabi que rigió en las ciudades babilónicas. Después los fenicios que progresaron tanto gracias a su talento de navegantes y traficantes, sobre todo del múnice fundaron factorías a lo largo y ancho del Mar Mediterráneo y sus negocios alcanzaron hasta el Mar Báltico y aún el Mar Rojo.

Los griegos, también buenos marinos y hábiles comerciantes llevaron sus productos mucho más allá de su Mar que era el Egeo hasta el Cercano y también el lejano Oriente, en especial en la legendaria etapa del Imperio de Alejandro, porque el hijo de Filipo de Macedonia, como es sabido, no se conformó con dominar en la Hélade sino que conquistó, entre otros, a países como Mesopotamia, Media, Perso, logrando imponerse al Rey Poro en la misteriosa India. Las celebraciones de Delgos, don

de actuaba el Oráculo que tenía como lema "conócete a tí mismo", que luego adoptaría Sócrates para la divulgación de su doctrina, es de las más famosas celebraciones en el mundo griego y por ello las festividades en honor del Dios Apolo, trajeron como es lógico y natural, un desenvolvimiento comercial que en décadas posteriores se extendió a las dependencias del imperio alejandrino. Basta mencionar que la palabra "Emporio" - que llevaba todavía un céntrico y conocido mercado de San Salvador, era entre los griegos sinónimo de contratación mercantil.

Con los siglos del Imperio Romano el derecho mercantil que siguió al Civil, adquiriría mayor importancia. El Derecho de Gentes que vino a flexibilizar los rígidos postulados del Derecho Civil, dió el efecto de aumentar el tráfico de mercancías en todas las provincias romanas que se extendían por todo el Mediterráneo, llegando hasta las Galias y la Bretaña. Los autores señalan los llamados Colegios de Mercaderes como el Primigenio antecedente de las Bolsas, aunque sobre esto se discute mucho, pues abundan los estudiosos que los consideran simplemente asociaciones de comerciantes y no verdaderas Bolsas.

Al derrumbarse el Imperio Romano de Occidente, porque el del Oriente le supervivió muchos años sostenido por la autoridad del "Basileus", con sede en Constantinopla, la anterior Bizancio, Europa, incluyendo desde luego lo que sería Francia, Alemania e Inglaterra, quedó separada en múltiples reinos, principados y señoríos.

Semejante situación prevaleció hasta bien entrada la Edad Media, continuando interrumpidas las comunicaciones que inauguraron los romanos y con ellas el tráfico de mercancías,

les estaban limitadas a sus propios recursos agrícolas y al comercio interior.

Como es sabido, los factores políticos en el principio de la Edad Media y también en etapas posteriores, influyeron en el entorpecimiento de las transacciones mercantiles que tuvieron mucho auge bajo las águilas de los romanos. Entonces las esferas de poder y jurisdicción fueron disputadas por el Papa, el Emperador, los Reyes, los Señores Feudales y las llamadas Ciudades-Libres. En esa desorganización política, jurídica y administrativa no era posible pensar en un intercambio ordenado y útil.

A pesar de todo, los comerciantes se dieron maña para -- proseguir en sus actividades, viajando de una parte a otra -- afrontando serios peligros y venciendo toda clase de obstáculos para ofrecer a propios y extraños sus mercaderías. Poco a poco, en medio de valladares sin cuento, aparecieron las Ferias que representan los antecedentes próximos de las Bolsas Mercantiles, ya a la mitad de la Edad Media.

Es reconocido que el término de "Bolsa" destinado a indicar los centros de operación mercantil, surgió en la ciudad de Brujas, en Flandes, siendo la primera en ese ramo. Y el nombre fué tomado del edificio de la familia Wan Der Beurse, pero no todos los mercantilistas están de acuerdo en ello, como pasa con el conocido español, por lustros radicado en México, D.F., donde murió el Dr. JOAQUIN RODRIGUEZ Y RODRIGUEZ, quien afirma:

"Aunque las Bolsas de Mercancías son de mayor antigüedad a finales de la Edad Media, en Venecia, Florencia y Génova, encontramos diversas organizaciones bursátiles y a finales --

del Siglo XV está organizada la Bolsa de Brujas. En el Siglo XVI se establece la de Nuremberg y en el siglo XVII la de Amsterdam. En el siglo XIX, por la enorme difusión de los valo--res industriales, se desarrollan de un modo extraordinario en el mundo entero.

Es dudoso si la palabra bolsa deriva del apellido Vander Beurse, en cuya casa se estableció la primera bolsa flamenca, o si deriva sencillamente de la palabra latina bursa, signi--ficativa de corporación estudiantil. (Derecho Mercantil, Ed. Porrúa, México, D. F. 1972, p. 27).

Independientemente del origen de dicho vocablo se infiere de lo expresado por el referido autor el relieve de la Bolsa de Brujas, como inmediato antecedente de las posteriores.

Desde luego las Bolsas de Mercancías surgen antes que las Bolsas de Valores, Aquellas en España se designaron con el --nombre de "Lonjas", como la de Valencia, Burgos y Sevilla, --las más destacadas allí, en los siglos XIII, XV y XVI. En la última ciudad se fundó la Casa de Contratación de Sevilla que regulaba las relaciones comerciales de la metrópoli española con sus dominios de América. A ellas podemos agregar, la de -Barcelona y por tanto, la palabra "lonja" proviene de la catalana "Llota".

Al par, hay que mencionar a la Compañía Holandesa de Indias Orientales de 1602; la Compañía Inglesa también de las Indias Orientales, de 1612 y la Compañía Holandesa de Indias Occidentales, de 1622, que intensificaron el tráfico ultramarino de Europa.

Cuando se constituyen las principales Bolsas del mundo - en su formación hay circunstancias semejantes, dentro de con-

diciones económicas y sociales muy especiales.

Entre estas situaciones comunes pueden señalarse las siguientes:

a) La circunstancia de que en un principio las "Bolsas" no constituían mercados permanentes;

b) El hecho de que las operaciones, antes de estar organizado el mercado de valores, se efectuasen en la calle y se confinaran a un barrio especial;

c) El que en un principio los efectos de contratación -- fuesen todas las mercancías susceptibles de comercio.

Así tenemos que a fines del siglo XVII y el Siglo XVIII se encuentren organizadas ya las principales "Bolsas Internacionales", tales como las de Londres, París, New York, Bruselas, Amsterdam, Zurich y Berlín.

Al transcurso del tiempo, las distintas Bolsas fueron especializándose en sus operaciones, llegando entonces a reducirse a pocos productos, y a uno solo, dada la cantidad del intercambio de ellos, lo que vemos claramente en la Bolsa de Nueva York, según Herbert Spero:

En sus principios solamente se negociaba en un solo papel en cada sesión. Bajo la presión de la inestable situación monetaria existente después de la Guerra Civil, se permitió comerciar a la vez con todas las emisiones. Los años siguientes vieron crecer el número de miembros y las actividades hasta incluir un sistema de despacho para acelerar la liquidación de las negociaciones en valores y un sistema de indicadores eléctricos automáticos para registrar las cotizaciones (Moneda y Banca, Ed. Minerva Books, 1964, p. 161).

Y si eso pasaba en la Bolsa de Valores neoyorkyna, en --

de las Bolsas iniciales, tanto en Valores como en Mercancías, a lo que debe unirse la reglamentación del Estado, porque cada una tuvo su legislación especial.

Por ejemplo, la Bolsa de Nueva York se encaminó principalmente a actividades, diríamos privadas en materia de ferrocarriles industria y banca, mientras que en la Bolsa de Paris intervinieron mucho los bonos de la deuda pública francesa.

Igualmente se distinguen las Bolsas que, como la de Berlín, comenzaron dedicándose exclusivamente a valores alemanes, de la Londres que desde el principio operó con valores de los distintos países interesados en el intercambio de los mismos.

El internacionalismo de la Bolsa de Londres se destacó desde un principio, pues como decimos operó con valores de diferentes países. Históricamente la Bolsa de Londres influyó de manera preponderante en el desarrollo económico de Inglaterra. Cuando se presentaron las primeras solicitudes de capitales que la creciente industrialización inglesa requirió en el Siglo XIX fué a través de la "Bolsa", donde se formaron esos capitales mediante la transformación de los pequeños ahorros individuales en grandes sumas. Las Bolsas de Londres contribuyó a robustecer la confianza del público en los valores; gracias a sus sistemas de publicidad y a su empeño de difundir entre el público las ventajas de dichas inversiones. Por este tipo de actividades realizadas por la Bolsa puede decirse que los ingleses se habituaron a la adquisición de valores, - siendo la Bolsa de Valores de Londres un valioso auxiliar en el desarrollo de los ferrocarriles, la marina, las industrias del acero y del hierro y la industria textil. En esta forma - la Bolsa de Valores de Londres contribuyó a crear el conocido sistema inglés del capitalismo del pueblo. según aparece de -

diferentes autores.

Y como Inglaterra era, para esas fechas, el mayor imperio mundial, la Bolsa de Londres, como después pasara con la de Nueva York, pronto se internacionalizó atrayendo a inversionistas y corredores de distintas regiones, países y continentes.

Finalmente podemos señalar dos sistemas en el desenvolvimiento de las Bolsas de Valores: uno, que podemos llamar de la libre empresa, en el cual el Estado únicamente se limitó a la promulgación de las respectivas leyes, sin intervenir en las operaciones; y otro, que podemos denominar oficial, en que el Estado sí puso manos en las transacciones del caso, como sucedió en la Bolsa de París, donde el gobierno designó a Comisionistas Oficiales para sus valores otorgándoles ciertos monopolio para que operen reservándose, además el derecho para determinar las comisiones de tales agentes. Estos eran designados por el Presidente de la República Francesa y debían rendir fianza, quedando sumetos a una estricta vigilancia. Además, la Bolsa, en Francia tiene carácter oficial.

Entre las Bolsas de Mercancías dedicadas a varios productos, cabe señalar lo que dice el Licenciado ARTURO MORALES FLORES:

"En los Estados Unidos los productos que alcanzaron mayor comercio internacional, tales como el tabaco, algodón y luego los cereales, como trigo, maíz y avena, fueron objeto de mercados locales que se difundieron en las regiones agrícolas y se crearon como consecuencia los mercados de distribución, establecidos en New York, Chicago, Savannah, Nueva Orleans y otros ciudades",

(Las Bolsas de Valores y de Mercancías, Publicaciones del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1954, p. 7)

Y agrega el Licenciado Morales Flores: "La organización del "Board of Trade of the city of Chicago", que es la Bolsa de mercancías más grande en el mundo entero, fué organizada oficialmente en 1848, no obstante que empezó a funcionar hasta 1865, como una Bolsa de mercancías organizada. Siguió en los Estados Unidos otras más como la "New York Produce Exchange" en 1862, la "New York Cotton Exchange" en 1870 y la "Coffee Exchange of the City of New York" en 1885 (p. 7). El mismo autor indica: "El mercado bursátil es un reflejo de la situación de la plaza donde opere la bolsa o bien, si tiene un carácter internacional como las Bolsas de New York, Londres o París, se refleja en ellas la situación mundial por operarse valores de todo el mundo. La manifestación más característica del movimiento de valores de bolsa cristaliza en lo que se llama "la tendencia", o sean la dirección que siguen en conjunto los valores matriculados en la bolsa, según que los precios suban o bajen o se mantengan estacionarios". p. 9.

II CONCEPTUALIZACIÓN Y FUNCIONES DE LA BOLSA DE VALORES Y

MERCANCIAS

a) DEFINICION Y CONCEPTOS

Hay que tratar las dos clases de Bolsas: la de Mercancías y la de Valores.

El Doctor RODRIGUEZ RODRIGUEZ, dice: "CLASES DE BOLSA: Es tradicional la distinción entre Bolsas de mercancías y Bolsas de Títulos. En México sólo existen éstas. Las Bolsas de mercancías se conocen con el nombre tradicional de Lonjas. En todo caso es común a unas y a otras la nota de que los títulos, metales o mercancías que son objeto del tráfico en las mismas, no estén presentes en los locales de la Bolsa". (obr. cit. p. 27)

Pero anteriormente, nos da un concepto: "Las bolsas son instituciones auxiliares de crédito que tienen por finalidad crear los medios necesarios para la celebración de contratos sobre títulos valores y metales preciosos" p. 23.

Algunos tratadistas definen las Bolsas de acuerdo con los lugares en que se factúan las transacciones, pero eso no aclara la naturaleza ni el alcance de ellas, así el propio "Vivante" :

"La bolsa es la reunión, el lugar legalmente autorizado, de comerciantes, agentes mediadores y personas extrañas a la profesión mercantil para concluir determinados negocios. Con el nombre de Bolsa se designa tanto la referida reunión como el local en que tiene lugar y aún el conjunto de operaciones llevadas a cabo en una misma sesión".

Puede decirse que, en términos generales, cada autor pone su personal definición de lo que es Bolsa como institución de Derecho Mercantil, más lo que a nosotros nos interesa radi

ca en conceptualizar primero las Bolsas de Mercancías para lo cual recurriremos al economista Charles Hardy en su Libro "Risk and Risk Bearing", p. 205, citado por el Licenciado Morales Flores, a p. 21:

"Una bolsa de productos es una organización de traficantes o comerciantes, formada con el propósito de facilitar el negocio de comprar ciertos productos, e incidentalmente para promover el común interés de sus miembros através de la publicidad legislación, información y otros servicios que pueden ser de utilidad".

O sea que en las Bolsas de Mercancías se va a comprar o vender materias o productos, dada la escasez o abundancia de ellos, a veces tratándose de personas interesadas en un solo producto, como lo hicimos notar en los Antecedentes Históricos de las respectivas Bolsas, y así se deduce del dicho de otro economista, VERNON A MUND, también citado por el Licenciado Morales Flores en seguida:

"Comerciantes y especuladores comprando productos de acero cuando la demanda de consumo está declinando y vendiéndolos cuando la actividad comercial ha mejorado ayudan a estabilizar los precios y sirven para ampliar el mercado y hacerlo más efectivo para productos primarios". (Open Markets, p. 176).

Las operaciones en las Bolsas de Mercancías pueden ser a plazo fijo o contratos llamados de futuro, que son los más frecuentes. Dejemos la palabra al Lic. Morales Flores, en la mencionada Obra:

"En teoría el negocio especulativo en el mercado de futuros toma la siguiente trayectoria: El especulador, de acuer

do con su conocimiento del mercado, trata de determinar lo que debe considerarse como precio correcto correspondiente al mes de futuro, objeto de su compra o venta. Si el precio corriente del futuro (determinado mes) es más alto que este "precio correcto" que él ha juzgado como tal, él se apresurará a vender en la bolsa por temor de que si lo hace el precio bajará en el futuro y le causará una pérdida, teniendo siempre en mente al mismo tiempo volver a comprar ese mismo volumen cuando ese precio de acuerdo con sus cálculos, ha descendido. Si por el contrario el precio actual es más bajo de lo que él considera "precio justo" o precio correcto" él se apresurará a comprar inmediatamente, venderlo cuando dicho producto suba de precio. Si sus cálculos son correctos, él habrá hecho una ganancia consistente en la diferencia de precio entre la venta y la compra antes referida". p. 21.

Y aunque el mismo Licenciado MORALES FLORES apunta que ha puesto el caso más simple, para mejor claridad; en la práctica se complica más (Not. (1) p 21) eso da una noción de las operaciones a futuro, en las Bolsas de Mercancías.

En los contratos a futuro el objeto de la venta son cosas que aún no existen, pero que se espera lo sean en el porvenir, a lo cual traeremos a cuentas el Art. 1617 del Código Civil:

"La venta de cosas que no existen, pero que se espera que existan, se entenderá hecha bajo la condición de existir, salvo que se exprese lo contrario, o que por la naturaleza del contrato aparezca que se compró la suerte". Y podemos relacionarlo con el Art. 1701 del mismo Código:

Se cede un derecho litigioso cuando el objeto directo de la cesión es el evento incierto de la litis, del que no se hace responsable el cedente. Se entiende litigioso un derecho,

para los efectos de los siguientes artículos, desde que se no tifica judicialmente la demanda".

Se trata de contratos aleatorios, por ejemplo, el de una cosecha futura, pero ahora nos toca abordar la transformación que han sufrido las operaciones en las Bolsas de Mercancías, que ya no son aquellas Lonjas donde concurrían los comerciantes o agricultores; incluso llevando sus productos, sino que el mecanismo se ha cambiado:

En las modernas Bolsas de Mercancías, como ya dijimos, las transacciones se realizan especialmente sobre "Contratos de futuros", de manera que en ellas el objeto del negocio no son como inicialmente sucedió, los productos sino los propios contratos, ya que una de las características esenciales de las Bolsas de Mercancías, como se dijo al principio, consiste en que de la mayoría de las operaciones realizadas, es un porcentaje mínimo el que se lleva a la práctica se ejecuta, es decir que de todas las compraventas realizadas sobre futuros de productos es un mínimo el que se ejecuta, en el que se hace la entrega material del producto, ya que la gran mayoría se cancela antes de hacerse efectiva dicha entrega. La razón de este fenómeno consiste en que el objeto primordial de la Bolsa de Mercancías, no es la entrega del producto sino las negociaciones sobre los contratos. Y esto es posible, porque hay una Cámará de Compensación que se ocupa de saldar las operaciones, en el momento que vendedores y compradores lo deseen.

Como ejemplo tenemos que en la Bolsa de Mercancías más grande del mundo, la Chicago Board of Trade", en donde se ---

realiza el 88% de todas las mercancías en los Estados Unidos de América, el 99% de todos los contratos registrados en ella, son compensados, no hay entrega física de productos, sino en un 1% del total de las transacciones, según Spero ya citado.

b) ALGUNAS FUNCIONES

Las funciones de las Bolsas según lo dicho, pueden resumirse en la forma siguiente:

1) Funciones jurídicas: Tanto las Bolsas de Mercancías como la de Valores han contribuido a enriquecer la vida del derecho en materia contractual, agregando a la técnica civil y mercantil ya conocida y estudiada, otras modalidades novedosas que vienen a flexibilizar las figuras tradicionales.

2) FUNCIONES ECONOMICAS: Dentro del sistema de la libre competencia las Bolsas se han convertido en su máxima expresión hasta lo posible, porque la competencia pura o perfecta es aún un ideal inalcanzable, dada la acción perturbadora de los monopolios que la desvían, pero los procedimientos bursátiles analizados pueden conferir protección eficaz sobre todo en contra de las fluctuaciones de los precios.

3) FUNCIONES FINANCIERAS: El mecanismo bursátil fundamentado en la transferencia de los certificados de las bodegas - donde están los productos o de los respectivos contratos, facilita el medio de obtener crédito, fácil y barato. Lo primero, porque un banco o particular concede dicho crédito al contar con la garantía del producto previamente examinado y clasificado. Lo segundo, porque el otorgante del respectivo crédito asume menos riesgos y por lo tanto debe cobrar un interés menor ya que solo los altos riesgos hacen subir los intereses.

4) FUNCIONES INFORMATIVAS: Las Bolsas crean una gran red de referencias, datos noticias y pronósticos procedentes a veces, como en las de Nueva York y Chicago, de las cuales nos ocupamos con anterioridad, de todas partes del mundo, especialmente en el mercado a futuro, que es público y entre más publicidad tenga, mejor opera en las Bolsas.

5) FUNCIONES REGULADORAS: Los negocios en Bolsas extraen de distintas fuentes grandes capitales que desde luego contribuyen a regular, a "normalizar" como dijimos nosotros, el mercado. La legislación, los reglamentos y los usos bursátiles contribuyen a esa función de manera eficiente. La labor estabilizadora de los precios es a menudo obtenida con buenos resultados por las Bolsas tanto de Mercancías como de Valores.

III ORGANIZACION Y FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA DE VALORES Y
MERCANCIAS

a) RESEÑA HISTORICA Y ORGANIZACION DE LA BOLSA DE NEW YORK.

Hemos creído conveniente explicarlo con un ejemplo por lo complejo de su naturaleza. Hada mejor ejemplo que la Bolsa de New York, ciudad del mundo y del comercio como alguien la llamo.

La bolsa de Valores de New York es un mercado de almone- da o de subastas, aunque los valores negociables estan acepta- dos por un concenso de ámbito mundial. Su función es actuar como agente de las personas que quieren comprar o vender va- lores. Esta bolsa es una asociación voluntariamente organiza- da y está dirigida por una Junta de 33 Gobernadores. Hay un - Presidente a tiempo completo, 28 Gobernadores diferentes y - además 3 Gobernadores que representan el interés público, pe- ro electos por la propia Junta.

Dentro de la Bolsa los especialistas son miembros que -- asumen la responsabilidad de mantener un mercado ordenado. Has- ta donde pueden practicarlo, deben de estar preparados para - comprar o vender por su propia cuenta cuando haya una dispari- dad temporal entre la oferta y la demanda. El especialista ac- túa como corredor de corredores. Y la Bolsa de New York tenía a fines de la década pasada, 35 especialistas.

Hay un número limitado de puestos o asientos en la misma Bolsa y el precio de un puesto varía según la demanda y el -- número de operaciones hechas. Ha llegado a venderse, en 1929, un solo asiento por 625.000 dólares.

El procedimiento para las transacciones es muy importante: hay una cámara o estrato para negociar, con 19 puestos, por los cuales pasan más de 1.500 acciones registradas y de las juntas de bonos, donde se negocian más de 1.200 emisiones. En dicho estrado, durante las horas de actividad, se encuentran más de 800 participantes que celebran órdenes de compra y venta y -- también una gran cantidad de curiosos.

La Bolsa tiene unos 600 empleados, entre reporteros que informan sobre ventas y cambios de las cotizaciones, los hombres llamados de los tubos, que tramitan comprobantes por medio de los tubos neumáticos, los escribientes que ayudan a divulgar las cotizaciones, el personal de supervisión y reserva y los pasapapeles o botones. A ellos cabe agregar unos 900 empleados de las firmas participantes.

En un año común pueden procesarse no menos de 60.000 operaciones. En el estrado hay más o menos 40 millas de tubos neumáticos y unos 1.800 teléfonos privados con líneas directas -- para las casas de los corredores.

Las transacciones son generalmente por 100 acciones, habiendo además, otras de menor número. Y los precios registrados son los de apertura, los máximos, los mínimos y los de -- clausura.

La Bolsa no compra ella misma, ni vende valores, ni fija precios, pero no obstante carga comisiones a los compradores que varían de un décimo a 2%.

A lo que másse parece una Bolsa es a una casa de juegos;

juegan con su dinero los parroquianos, pero el casero únicamente cobra su comisión sin participar en las apuestas.

Es muy interesante recordar las rutinas de una operación sean de compra o de venta, que corren un trámite compuesto de 14 movimientos que trataré de enumerar rápidamente.

El cliente da una orden de comprar o vender tantas acciones de determinado nombre y registro a un corredor, quien las comunica por teléfono o teletipo directamente a las oficinas de New York de su firma o de una corresponsal si no tiene propia. Este cliente no está en la Bolsa y puede que tampoco en New York, sino en Chicago, San Francisco, Honolulu, Bogotá, Tokio o cualquier lugar del mundo y por medio de un corredor o comisionista se está comunicando.

El corredor, a su vez, da la orden por escrito o telefónicamente a su propio empleado que se halla en el estrado de la Bolsa y cuando éste la recibe la inscribe en dos tableros anunciadores colocados al final de cada sala de negociación. Y apretando botones, después de ver el número, el miembro del estrado acude a su teléfono toma la orden y vuelve a su puesto desde donde se negocia, preguntando a cómo está la acción. Un miembro dentro del grupo cercano al puesto contesta con una cotización, dando el precio más alto y el más bajo de la misma acción. Después el miembro, con una orden de compra dice: 22 dólares precio, por ejemplo y el otro corredor con una orden de vender 100 acciones de la misma respuesta; 100 acciones a tal precio, ofreciendo un octavo de un punto más alto del dado por el corredor que compra. Y éste dice: lo tomo, indican

do el precio que el otro señaló.

Entonces ellos cambian nombre de empresas y regresan al reporte de sus transacciones a los teléfonos de sus respectivos empleados y éstos, a su vez, comunican que se han comprado o vendido tantas acciones, determinado el especificado precio. Y este informe va a la sala de telegramas, desde donde es enviado al cliente en el sitio que se encuentre, dentro o fuera de los Estados Unidos.

Es posible que no transcurran más de 10 minutos desde el momento --- en que el cliente dió su orden que cuando recibe el resultado; y, mientras tanto, el reporte de esta venta de 100 acciones ha aparecido en la cinta - del sistema telegráfico con frecuencia antes que el interesado reciba su reporte.

Median 5 requerimientos en una orden para la compra y venta de valo-- res en la Bolsa. La orden, primero, debe tener fecha escrita. Segundo, debe señalar si se trata de comprar o vender. Tercero, todas las órdenes es-- tán marcadas con la denominación largo o corto, es decir, si el cliente -- tiene los valores para la entrega o si debe pedirlos prestados por un comi-- sionista. Cuarto, la orden debe de establecer la cantidad de acciones y -- los números de las mismas. Y, finalmente, debe ponerse el nombre del co--- rredor.

Un cliente puede comprar acciones en margen, es decir, pagando sólo un por centaje. Así, del dinero necesario para comprar un paquete de acciones, -- con una cantidad anticipada, la Reserva Federal puso el tope del 70% del - costo de los valores y las firmas de corretaje fueron limitadas a 30% como el máximo que se podría dar en préstamo para sus clientes en la compra de los valores. El porcentaje propiedad de un cliente sobre una acción no -- puede ser inferior al 25% del valor del mercado de los valores negociables. También los clientes pueden negociar en opciones y éstas dan al cliente el

derecho de comprar o vender acciones a un precio especificado dentro de un tiempo fijo. En esa forma, una opción de oferta da al tenedor el derecho de vender las acciones a un precio conveniente. Y una acción de demanda, lo mismo al tenedor para comprar las acciones al precio convenido de antemano.

Evidentemente, una acción puede ser comprada o vendida, según crea el cliente que habrá alza o baja en las cotizaciones. Antes de que la Bolsa de New York permita que se negocie dentro de ella un valor cualquiera deben cumplirse los requisitos de registro de parte de la empresa que desea que sus títulos sean aceptados. Y ésta debe asimismo presentar un estado completo de sus negocios, así como los informes periódicos de sus ganancias o pérdidas. Y para ser registrada una empresa en la Bolsa de Valores de New York debe de tener cierta calificación inicial y estar dispuesta a mantener informado al público del progreso sobre sus actividades.

Los requisitos para la elegibilidad son los siguientes:

Un grado de interés de la Compañía de ámbito nacional en los Estados Unidos; relativa posición y estabilidad de la empresa dentro del grupo industrial; si está interesada en una industria de expansión contar con la posibilidad de mantener su posición relativa, aunque cada caso se resuelva según sus méritos.

La Bolsa generalmente requiere llenar los siguientes puntos:

Demostrar una capacidad de ganancias dentro de condiciones competitivas de dos millones de dólares antes del pago de impuestos y de un millón doscientos mil dólares después.

Igualmente a aquellos tangibles métodos mayores de 10 millones, pero se da má énfasis al valor total del mercado de las acciones comunes donde se buscan 10 millones o más al momento del registro; por lo menos, 600.000 acciones comunes pagadas, excluyendo las concentradas o bajo tenencias familiares, distribuidas entre no menos de 1.500 tenedores,

Todo lo anterior ofrece el panorama dentro del cual opera la Bolsa de Valores de New York; y de ahí se puede deducir el fondo y la forma de las innúmeras operaciones que se efectúan. Nos parece oportuno incluir algunos datos que sobre la Bolsa de Valores de New York, expuso el Doctor ALFONSO ROCHAC, en una Mesa Redonda organizada por el Centro de Estudios Jurídicos de El Salvador;

La Bolsa de New York comenzó como un comercio en la Calle la de Wall Street, como ya dijimos por personas conocidas como corredores de acera, iniciándose así en la mitad del siglo XVIII. Empezáronse vendiéndose papeles en una esquina o a lo largo de una calle, primero en un solo andén y después en los dos. El sitio de las operaciones, naturalmente, se mudaba a tono con las exigencias del tráfico nosotros diríamos, mejor tránsito de esa calle, donde en 1890, los corredores actuaban a pleno sol cuando no llovía. Este mercado informal creció en importancia y aumentaron las acciones negociadas, elevándose el número de telefonistas y de curiosos, hasta el punto de que llegó a hacerse imposible la comunicación oral entre los participantes, adoptándose entonces un sistema de señales, algo parecido al lenguaje que usan los sordomudos. Los telefonistas que recibían las órdenes permanecían en el segundo piso cerca de las ventanas, donde captaban las órdenes de las oficinas, mientras que los corredores o coyotes aquí el Doctor ROCHAC utilizan un salvadoreñismo de so-

bra conocido ubicados en plena calle, con chaquetas, sombreros, camisas y corbatas de colores, atraían la atención con gritos y silbidos y dictaban sus órdenes con las aludidas señales de manos. El corredor se movía rápidamente hasta el hidrante o el poste de luz o el buzón de correos inmediato, donde se efectuaba la negociación ejecutando la orden con otro miembro y así enviaban la comunicación al telefonista que la transmitía a las oficinas y éstas informaban al cliente. Y dichas operaciones son enteramente iguales a las que, en años anteriores, hacían los coyotes nuestros en los bancos de los parques.

Desde 1908 se formalizó una entidad que, en 1911, creciera y abrió oficinas en el No. 25 Wall Street, estableciendo reglas para las transacciones, fijando jornadas de ocho horas, señalando un pago a cargo de los miembros y organizando un departamento de registros.

En años posteriores a la Primera Guerra se negociaron así, en las calles, acciones de acero, municiones, cobre y de esa manera nuevas empresas de diversas categorías obtuvieron en dicha Bolsa recursos para expansión y nuevos desarrollos.

En 1919, esta Bolsa que operaba en las calles y en las aceras decidió hacerlo bajo techo a fin de proporcionar mejores servicios, obtener mejor control sobre sus propios miembros y sistematizar el registro de valores. Y desde 1921 quedó instalada en la casa No. 86 de Trinity Place, a dos cuadras de la Bolsa de Valores de New York, cuyo nombre actual es la "American Stock Exchange", adoptado en 1955, con objeto de que tuviera jerarquía nacional e internacional.

Apunta el Doctor ROCHAC, que la Bolsa norteamericana ha conserva

do su sistema de señales a mano que a veces usa todavía, tiene amplias instalaciones y presta servicios muy satisfactoriamente. Su horario es de 10 de la mañana a 3 de la tarde.

También opera en New York la "National Stop Exchange", que se inició en 1962, pero el volumen de sus transacciones es relativamente, pequeño. A fin de ese año se negociaban allí 11 títulos pero pocos de ellos diariamente.

Las Bolsas de Valores Regionales más importante de Estados Unidos son: La de Boston, Cincinnati, Detroit y Filadelfia. Ellas han tenido historias diferentes y muchas vicisitudes. Su importancia fué primaria en los días en que las facilidades de transporte y de las comunicaciones eran muy limitadas. En ese período, Estados Unidos llegó a tener 11 Bolsas regionales y en la actualidad no pasan de 18.

El Doctor Rochac, completa su detallada exposición manifestando que hay otro mercado tan importante como los anteriores, que se llama mercado sobre el mostrador, el cual opera con acciones que no se han registrado en las distintas Bolsas, transándose en negociaciones directas. Como indica su nombre se hacen dichos negocios sobre el mostrador o por teléfono y en años recientes está bastante desarrollada esta actividad, sobre todo en bonos municipales, bonos gubernamentales, fondos mutuales, acciones bancarias y compañías de seguros, menos en acciones de entidades industriales.

No olvida destacar el Doctor ROCHAC, un aspecto importante en el escenario de las inversiones en los Estados Unidos, como es la dependencia federal encargada de regular las Bolsas, denominada la Comisión de

Valores y Bolsas, conocida por sus siglas, SEC, la cual, en la década de 1920, cuando se tuvieron que establecer estrictas regulaciones sobre la emisión de títulos, la ley coordinó los intentos federales para unificar las emisiones de valores que eran diferentes en cada Estado de la Unión. Dicha reglamentación federal requiere el registro de toda emisión con 20 días de anticipación por lo menos de su oferta al público, teniendo este plazo el propósito de permitir a la SEC comprobar eficazmente los datos y referencias sobre cada caso.

Para completar lo dicho por el Doctor POCHAC, vaya lo siguiente, del libro por Herbert Spero, ya Cit, p. 161-162; todo relativo a la Bolsa de Valores de New York:

"Admisión de Valores para su Comercio en la Bolsa. Los emisores presentan sus solicitudes para obtener el privilegio de que sus valores sean admitidos para las operaciones bursátiles al Comité de Listas.

El solicitante que es aceptado tiene que publicar anualmente su balance general y su estado de ganancias y pérdidas y tiene que demostrar que sus valores están distribuidos con amplitud suficientemente razonable para garantizar un mercado competitivo. Tienen que habilitarse en la propia ciudad de New York, oficinas separadas para su registro y transferencias y tiene que notificarse a la Bolsa cualesquiera ocurrencias que puedan afectar materialmente la evolución del mercado respecto de los valores en lista de cotizaciones. La Comisión de Valores y Bolsa permite la inscripción de una emisión en una bolsa nacional después de recibir y aprobar la información exigida por la Ley de Comercio de Valores de 1934".

Y agrega ese autor: "Casas de Corretaje, Corredores y Distribuidores de Valores. Algunas casas de corretaje sólo aceptan órdenes de un grupo limitado de clientes, pero la mayoría de las firmas ofrecen sus servicios a cualquiera. Las casas de corretaje con servicios directos de telecomunicaciones sitúan generalmente sus oficinas principales en la Ciudad de New York y establecen sus sucursales y designan corresponsales en otras ciudades importantes dentro y fuera de los Estados Unidos. Estas oficinas están conectadas con la principal por telégrafo, teléfono, cable o teletipo directos. Las casas de corretaje a comisión efectúan las órdenes de compra y venta de sus clientes. Los corredores de "dos dólares" no afiliados a las firmas miembros de la Bolsa de Valores, auxilian a éstas cuanto están sobrecargadas de trabajo. Si bien recibían al principio de las firmas de corretaje a las cuales servían como agentes una comisión de dos dólares por cada lote de 100 acciones ejecutado, ahora ganan más al amparo de la escala graduada en vigor para el pago de comisiones. Los especialistas concentran sus actividades en un grupo limitado de valores que les asigna la Bolsa. Ellos pueden actuar también por cuenta de firmas de corretaje en calidad de corredores de dos dólares y pueden comerciar por cuenta propia, pero no con ambas funciones a la vez en una misma operación. Ellos reciben órdenes de las casas de corretaje para comprar y vender valores a niveles distintos del precio del mercado prevaleciente. El especialista anota estas órdenes en su "Libro" y así puede formar juicio sobre las tendencias del mercado y ejecutar las órdenes que le han dado en el momento más conveniente. Su privilegio de actuar como especialista pone también sobre sus hombros la responsabilidad de hacer un mercado satisfactorio para los valores en que se especializa. Los comerciantes del salón de contratacio-

nes compran y venden exclusivamente para sí mismos con la esperanza de lograr una pequeña ganancia sin pagar comision alguna. Los distribuidores de lotes incompletos reciben órdenes de comprar y vender en cantidades menores de 100 acciones que es la cantidad regular, o lote de operar. Estas órdenes las reciben de las firmas miembros. Estos distribuidores de lotes incompletos son intermediarios y efectúan estas transacciones comprando y vendiendo por cuenta propia. Algunos miembros son inactivos y no realizan operaciones. Tienen prominencia en esta categoría los corredores retirados y los banqueros de inversión que prefieren hacer sus operaciones a través de los corredores activos. Los bonistas son miembros de la bolsa especializados en las órdenes de sus clientes de comprar y vender bonos. También operan en acciones".

Finalmente, afirma Spero: "Comisiones. Las comisiones de los corredores de bolsas dependen de: 1.- Tipo mínimo fijados por la bolsa de valores. 2.- Los precios de venta de las acciones manipuladas. Mientras mayor es el valor de las acciones y bonos, mayor es la compensación de los corredores. Los distribuidores de lotes incompletos reciben un diferencial sobre la comisión pagada por los compradores y vendedores de lotes completos. Este diferencial es un octavo de punto sobre el precio para las compras de 100 acciones y un octavo de punto bajo el costo de las ventas de lotes completos". p. 163.

Las Bolsas de Valores versan sobre los valores mobiliarios y sus derechos derivados, es decir, los títulos valores de que nos habló Rodríguez y Rodríguez.

Lo típico de los valores es que no están destinados para el con-

sumo, sino que por sí mismos vuelven al mercado, para ser, a su vez, recomprados o revendidos, originándose así un tráfico mercantil que dió como resultado las Bolsas de Valores modernas. Las mismas letras de cambio son negociables en este ramo y en términos comunes, los títulos de crédito.

Pero los títulos de crédito, no por su propia naturaleza son objeto de tal tráfico comercial, sino que deben ser conocidos por el público con capacidad adquisitiva y de esta tarea se encargan las Bolsas de Valores a través de sus departamentos de publicidad e información.

El Doctor Alvaro González Lara, dice en su Tesis Profesional: - "Los valores mobiliarios típicos de la bolsa son: las acciones, las obligaciones, los otros títulos de crédito, cuya característica común, es el de ser transmisibles por los procedimientos del Derecho Mercantil y de ser negociables en las Bolsas, que es el lugar mercado de estos títulos. Estos dos últimos elementos son los que constituyen el carácter esencial que determina el valor bursátil. Como dije anteriormente, todos los valores que son objeto de contratación en bolsa, no son valores bursátiles en el sentido típico de la palabra; por ejemplo, las negociaciones que se llevan a cabo con las letras de cambio y que ciertas legislaciones las consideran como operaciones de bolsa, no reúnen las características del valor bursátil, porque el fin de la operación está subordinado al número y calidad de las firmas que autorizan la letra y supone en cada caso particular el examen material y la discusión de su valor. No tienen por consiguiente el carácter de fungibilidad, ni de haber sido emitidos en masa o en serie genérica" (obr. cit. p. 75).

b) REGIMEN JURIDICO QUE REGULAN LOS VALORES MOBILIARIOS.

Dos son los aspectos jurídicos fundamentales que deben cumplir

se para que los valores mobiliarios lleguen a cotizarse en la Bolsa de Valores;

1o.) La Facultad de emisión, es decir, la capacidad legal de una persona, natural o jurídica, consideradas las garantías suficientes en el caso. Si se trata de una persona jurídica débese analizar tanto su instrumento constitutivo como su solvencia económica.

2o.) La inscripción, o sea la autorización que otorga el organismo "bursátil" para que puedan cotizarse dichos valores en el mercado, conservándose en la respectiva Bolsa los documentos correspondientes y dándose los avisos que determina la Ley, a fin de que el público pueda enterarse de la negociación.

Tanto para la emisión como para la autorización o confirmación, los solicitantes deben llenar una serie de requisitos, según la Bolsa de que se trate, siendo los más importantes;

a) Propósito de la emisión; b) Su precio al público o a ciertos posibles compradores; c) las utilidades en cada caso; d) detalles sobre la capitalización; e) Situación del Balance; f) Nombres y direcciones de los accionistas mayoritarios; f) Nombres y direcciones de los directivos; g) Cláusulas autorizadas tanto de la escritura constitutiva de la sociedad anónima o asociación como la referente a la nueva emisión; h) Bonificaciones y participaciones; i) Opciones con respecto a los valores a emitirse; j) Las demás que exija el organismo bursátil.

Todos esos requisitos y otros que no enumeré resultan indispensables, porque en la compraventa de los valores mobiliarios, el vendedor tiene la obligación de entregar al comprador el documento y no sólo el --

disfrute del derecho que dicho documento respalda. Las leyes y reglamentos de las correspondientes Bolsas señalan esos requisitos en forma estricta y detallada, ya que diariamente miles y miles de títulos-valores cambian de dueño, y por eso apunta el Doctor González Lara:

"Lo que caracteriza a un negocio típico de bolsa es su contenido, el que está determinado por los usos que en bolsa se perfeccionan y por las cualidades jurídicas a que pertenece el concierto en bolsa, las que son: -- el lugar, el tiempo, las personas, los actos y la forma de realizarlos. -- Puede decirse que, en el orden operante, la característica de la Bolsa, es ser el lugar donde se conciertan las operaciones de compraventa de títulos valores o títulos de crédito" (Obr. cit. p. 91)

Y los dos fundamentos de dichas operaciones es su publicidad --- unida a la documentación, que posibilita al interesado demostrar las condiciones en que hizo la respectiva operación, de manera que sin las Bolsas de Valores no podrían efectuarse garantizadamente esos negocios.

Los valores bursátiles son fungibles, ya que los títulos de una misma emisión, otorgan los mismos derechos e imponen las mismas obligaciones a sus tenedores; y es que la operación bursátil se efectúa por "género" y no por "especie", de manera que los contratantes no pueden alegar ninguna nulidad cuando la operación tenga por objeto títulos sacados a cotización en la Bolsa, a menos que estos sean nominativos y sujetos a una condición, pues si ésta no se produce, hay derecho a alegar incumplimiento en la operación enunciada.

También cabe distinguir entre las operaciones de las Bolsas las operaciones al contado y las a plazos, a saber:

Las primeras no requieren de una entrega inmediata o instantánea del título contra el dinero en efectivo, sino utilizando el tiempo indispensable para dicho efecto; mientras que en las segundas, como es lógico y natural, el crédito interviene, ya que en las operaciones al contado hay que proceder con el título y el dinero a la vista.

Generalmente las operaciones al contado son poco numerosas, pero para ellas se establece como término la siguiente sesión bursátil, lo que refuerza lo ya dicho respecto a su momento de ejecución, todo de acuerdo con la ley y reglamentos lo mismo que con los usos de la correspondiente Bolsa.

En cambio, en las operaciones a plazo, con vencimiento fijado por la propia Bolsa o por los contratantes, tenemos que considerar la importancia del crédito, porque precisamente se han establecido y, por ello son, por así decirlo, el nervio del mercado bursátil, para conceder cierto tiempo a fin de que se cumpla la respectiva ejecución.

El Dr. González Lara indica como clasificación de las operaciones a plazo la siguiente:

a) Las a plazo fijo o en firme, cuando las obligaciones deben de ejecutarse a la llegada de la fecha cierta que se fijó.

b) Las a voluntad, cuando dentro del plazo fijado, los contratantes se reservan el derecho de escoger libremente el momento de la ejecución o consumación de la operación.

c) Con prima, cuando las partes contratantes convienen en que, -- llegado el plazo del vencimiento, una de ellas puede, libremente, escoger

entre el cumplimiento de las obligaciones convenidas o la rescisión o resolución de la obligación, entregando a la otra parte, una cantidad o prima de antemano estipulada.

d) Sencillas, cuando se componen de dos operaciones distintas, una de compra y otra de venta.

e) Dobles, cuando intervienen en ella dos o a veces tres personas, por ejemplo, B compra a A al contado un título y lo vende a plazo a C a mayor precio. Puede ocurrir que A compre a B al contado un valor determinado y se lo vuelva a vender a B a plazo. Esta operación se lleva a cabo cuando una persona necesita liquidar su inversión, sin desprenderse del título que la ampara o también cuando el deudor no es dueño de los títulos y desca realizar negociaciones con los mismos.

Y agrega el Dr. González Lara que "la subdivisión de las operaciones a plazo obedece a que, no obstante que la eficacia ejecución de la operación a plazo tiene lugar entre dos fechas determinadas la fecha inicial en que se lleva a cabo la perfección de la operación sobre el objeto de la misma, sobre los títulos valores mobiliarios y el precio y una segunda fecha o sea la de consumación, ejecución o liquidación de la operación pero entre ambas fechas pueden ocurrir diversas situaciones y establecerse pactos que alteren la consumación "in natura" del contrato".

Aquí tiene eficacia determinante los usos de las Bolsas, es decir convenciones tácitas entre el organismo bursátil y los contratantes que deben adquirir plena validez, porque de lo contrario la Bolsa no podría operar con adecuado funcionalismo.

Finalmente el mismo Dr. Gonzalez Lara distingue tres sistemas ---

aplicables a las operaciones a plazo:

1) El sistema liberal, en el que con entera libertad se permite llevar a cabo toda serie de operaciones, sin hacer diferencia entre las al contado y a plazo.

2) El sistema autoritario, que prohíbe totalmente -- las operaciones a plazo.

3) El sistema intervencionista, que admite tanto unas como otras, sometiendo a las, sin embargo, a una reglamentación especial en cuanto a su fondo y forma.

A su vez, el sistema mixto o intervencionista es susceptible de tres procedimientos, a saber:

a) El sistema de agencia, en virtud del cual los intermediarios actúan como agentes mediadores, es decir, en nombre de su cliente y por cuenta del mismo, resultando como consecuencia que son los clientes los propios contra y que por -- tanto, salen directamente obligados, sin que se pueda exigir al agente ninguna responsabilidad en la operación. Estos, en tal sistema, son meros intermediarios.

b) El sistema de comisión, por medio del cual los -- agentes actúan como comisionistas, sea a nombre propio o por cuenta ajena, por lo que son ellos los directamente responsables de las operaciones. Estos, en ese sistema, son responsables, no simple intermediarios como en el anterior.

c) El sistema de depósito, en el cual los agentes -- actúan como comisionistas, pero se requiere, además, que efectúen el depósito previo de los objetos sobre los que recaiga --

la negociación a plazo. En tal sistema es del referido depósito lo que no sólo garantiza sino que resulta indispensable para la operación del caso.

A estos sistemas debemos agregar el llamado "arbitraje", cuando las negociaciones de compra y venta simultáneas se efectúan en bolsas diferentes, con el propósito de hacer con las también distintas cotizaciones.

Aunque sean los mismos títulos, éstos pueden adquirir más alta o más baja cotización, según la bolsa de que se trate lo que es posible aún dentro de las sesiones bursátiles simultáneas, por ejemplo, comprando barato y vendiendo caro.

c) EXAMEN GENERAL DE LAS BOLSAS DE MERCANCIAS

El funcionamiento de las Bolsas de Mercancías es hecho efectivo mediante otras instituciones complementarias que examinaremos de inmediato:

Primero, el "Comité de Arbitraje", voluntario u obligatorio, según la legislación del caso, que resuelve las diferencias entre los corredores autorizados; y el "Comité de Apelaciones" a la que ellos recurren en última instancia.

Además, el "Comité de Cotizaciones", encarga o de dirimir las discrepancias en las sesiones de la Bolsa. Y finalmente, la "Cámara de Compensación" para los contratos de futuro.

Dicha Cámara recibe los contratos señalados al concluir la sesión diaria de parte de los comisionistas o corredores. Si los interesados no cumplen operan los llamados "Márgenes Originales", regulados por cada bolsa en particular y que

deben depositarse en dinero después de entregados los contratos a la Cámara de Compensación, pero los interesados no quedan liberados por el simple hecho de dejar sus contratos en la referida Cámara porque entre ésta y ellos surge un nuevo contrato que la mayoría ha calificado de "sui generis" que participa de las características de la compraventa y del mandato mercantil.

Los autores indican como los servicios más importantes que aportan las Bolsas de Mercancías, así:

- 1) Correlacionar la oferta y la demanda mundiales o, al menos internacionales o locales.
- 2) Mantener un mecanismo mercantil continuo que permita cotizar los precios del caso en cualquier momento.
- 3) Eludir los impactos que sobre los precios provocan los pronósticos de producción y demanda.
- 4) Espaciar en un período más o menos largo de tiempo los cargos de distribución de cierta producción, por ejemplo, una cosecha de café, tan importante para nosotros, recogida demasiado rápidamente.
- 5) Contribuir a la liquidez de los mercados en todas las etapas de la producción y de la distribución.
- 6) Proporcionar una adecuada vigilancia para la debida protección contra las fluctuaciones de precios.

De ahí pueden inferirse las ventajas de la Bolsa de Mercancías, porque ella no fija los precios, pero "normaliza", en lo posible, los mismos, ya que a la bolsa se llega mediante

ofertas y contraofertas que se llaman abiertas.

Las transacciones, en general, son manejaadas por comisionistas que actúan como agentes de compradores o vendedores, y ellos presentan y reciben ofertas y contraofertas por orden de sus principales, nosotros diríamos mandantes de quienes son meros mandatarios.

Los tratadistas ponen ejemplos que permiten captar la amplitud de la operación: el comprador puede estar en Seattle, el vendedor en Filadelfia y concertarse el negocio en la lonja de New York o Chicago.

La Bolsa de Mercancías, en su papel "normalizador" -- procede, siguen diciendo los conocedores, como un barómetro de los precios, haciendo viable la estabilización de los mercados. Esto ocurre en las operaciones en mano de "disponibles", pero es todavía más importante en las "de futuros", porque un mercado libre de éstos es el mejor freno automático para evitar desviaciones, lo mismo en el alza que en la baja de los precios.

En ese sentido se menciona a "The Chicago Board of Trade" para muchos la Bolsa de Mercancías más grande del mundo que manda inmensa cantidad de órdenes y contraórdenes procedentes de todas partes, dentro y fuera de los Estados Unidos. En Winnipeg, que figura como el mercado mundial más grande en el trigo del mundo, normalmente coloca una considerable parte de sus contratos "de futuros" en Chicago que tiene un mercado más amplio. La Bolsa de Mercancías de esta última Ciudad absorbe -- gran volumen de negocios sin que se alteren los precios. Y en

tal manera, el mercado libre de granos, "normalizado" desde --- Chicago, representa una especie de consenso de la condición del mercado sobre los valores mundiales de los granos.

En otras palabras, un mercado libre de granos repetimos es un barómetro para los precios mundiales, y por tanto, un medio de normalización o estabilización, sin el cual muy pronto las fluctuaciones sucesivas podrían llevar a la anarquía; o al menos, al desorden y la desorientación.

La Bolsa de Mercancías de Chicago está en aptitud de lograr esta posición debido a dos factores primordiales: Primero contar con buenas facilidades de almacenamiento sujetas a las regulaciones del Board of Trade y segundo, poseer servicios completos de seguros, inspección, clasificación y especificaciones de los granos.

Lo anterior nos conduce a hacer algunas observaciones sobre lo que los economistas denominan como la "influencia de las expectativas en el futuro de los precios" en la forma siguiente:

La economía moderna, que es esencialmente dinámica, - lleva a calibrar adecuadamente esas expectativas sobre el futuro de los precios, ya que examinar a éstos como fenómenos estáticos nos avocaría indiscutiblemente a un deprimente fracaso.

Al presente esa actitud positiva de preveer, hasta lo posible, el porvenir, se encuentra muy divulgada en libros, revistas y artículos especializados o no, pero resulta indudable que

desde antes todo comprador o vendedor, por más pequeño que sea, consciente o inconscientemente, tiene en cuenta el futuro para operar. Es lo que se llama el "descuento del futuro".

Este consiste en considerar previamente, mediante un análisis intuitivo o documentado, los acontecimientos futuros que incidirán en los precios del caso, con fundamento en las circunstancias del presente. Por ejemplo el Licenciado Morales Flores pone un ejemplo claro sobre el particular:

"Veamos un caso de aprensión de guerra; en este caso el comprador teme que haya escasez en el futuro; por este motivo, es decir, está más inclinado a proveerse de mercancías. Este temor influye poderosamente en su ánimo que lo inclina a pagar precios más elevados por el artículo o artículos de que desea proveerse; en otras palabras, ha descontado el futuro en forma de estar dispuesto a dar mayor precio por esos artículos que antes. El vendedor, no se queda indiferente con la noticia de la guerra, se vuelve más inclinado, o en otras palabras, más resistente a vender su producto o productos por el precio actual. Estará dispuesto más bien a subir el precio. En vista que el comprador está más anuente a pagar más por la razones dichas, el precio subirá. Hasta dónde sube depende de muchas condiciones: a) hasta donde se cree efectivamente que la guerra vendrá. b) cuál será en opinión de ambos, la posible escasez del producto en el futuro. c) cuál es la intensidad de la necesidad por satisfacer con el producto. Del juego de la combinación de estos elementos de juicio, volcados en un crisol

que se llama mercado, nacerá el precio en el cual estarán -----
anuentes a pagar ambos, condición sine qua non para que este --
precio pueda existir; de lo contrario habrá únicamente pujas o
expectativas de precio, pero no un precio definitivo, real y -
concreto".

Si lo expresado por el Lic. Morales Flores pasa en cualquier --
operación, por simple que fuere, es lógico y natural que dentro de la --
Bolsa de Mercancías, ese "descuento del porvenir", con sus propias condi-
ciones y exigencias, ocurre con mejores elementos de juicio, dado que en
dichas Bolsas, como la de Chicago, de la cual nos hemos venido ocupando,
concurrían especialistas muy bien enterados, por ejemplo, de la inminen--
cia de una guerra y tanto el comprador como el vendedor hallan allí un -
ambiente propicio para medir sus particulares posibilidades. Incluso, --
muchas veces, aunque uno u otro hayan realizado los cálculos acertados
sin una Bolsa de Mercancías que les facilite sus negocios, no podrían -
efectuar éstos, o en ningún tiempo, o tampoco dentro del plazo en que -
el comprador cuenta con recursos y el vendedor con su mercancía. De ---
ahí la específica importancia de las Bolsas de Mercancías en la "influen-
cia de las expectativas en los precios".

En este sentido es aleccionador ver como opera la Bolsa de -
Café de New York, cuyos objetivos principales son:

a) Conservar la paridad entre los grados que se cotizan en --
el mercado en mano o spot y los de la Bolsa, que sean iguales para ---
ambos.

b) Asegurar que los gramos entregados en la Bolsa sean de --
buena calidad y por supuesto aprovechables por los respectivos tostado-

res.

Esta institución nos interesa quizá más que la misma Bolsa de Valores de la propia metrópoli, de la cual ya nos ocupamos recopilando datos y referencias del Dr. Rochac en la Mesa Redonda organizada por el Centro de Estudios Jurídicos, ya que la Bolsa de Café de Nueva York, gigantesca Bolsa de Mercancías es la que más debe interesarnos por ser el grano de oro el cultivo primordial de El Salvador, al grado de que nuestro país ha sido tildado de monocultivista, Y por todo ello vamos a referirnos a la máxima bolsa cafetera, no sin consignar que su rival, el té, no cuenta con una Bolsa como la del café en New York, debido a los obstáculos que este último producto presenta en cuanto a gradación, calidades, estandarización y demás.

En la Bolsa Neoyorkina se comercia, en café con un peso que podríamos llamar standard, y que un contrato equivale a 32.500 libras, o sea aproximadamente 250 sacos, no pudiendo venderse, por consiguiente, cantidades mayores o menores, a no ser múltiplos de ese contrato.

Es del caso mencionar que cada Bolsa tiene pesos diferentes, según las modalidades peculiares de cada producto; así la "New York Cotton Exchange" exige 22.400 libras y en forma análoga, proceden otras.

Bajo el nombre de "New York Coffee Exchange" esta Bolsa inició sus actividades el 7 de marzo de 1882, después de un período de excesiva especulación que había provocado casi la ruina del antiguo, y de acuerdo con la opinión de muchos economistas, desorganizado negocio del café, lo cual consigo, como reacción positiva, la urgencia de articular el comercio por medio de regulaciones con que se lograrán procedimientos unifor-

mes, grados fijos y un mercado de futuros dentro del que los tostadores de café pudieran ser protegidos en sus legítimas pretensiones de provecho.

A los tres años de funcionamiento, la Bolsa había demostrado su importancia y efectividad y fué entonces autorizada por el Estado de New York, con el nombre de "Coffee Exchange of the City of New York" habiéndose definido sus propósitos en la autorización legal de la manera siguiente:

"Proveer, regular y mantener un edificio adecuado, sala o salones para la compra y venta de café y provisiones similares en la ciudad de New York; ajustar controversias entre sus miembros, inculcar y establecer principios equitativos en el comercio; establecer y mantener uniformidad en sus reglas, regulaciones y usos; adoptar patrones de clasificación; obtener, mantener y divulgar informaciones mercantiles útiles y en general promover el comercio del café en la ciudad de New York aumentar su cantidad y mejorar las facilidades con que pueda conducirse".

Como en diciembre de 1914, el primer año de la Primera Guerra Mundial, la declaratoria bélica clausuró las Bolsas de Azúcar de Hamburgo y Londres, la Bolsa de Café de New York atendió una emergencia tan grande extendiendo sus actividades hasta proporcionar los mismos servicios. Y — pasados cerca de dos años de colaborar con el mercado de azúcar, especialmente de sus futuros, el 10. de Octubre de 1916, la Bolsa cambió su nombre por el de "The New York Coffee and Sugar Exchange, Inc.". Desde esa fecha ha operado con el mismo nombre.

El 2 de febrero de 1931 se inauguró el comercio en mieles, importante subproducto azucarero. Durante la Segunda Guerra Mundial la Bolsa permaneció inactiva, reanudando sus funciones hasta principios del año de ---

1950.

El número de miembros de la Bolsa es de 350; y comprende representaciones de la industria del café y del azúcar pertenecientes a Bélgica, - Brasil, Canadá, China, Cuba, Checoslovaquia, Egipto, Inglaterra, Francia, Holanda, India, Filipinas, Puerto Rico y España.

La administración de la Bolsa está a cargo de una Junta compuesta de tres funcionarios, es decir, Presidente, Vice-Presidente y Tesorero; y doce miembros divididos en dos clases de seis miembros cada una. Anualmente se retiran seis de ellos. Para asesorar a la Junta, esta designa veinte Comités Accidentales por un año con las atribuciones determinadas en -- sus respectivos nombramientos.

Dicha Bolsa, como todas las Bolsas de Mercancías no interviene directamente en las transacciones pero no procede altruísta ni desinteresadamente sirviendo a los productores y tostadores sino que busca la ganancia a través de los servicios que rinde. Esta ganancia se obtiene a través de las comisiones que la Bolsa cobra por cada transacción que en ella tiene efecto.

Las comisiones varían de acuerdo con el precio obtenido. La tarifa más alta se fija para los interesados no socios en ochenta dólares por cada compra o venta de un contrato, lo que importa una comisión entre medio centavo y cuarto de centavo dólar por libra. Y a los miembros de la Bolsa sólo se les cargan tarifas reducidas de cuarto y octavo de centavo de dólar por libra.

Las tipificaciones contractuales deben seguir las especiales características del grano y, en consecuencia, hay los siguientes contratos:

1) El contrato "colombiano", denominado "H" que estuvo inactivo durante mucho tiempo, habiéndole sustituido el llamado de "arribo" pero que opera spot y no propiamente en la Bolsa.

2) El contrato "Río", también conocido por "A" derivación del antiguo contrato de 1882, que ya fué ca celado.

3) El contrato "universal", con el rubo de "U", que se hizo --- efectivo desde el 5 de septiembre de 1952, incluyendo cafés procedentes de Centro y Sud América, México, El Caribe e Indias Orientales. Este contrato es ahora inoperante.

4) El contrato "Santos" o "D", muy popular y referente a cierto tipo de café brasileño, sustituido por el contrato "S" que cubre cafés estrictamente suaves del mismo país. La Bolsa comenzó su operación el 10 de mayo de 1953. Su grado base es el "Santos" # 4 que debe cumplir la condición, además de "suave" de "Bien tostado y sólido". Y cuando se entrega otro tipo diferente se establecen correlaciones por grados conforme a tablas previamente señaladas. Hay que tomar en cuenta la peculiaridad de -- que los cafés exportados desde el Brasil, al que Stefan ZWieg llamó "país del futuro", en cada puerto tienen mayor o menor precio según los casos.

Hay que llamar la atención de que una cosa son las "diferencias" establecidas por la Bolsa y otras las que surgen en los diversos tipos de café fuera de ella, las cuales quedan fuera de la protección de la misma, porque, como se dice técnicamente no pueden resguardarse con "hedgings". - Veamos como explica este punto el Lic. Morales Flores;

"Pongamos un nuevo ejemplo, porque no es en vano insistir en un asunto tan vital para entender el mecanismo de la Bolsa: Si en el mercado Spot se cotiza el grado base a 30 centavos libra y el grado más bajo que denominaremos "G" a 77 centavos libra, y en la bolsa de futuros se ha fijado 30 centavos para el grado base y 3 centavos menos para el tipo "G", existe completa armonía entre ambos mercados: futuros y spot. Pero supongamos

que el grado "G" baja a 4 centavos en el mercado spot. El vendedor puede, de acuerdo con las diferencias fijas, de la Bolsa, entregarlos tan sólo con un descuento de 3 centavos, como ha sido visto, con lo cual tiene aquel que lo entrega en la bolsa una ganancia de un centavo. Quién pierde este centavo. El anterior comprador. En vista de esta situación, los compradores pujarán y ofrecerán en la Bolsa un centavo menos para tratar de equiparar ambos precios (en la Bolsa y en el mercado spot). En consecuencia, el mercado de futuros absorbe esta diferencia de precios de un centavo por libra. Aquellos especuladores y "hedgers" que habían vendido, ganarán un centavo mientras aquellos que compraron habrán perdido dicho centavo".

Y, en seguida: "El peligro de la depreciación de uno de los tipos estandarizados de la Bolsa (cualquiera de ellos, sea grado 6 ó 5, tipo base y 3 ó 2) en relación con los precios a que se pagan esos mismos tipos, que tienen mayor precio en el mercado spot, es que, vendedores en la Bolsa tratan de evitar la entrega de esos tipos, que tienen mayor precio en el mercado spot, dando por resultado una situación incómoda que se traduce en la escasez de estos tipos de la Bolsa y la consiguiente reacción será que los precios de estos tipos escasos tiendan a subir más que lo tienen en el mercado spot, con el objeto de atraerlos a la Bolsa. Todo ello suena demasiado técnico, pero no es sino el cumplimiento de las fuerzas internas de la demanda y de la oferta.

Concorde con otras autoridades, el Lic. Morales Flores afirma -- que la principal operación de la referida Bolsa es la llamada "hedging" o sea una protección contra las fluctuaciones de precios que a su vez --- ofrece mayores posibilidades para conseguir crédito en los centros financieros. Estas negociaciones no difieren de las expuestas, en general para

las Bolsas de Mercancías, pero citemos un ejemplo:

"Supongamos que un comerciante compra el 2 de marzo 5.000 sacos de café, conteniendo cada saco 130 libras y a un precio de 53 centavos la libra, lo cual equivale a \$ 344.500.00 El desea desde luego protegerse contra las fluctuaciones de los precios y como para tal evento no puede recurrir a una compañía de seguros, porque no existe seguro contra riesgos de fluctuaciones de precios, recurre a la Bolsa de Café de New York, que es el único reducto que le puede dar una protección contra aquellos riesgos. Al comprar los 5.000 sacos, inmediatamente vende en la Bolsa esa misma cantidad en un contrato a futuro, digamos a 53.75 centavos la libra, lo que le da una cantidad de \$ 349.375.00 Si nos detuviéramos aquí, resultaría que el comerciante ha tenido una ganancia de \$ 4.875.00 Pero la operación --- del "hedging" no puede tomarse como un precio aislado, estático sino que debe estudiarse a través de un tiempo largo, ya que es la suma de pérdidas y ganancias al final de tal período que viene a demostrar la bondad del -- "hedging". En efecto, en el ejemplo antes expuesto si en lugar de vender a 53.75 vende a 52.75 obtiene una pérdida. Pero lo más seguro es que al --- final de cuentas el "hedge" le ha dado la protección que buscaba insistentemente". (obr. cit. p. 88).

Recurramos a otro ejemplo del mismo especialista que aclara esta forma de negociar en la Bolsa de Café neoyorkina:

"Supongamos que un caficultor de El Salvador observa en mayo de 1953 que el café en la Bolsa de Café de New York, para el mes de enero de 1954, se está vendiendo \$ 56 el quintal, lo cual considera un buen precio. En mayo, él no tiene idea de su cosecha para diciembre entrante, pero hace

un cálculo muy conservador, en vista de que además de los riesgos futuros, resulta que las lluvias no han caído o están muy disparejas. Calcula, a ojo de buen cubero, que la cosecha que el año pasado fué de 700 quintales, este año puede ser tan sólo de 500 quintales, incluyendo cualquier otro percance que pueda sobrevenir en los meses restantes, a saber: plagas, fuertes vientos, lluvias temporaneas durante la cosecha, falta de brazos para recolectar la cosecha, etc. etc. Pero repetimos calcula con un criterio conservador que para todas esas eventualidades 200 quintales es más que suficiente. Pues bien, en mayo vende dos contratos de futuro para entrega enero de 1954, cada uno conteniendo 250 sacos, a 56 dólares, sea un valor de \$ 280,000. Para hacer esa venta el caficultor X de El Salvador se vale de un broker de New York, en vista de que no es miembro de la Bolsa de Café, y por ende no puede operar, en ella, pero principalmente aunque lo fuera, los servicios del broker son necesarios porque por una cantidad relativamente reducida, le hace la transacción y además puede aconsejarle el mejor mes para vender ese contrato, dándole además información privada muy valiosa la cual no podría conseguirle en otra forma. Además hace uso de la experiencia de una persona o compañía que vive de éso y por consiguiente, conoce mejor el negocio que el caficultor X de El Salvador que se encuentra trabajando tranquilamente en su finca, lejos del ajetreo de la Bolsa. El broker o agente le avisa que ha cumplido su orden y que ha vendido 500 sacos en la Bolsa para entrega en enero de 1954. El se desentiende en esta transacción lleva noviembre, recolecta su cosecha y en diciembre tiene su cosecha ya beneficiada y lista para ser enviada a New York para cumplir con su contrato vendido desde mayo, o bien para venderle a un agente de

casa compradora salvadoreña o de otra nacionalidad que tiene oficina en El Salvador (Obr. cit. p. 91)

Y a continuación "En diciembre resulta que el precio del café spot ha bajado y en consecuencia lo mismo ha bajado el precio del café en futuros porque como hemos visto, ambos precios siempre guardan una relación, que si bien no es constante, sí observa la misma tendencia. Resulta que en diciembre el precio de spot es tan sólo \$ 50 quintal, es decir, una baja de \$ 6 por quintal, que en los quinientos resulta ϕ 3.000. Nuestro caficultor X de El Salvador, decide vender al agente de esa casa exportadora salvadoreña a \$ 50 el quintal en lugar de entregarlo a Nueva York en enero a \$ 56, porque el puede comprar un contrato o me or dicho dos contratos de 250 sacos cada uno en la propia Bolsa a un precio mucho menor que será aproximadamente el mismo que el precio spot, sea \$ 60 ".

Aquí recuerda el Lic. Morales Flores que ha sido extensamente explicado como el café sport y el mes de entrega tienen un precio igual o muy parecido porque el premio que tenía el futuro ha venido desapareciendo hasta convertirse a 0 en el mes de entrega. Ese premio se debe por los gastos de la entrega, pero sigamos con el relacionado ejemplo:

"Pero el caficultor no puede dejar en descubierto su obligación de venta de esos dos contratos en la Bolsa. Tan pronto cierra el negocio a \$ 50 el quintal con la casa exportadora salvadoreña, envía cable a su agente en New York para que compre por su cuenta dos contratos de 250 cada uno, que hemos dicho deben estar en los linderos de \$ 50. Resultado, vendió contrato efectivamente en El Salvador, porque la fluctuación del precio hacia la baja llegó a \$ 6 por quintal, pero en realidad eso no le importa porque

había colocado "hedge" en la Bolsa que lo protegió de esa baja; en verdad vendió a \$ 56 el quintal, menos los gastos que significan los honorarios del broker, gastos en la Bolsa que son relativamente pequeños, como se detalla más adelante, puede calcularse que vendió aproximadamente a \$ 55 en lugar de \$ 50". (obr. cit. pag. 91).

Ese mecanismo de la protección es singular en la Bolsa de Café de Nueva York, igual que en las otras, tan relevantes con ella, así la de Chicago y esa modalidad de "hedging" o "hedge", posibilita la disminución de los riesgos, originando formas jurídicas especiales que, como ya dijimos, están comprendidas en las leyes, reglamentos y usos de las distintas Bolsas de Mercancías, por lo que salta oportuna una observación del Lic. Morales Flores al respecto:

"En la actualidad la gran mayoría de los exportadores de café de los productos americanos, no hacen uso del "hedge" en la Bolsa de New York y en consecuencia se encuentran en una posición riesgosa todo el tiempo que tienen el café sin vender. En realidad estos exportadores asumen una posición especulativa, porque han dejado abierta la puerta para realizar grandes ganancias especulativas, pero han anulado la protección contra grandes pérdidas por fluctuaciones de precios. Lo más interesante de observar es que la mayoría de los exportadores adoptan esa posición especulativa inconscientemente, o por decirlo en otra forma, por ignorancia de un medio mejor de resguardarse contra los riesgos de fluctuaciones de precios. Estamos seguros de que una vez que el exportador conociera bien el mecanismo de la Bolsa, entrarían muchos de ellos para evitar tales riesgos". (obr. cit. p. 93)

Ahora extractaremos las Conclusiones finales del Lic. Morales

Flores sobre la Bolsa del Café de Nueva York; pues son muy ilustrativas en dichos negocios y, además dan noción muy clara de su funcionamiento y proyecciones:

1) Sus transacciones ofrecen dos actividades distintas: una, especulativas; y otra, "hedging" o de seguro contra fluctuaciones de precios. La primera es altamente especializada y necesita de grandes capitales y - la segunda va encaminada a evitar o al menos atenuar los riesgos. Las operaciones con "protección" también necesitan, aunque en menor grado que las especulativas, de conocimientos del mercado, si bien no requieren de mucho capital. Pero hay que tener en cuenta que, sin las transacciones "especulativas" las de "hedging" no podrían existir pues la especulación posibilita que alguien asuma los riesgos.

2) A pesar de que los negocios en esa Bolsa neoyorkina requie-- ren un cuidadoso estudio previo a su funcionamiento, no por eso ella cie-- rra la puerta a los cafetaleros. Tanto éstos como los exportadores pueden entrar a la Bolsa, en la medida de sus propias capacidades y con las limi-- taciones que impone una nueva empresa, a la cual ayudan mucho los agentes o brokers, bien especializados, cuya participación vuelve a la operación más fácil y segura.

3) Si, a primera vista, pareciera que los negocios en Bolsa --- son siempre de carácter especulativo, en el fondo no son así, como lo han demostrado las practis proteccionistas. Aunque parezca paradójico, la situación de los productores y exportadores de café en su gran mayoría en los países de la FEDECAME resultan más bien de carácter especulativo (y no de hedging), por que esperan hacer grandes negocios con la subida de los pre-

cios, asumiendo igualmente el riesgo de enormes pérdidas. En cambio, en el sistema de "protección" esas posibilidades quedan eliminadas y únicamente podrían haber "pequeñas ganancias" y "mínimos riesgos". Nosotros, comentando lo dicho por el autor, concluiríamos que la especulación es arriesgada y la protección, conservadora.

4) La Bolsa es también fuente de crédito, pues hace posible -- grandes compraventas, tan sólo entregando pequeños márgenes, que salen -- reducidos comparados con el volumen de las transacciones. En dichas operaciones "de futuro" el negociante goza de un plazo, al par, que el derecho de retro compra o de retroventa. En esa forma pueden gozar del crédito internacional, mientras que en el financiamiento corriente, éste tiene como fin no tanto el interés del capital prestado sino el afianzamiento de una clientela estable.

5) La Bolsa es el resultado de una evolución superior de los -- mercados ordinarios, donde la libre competencia encuentra su máxima expresión, siempre y cuando cuantiosos intereses no traten de influir decisivamente en el mercado, aunque esto es difícil en las Bolsas por la magnitud de las transacciones.

6) La Bolsa todavía no goza de unánime simpatía, algunas veces por las dificultades inherentes al mismo producto, y otras por los controles gubernamentales. De ahí se afirma que las Bolsas "están iniciando -- sus labores", si bien cuentan ya con más de 100 años de establecidas.

7) El objeto de la Bolsa, como lo dijimos antes, no es la entrega del correspondiente producto, sino más bien ofrecer facilidades para -- traspasar un riesgo, es decir, protegerse en las fluctuaciones de los precios, lo que se advierte en el sistema conservador proteccionista (hed---

ging). Entre menos entregas, se sostiene que la Bolsa funciona mejor, por que en su mecanismo quedan concluidas las transacciones. Hay que desligar se del efecto jurídico de la entrega para dejar espacio a la retrocompra y a la retroventa.

8) La Bolsa no podría operar sin la Cámara de Compensación, fiador seguro y dispuesto a asumir un riesgo en dicha fianza a cambio de una cuota relativamente modesta. Al unirse la Bolsa y la Cámara se da el "milagro" de compraventas superiores de la producción real, entre ella la del café.

9) En la Bolsa adquieren valor psicológico y práctico, los pronósticos, los cálculos y el examen de las cosechas.

10) La protección con todas sus ventajas, no es cien por ciento efectiva, pero si lo suficientemente para aminorar las fluctuaciones de los precios.

11) El mercado spot y el de futuros, a pesar de sus disparidades presentan una tendencia similar en largos períodos. Sin ella no operaría la Bolsa.

12) La Bolsa neoyorkina ha dejado la puerta abierta a los países de la FEDECAME mediante el contrato "U", que por cierto no ha sido muy popular en los círculos de dicha Bolsa.

EXTRANJERO

Con respecto a las bolsas dice el tratadista español, Dr. Rodríguez y Rodríguez:

"Para la existencia de una bolsa en México se requiere organizar una Sociedad anónima, que deberá organizarse de acuerdo con las disposiciones pertinentes de la Ley de Instituciones de Crédito. Sólo puede abrirse una bolsa de valores en cada plaza, quedando al arbitrio de la Secretaría de Hacienda la apreciación de la conveniencia de su establecimiento -- (Art. 68 L. Inst. Cr.)

La referida Ley de Instituciones de Crédito dispone que las -- Bolsas se organicen de acuerdo con la Ley de Sociedades Mercantiles supletoria de la anterior, que sobre el particular establece ciertas normas especiales, a saber:

I. Han de ser sociedades anónimas de capital variable, que deberán tener suscrito el capital mínimo, el cual debe ascender a cien mil pesos cuando se establezcan en la capital República y el que señale la Secretaría de Hacienda cuando se trate de otras ciudades. O sea cualquier de los Estados que en México se denominan comunmente provincias.

II. Podrán constituirse por tiempo indefinido y emitir acciones no suscritas (las de tesorería) en representación del capital autorizado, pero no suscrito, las que serán entregadas a los suscriptores a medida que se vayan presentando.

III. El capital mínimo obligatorio estará integrado por acciones

sin derecho de retiro, a no ser que constituyan una serie especial, caso en el que podrán emitirse al portador (Art. 8, Fr. L. Inst. Cr.)

IV. El número de sus administradores no podrá ser inferior a cinco y actuarán constituidos en Consejo de Administración. (Art. 8)

Serán facultades y obligaciones del Consejo de Administración además de las normas que señalen sus Estatutos, las siguientes:

a) Formar los reglamentos interiores de la Sociedad (Art. 13)

b) Resolver sobre la inscripción de valores en la bolsa y conservar los expedientes relativos a los valores inscritos, dando los avisos e informes que sobre dichos valores sean procedentes. (Art. 13, Fr. II, del Regl.)

c) Presidir las sesiones de la Bolsa, mediante uno de los miembros del Consejo, designado por éste al efecto. (Art. 13, Fr. III del Regl.)

d) Instruir y resolver las quejas que los socios presenten con motivo de las operaciones en la Bolsa (Art. 13 Fr. IV del Regl.)

e) Extender el acta de cotización de los valores con que la Bolsa opera. (Art. 13, Fr. V del Regl.)

f) Aplicar las sanciones de la Ley, Reglamento y Estatutos y respecto a las cuales no esté reservada la decisión a la Asamblea (Art. 13, Fr. VI del Regl.)

g) Intervenir, mediante alguno de sus miembros en la consumación de las operaciones a que se refiere el Art. 132 de la Ley. (Art. 13 Fr. VII del Regl.)

h) Suspender o destituir temporalmente a los socios (Art. 69 Fr. IV de la Ley y Artos. 7, 10 y 11 del Regl.)

Hasta aquí esa regulación sigue los principios de dichas sociedades, pero aquí surge una disposición específica:

"Solo podrán ser socios los corredores de Bolsa titulados o agentes de bolsa en los términos que fija el reglamento" (Art. 69, Fr. II de la Ley).

La garantía de los negocios en bolsa requieren de una legislación especial, como aparece en la Fr. XIII del Art. 5 del Reglamento Interior de la Bolsa de Valores de México, S. A. de C.V. en vigor desde el 10. de Junio de 1961 a saber:

"Modificar y adicionar el Código de Etica Profesional de los Agentes de Bolsa y resolver o sancionar en su caso, las violaciones al mismo".

Independientemente de esa facultad del Consejo de Administración, el Art. 12 del propio Reglamento: "Unicamente las personas físicas pueden ser socios de la Bolsa de Valores de México, S. A. de C.V."

Y en Art. 13 vienen los requisitos para ser socio de la Bolsa que comprendieramos en gracia a la brevedad:

- I. Ser mexicano, mayor de 21 años y capaz de contratar y obligarse;
- II . Ser suscriptor de los servicios de la Bolsa, con antigüedad no menor de tres meses, salvo que el solicitante haya sido socio con anterioridad y se hubiera separado voluntariamente, o que el Consejo reduzca el plazo citado;
- III. Presentar por escrito solicitud de admisión al Consejo en la que expresamente se acepte someterse a los Estatutos, Reglamentos usos y - costumbres de la Bolsa, señalando como domicilio el local de la misma Bol-

sa, sometiéndose a los Tribunales de la capital y renunciando al fuero de su domicilio.

IV. Obtener la aprobación de la respectiva solicitud por el voto favorable de las dos terceras partes de los socios de la Bolsa;

V. Ser corredor de cambio titulado o acreditar ante la Comisión Nacional Bancaria que se tienen los conocimientos necesarios y la experiencia en asuntos mercantiles, bancarios y bursátiles.

VI. Obtener la aprobación primero de la Nacional Financiera, S. A. y después de la H. Comisión Nacional Bancaria.

VII. Otorgar fianza, a satisfacción del Consejo de Administración.

VIII. Adquirir una acción de la Bolsa de las ya emitidas o suscribir una nueva exhibiendo el valor nominal de la misma y la prima correspondiente en los términos fijados por el Consejo;

IX. Firmar el registro de la Sociedad, lo cual implicará la obligación de cumplir todas las disposiciones legales, estatutarias y reglamentarias de la Bolsa.

Entre estos requisitos que tienen a garantizar todo lo posible -- la eficacia y pureza de las operaciones, destaca el de la Fr. III y el de la Fr. IX, referentes, además de la legislación escrita, a la no escrita es decir, a los usos y costumbres de la Bolsa, que, como dijimos anteriormente, cada una de las instituciones bursátiles tienen los suyos, por lo cual toma mejor vigencia el Art. 2 de nuestro C.C.: "La costumbre no constituye derecho sino en los casos en que la Ley se remite a ella".

Pero, agregados a los anteriores requisitos que podemos llamar positivos, hay que unir los negativos, prescritos en el Art. 14 del referi-

do reglamento: "En ningún caso podrán ingresar como socios de la Bolsa:

I. Las personas designadas para ocupar un puesto de elección popular o en la Administración Pública Federal, de los Estados o Municipios mientras dure el cargo respectivo, aunque por licencia u otra razón semejante no desempeñen el puesto;

II. Las personas que se hayan acogido al beneficio de liquidación judicial, de la suspensión de pagos, o que se hayan encontrado en quiebra y no hayan sido rehabilitadas;

III. Las personas que hayan sido destituidas de una Bolsa de Valores;

IV. Las personas que hayan sido sentenciadas por delitos que no sean de carácter político.

A primera vista pareciera demasiado rigorista el criterio del formulador de estos requisitos negativos, pero es que la Bolsa tiene una naturaleza tan singular que toda precaución es poca; y es oportuno subrayar la Fr. III, ya citada por la cual quedan inhabilitados para ser socios de ella los destituidos de una Bolsa de Valores, aunque no sean de las mexicanas, llegando así el miraje de la disposición a una amplísima latitud.

Hay también requisitos especiales, como el del Art. 15: "El socio que se hubiera separado voluntariamente de la Bolsa, sólo podrá solicitar su readmisión después de transcurrido un año, desde la fecha de su separación y cubriendo, en este caso, la prima que para ser readmitido le fije el Consejo de Administración".

Las finalidades de dicha institución están establecidas en el -

Art. 10. del Reglamento, a saber:

"La Bolsa de Valores de México S.A. de C.V. tiene por objeto:

I. Inscribir, previos los requisitos legales respectivos, los títulos o valores que pueden ser objeto de operación en la Bolsa;

II. Establecer locales adecuados para que sus socios lleven a cabo operaciones con los títulos o valores inscritos y metales preciosos;

III. Establecer en su reglamento interior las reglas de operación a que han de sujetarse, de acuerdo con la Ley, las transacciones que sus socios lleven a cabo en la Bolsa;

IV. Velar por el estricto apego de las actividades de sus socios o lo dispuesto en las Leyes y Reglamentos aplicables, en los Estatutos de la Sociedad y en este Reglamento, así como a los mejores usos y costumbres relativos;

V. Fomentar las transacciones con títulos o valores y metales preciosos y asegurar el mejor y más firme desarrollo del mercado respectivo;

VI.- Certificar la cotización que de las operaciones realizadas resulte, para los títulos y valores inscritos en la Bolsa y publicar noticias sobre las operaciones que se lleven a cabo, así como sobre los informes que suministren oficialmente las empresas y cuyos Títulos hayan sido admitidos a operación."

En cuanto a las personas que intervienen en la Bolsa dice el Dr. Rodríguez y Rodríguez: "Los derechos y obligaciones de los socios de la bolsa son personales y, por lo tanto, no podrán ser admitidos como socios de una bolsa sino personas físicas y los socios no podrán operar en la bolsa por apoderados o representantes que no sean miembros de la misma insti-tu-

ción. Una misma persona puede ser socio de diversas bolsas de valores. El número de socios no puede ser inferior a diez (Art. 8 del Regl.) Y para ser socio se necesita reunir ciertos requisitos (Art. 5 Regl.) Los corredores titulados podrán ser socios de una bolsa de valores siempre que estén capacitados legalmente para celebrar todas las transacciones que en la bolsa pueden efectuarse, de acuerdo con las leyes relativas aplicables y con el Reglamento," (Obr. cit. p. 25).

En conclusión: Los autorizados a efectuar negocios de bolsa tienen una "calidad personalísima", detalladamente regulada por la Ley y sus reglamentos, lo cual tiende a responsabilizarlos tanto en su actuación como en las consecuencias de la misma. En ello, la regulación jurídica mexicana, similar a otras, peca más por exceso que por defecto.

Párrafo aparte lo que Rodríguez y Rodríguez llama el valor del tiempo. "Este es otro dato de la definición que hemos expuesto, porque en las operaciones de bolsa el tiempo pasa a tener la categoría de elemento esencial. Las operaciones a plazo y al contado, las diferencias y modalidades de las mismas, solamente se conciben si se tiene en cuenta la posibilidad de que en el transcurso del tiempo cambien las cotizaciones de los objetos de aquéllas." (Obr. cit. p. 26).

Sobre todo en los negocios a plazo, que hemos analizado con el nombre de "a futuro", el tiempo adquiere la categoría antes mencionada, como esencial, ya que en ellas la operación depende de las fluctuaciones en los precios.

El Art. 33 del Reglamento de la Ley de Instituciones de Crédito

dispone que serán materia de contratación en bolsa:

I. Los valores y efectos públicos;

II. Los títulos de crédito y los valores o efectos mercantiles emitidos por particulares o por instituciones de crédito, sociedades o empresas legalmente constituídas;

III. Los metales preciosos, amonedados o en pasta.

Una distinción hace la ley mexicana en la forma siguiente:

Los valores del Gobierno Federal, de los Estados y de los Municipios se inscriben en la Bolsa directamente sin necesidad de solicitud pero para los demás títulos se requieren los siguientes requisitos:

I. Que el valor haya sido debidamente emitido por una empresa legalmente constituída o por persona autorizada para hacer las emisiones,

II. Que con la solicitud de admisión se acompañe un estado financiero de la empresa o persona que haya hecho la emisión, certificado por contador público titulado.

III. Que las empresas cuyos valores estén inscritos en la bolsa, informen anualmente de su estado financiero, mediante balance certificado por contador público titulado, con especificación de datos sobre pérdidas y ganancias.

Y completa el sistema lo dicho por el Dr. Rodríguez y Rodríguez: "las empresas cuyos títulos o valores estén inscritos en la bolsa, estarán obligadas a comunicar, tan pronto como tengan conocimiento de ello, la nulidad, pérdida, alteración o transferencia indebida de que hayan sido objeto los títulos de su emisión. El Consejo de la Bolsa deberá dar aviso inmediatamente de los informes que reciba a los corredores y hacer publi-

car estos informes en el boletín que la bolsa publique o en uno de los periódicos financieros de la localidad. Los corredores serán responsables, en los términos de esta Ley, por las operaciones que realicen con valores nullos, alterados transferidos indebidamente o perdidos, comenzando esa responsabilidad a partir de la fecha del aviso en la Bolsa." (Obr. cit, p. 27).

El mismo tratadista señala como disposiciones comunes a las diversas operaciones de Bolsa, las siguientes:

1a.) Las operaciones que se hicieren en Bolsa, se cumplirán con las condiciones y en el modo y forma que hubieren convenido los contratantes, con arreglo a las disposiciones de esta Ley y del reglamento y a los usos establecidos (Art. 76, L. Inst. Cr.)

2a.) Las operaciones en remate se anunciarán de viva voz y surtirán sus efectos tan pronto como la oferta sea aceptada verbalmente. De toda operación hecha en remate, se dará en el acto nota firmada, de la cual un duplicado quedará en poder del Consejo de Administración. Estas notas se desprenderán de libros talonarios debidamente encuadernados y foliados (Art. 79).

3a.) Sólo con valores inscritos en la Bolsa en los términos de los artículos que anteceden, podrá operarse el remate. (Art. 75).

4a.) El cedente estará obligado a entregar, sin otra dilación que la pactada los efectos o valores vendidos y el tomador a recibirlos, satisfaciendo su precio en el acto (Art. 78).

5a.) Los remates serán presididos por un miembro del Consejo de

Administración, quien tendrá amplias facultades para resolver todas las di dificultades que pudieran suscitarse con motivo de las operaciones que en di cho acto se lleven a cabo y a reserva de que el perjudicado acuda en queja ante el Consejo de Administración, el cual quedará facultado para resolver por mayoría absoluta de sus miembros sobre las quejas que ante él se presen ten. (Art. 82).

El Consejo de Administración se reunirá después de las horas de remate y en vista de las operaciones que aparezcan en las notas a que se refiere el Art. 79 y con la noticia de esas operaciones, extenderá el ac to de cotización, remitiendo una copia certificada a la Comisión Nacional Bancaria. (art. 82)" (Obr. cit, p. 27-28).

El carácter expedito de los negocios en Bolsa se confirma con los principios generales que Rodríguez y Rodríguez compendia así:

"Lo relativos a días y horas de funcionamiento (Art. 21 Regl.); los preceptos para uniformidad de las operaciones (Art. 22); las disposiciones sobre cambio de notas por cada operación concertada (Art. 24); sobre la obligatoriedad de mantener las ofertas hechas en determinadas condiciones y a contratar obligatoriamente, en los términos de las mismas --- (Art. 26); cobro preceptivo de determinadas comisiones (Art. 27); el derecho concedido a todo corredor o agente de bolsa, para exigir a sus clientes antes del consumo de la operación garantías adecuadas (Art. 28); la --- prohibición de que los agentes o corredores adquieran por cuenta propia, los valores que les hubiesen sido confiados para su venta (prohibición de autocontratación) (Art. 29); y las relativas al funcionamiento de la Bolsa como Cámara de Compensación respecto a las operaciones que en ella se prac

tiquen (Art. 30)" (Obr. cit, p. 28).

Diversas Clases de Operaciones de Bolsa, siguiendo al mismo autor, de p. 28 a 31 de dicha obra:

1o. Indicaciones Generales. La clasificación más general de las operaciones de Bolsa es aquella que se hace en operaciones al contado y en operaciones a plazo, según que deben cumplirse inmediatamente, sin dilación alguna, o se haya fijado un plazo para la ejecución del contrato. Pero la clasificación más importante en la práctica bursátil es la que distingue entre operaciones en firme y con prima, según que los contratantes queden obligados en los términos del contrato, que no podrán ser alterados sin el mutuo consentimiento de ambas partes, o que una de ellas, mediante el pago de una prima, pueda alterar ciertas circunstancias contractuales en los términos fijados por el acuerdo. Sobre ambas clasificaciones vamos a insistir después.

2o) Contratos en firme: Dentro de ellos podemos distinguir los contratos al contado y a plazo.

A) Contratos al contado; cuando se consumen en el tiempo que media hasta la siguiente reunión de la Bolsa (Art. 77 L. de Inst. de Cr.). Dicho en otros términos son operaciones al contado las que se consuman antes de dar principio la sesión de la Bolsa al siguiente día hábil. El Art. 59 del Reglamento agrega "y conforme al horario establecido por el Consejo de Administración".

El Dr. Rodríguez y Rodríguez dice: "El Reglamento de la Bolsa de Valores establece una presunción a favor de las operaciones al contado al decir que "en caso de que no se especifique cualquiera de las formas previstas en las fracciones anteriores, las operaciones se entenderán concer-

tadas al contado." (Obr. cit, p. 29).

En el Art. 59 del respectivo Reglamento están las sanciones para el incumplimiento de dichas operaciones cuando no se consuman en los términos anteriormente fijados;

"El Agente de Bolsa faltante a esta Regla, pagará, el primer día al otro contratante, una multa de 1% por los primeros \$ 1.000 y de 2 al millar por el excedente del monto total de la operación, entendiéndose que, en este caso, la falta de cumplimiento debe ser denunciada al Consejo de Administración por el socio reclamante, indicando si desea llevar a cabo o no, la operación concertada. Si opta por continuarla deberá exigir del moroso una multa de 1/4% diario sobre el monto total de la operación, a partir del segundo día en que debió haber sido liquidada. El Agente incumplido no tendrá derecho a operar en la Bolsa y, transcurridos tres días, quedará suspendido en todos sus derechos, por el plazo que fije el Consejo de Administración, quien también, si las circunstancias lo ameritan, podrá aplicar la sanción comprendida en el Art. 127 de este Reglamento".

Son graves las sanciones para el incumplimiento, ya que el citado Art. 27 dice: "El Consejo de Administración, como tal, amonestará a los socios que hubieran cometido una falta no sancionable con la suspensión o separación, cualquiera que sea su gravedad".

Sólo así se logra preservar a la Bolsa de sus socios incumplidos, que quedan sujetos incluso a ser suspendidos o separados de la misma.

Rodríguez y Rodríguez comenta: "Las operaciones en firme se cierran a un precio dado o al primero, al último o al curso medio de la Bolsa.

En el primer caso, la operación se cierra al precio fijado por quien compra o vende; en el segundo, la persona que por él actúa en la Bolsa, debe comprar al curso que exista al empezar las operaciones, al concluir las mismas o al curso medio de la Bolsa. Para la fijación de este curso, teniendo en cuenta las oscilaciones del mismo en la Bolsa, existe como referencia auténtica al acta de cotización que extiende el Consejo de Administración de la Bolsa, al concluir de las horas de remate, en vista de las operaciones practicadas, copia de la cual se remitirá a la Comisión Nacional Bancaria (Art. 82 Inst. de Cr.) La falta de plazo hace que estas operaciones se presten poco a la especulación! (Obr. cit, p. 29).

B) Contratos a plazo: el Reglamento correspondiente en su Art. 60 nos da una posición negativa de dichas operaciones, a saber:

"Las operaciones serán a plazo cuando no deban consumarse antes de que haya dado principio la sesión de Bolsa del día hábil inmediato siguiente. El plazo no podrá ser superior a noventa días, salvo estipulación en contrario en el contrato, llegado el vencimiento podrán liquidarse por diferencias!"

En relación con ese artículo, dice el Dr. Rodríguez y Rodríguez:

"Breve referencia merecen los llamados contratos diferenciales. En esencia, consisten en típicas operaciones a plazo con la particularidad de que en el momento del cumplimiento de la obligación ni el comprador ni el vendedor se transmiten valores bursátiles, sino la diferencia entre el precio de los mismos según el contrato y el que tengan en Bolsa el día de la liquidación. Así, por ejemplo, si compro mil acciones de la Fundidora X, a ciento diez pesos la acción, llegado al final del mes, si éstas se cotizan a 115, el vendedor me entregará la diferencia entre ciento diez mil ----

pesos, valor de la venta, y ciento quince mil, valor de la cotización; por el contrario, si el día del cumplimiento del contrato, se cotizan a ciento cinco, seré yo, comprador, el que abone al vendedor la diferencia entre --- ciento diez mil pesos de la compra y ciento cinco mil valor de los títulos comprados según cotización del día del cumplimiento!"

Y agrega el tratadista mencionado: "Se comprende que esta operación se preste fácilmente a convertirse no ya en especulación, sino en una auténtica forma de juego. Por eso las legislaciones han tratado de prohibir lo y así lo dispone el Art. 80 de la Ley de Inst. de Créd. que reproduce el texto del Art. 134 de la Ley anterior. Dice el precepto anterior en cuestión lo que sigue: Queda prohibido concertar operaciones de contado, nominales, sin transferencia de valores. El Consejo de Administración deberá destituir a los corredores que intervengan en alguna operación nominal quedando a beneficio de la Bolsa el valor de las acciones correspondientes a los agentes destituídos".

Queremos terminar este aspecto con una prevención del Dr. Rodríguez y Rodríguez que consideramos muy oportuna:

"Concertar operaciones de contado debe entenderse por operaciones en efectivo; es decir que la operación de contado tiene una significación totalmente distinta a la operación al contado. También podría interpretarse el precepto anterior como una prohibición de simulación de operaciones, por la influencia artificial que podrían ejercer sobre las cotizaciones. Finalmente, debe indicarse que el reporte que estudiamos como operación de crédito, es generalmente una operación bursátil" (Obr. cit, p. 30)

En el art. 58 del respectivo Reglamento, además de las operaciones al contado y a plazo, viene en las fracciones III y IV, las opcionales, de compra

o venta, por no menos de tres ni más de noventa días; y al emitirse.

De acuerdo con el Art. 61: "Las operaciones serán opcionales, de compra cuando el tomador, o de venta cuando el vendedor, pueden abandonar la operación, dentro del plazo fijado en la fracción III del artículo 58 de este Reglamento@.

Y el Art. 62 dice: "Las operaciones opcionales serán siempre con prima. Prima es la cantidad fija de dinero que el beneficiario de la opción debe pagar al que se le ha concedido, para tener derecho de abandonar la operación desde que se concertó, hasta la fecha en que debiera consumarse.@

Rodríguez y Rodríguez al tratar estos contratos con prima, dice:

"Bajo esta denominación general comprendemos todos los casos en que una de las partes (generalmente el comprador) se reserva el derecho de rescindir sin más el contrato, cuando no le convenga ejecutarlo, o bien (si el comprador quien se ha reservado tal derecho) cuando el precio a que ha comprado los títulos según el curso de la cotización en el momento de ejecución del contrato, en relación a aquel que debería pagarse según convenio, signifique una pérdida de su perjuicio superior a la cantidad de la prima pagada. De manera que pagando aquella suma puede pedir la ejecución del contrato, o bien retirarse del mismo, según le convenga. Otras veces quien paga adquiere en orden a la ejecución facultades particulares que pueden ejercitarse a su elección@. (Navarrini)

Esta explicación de Rodríguez y Rodríguez que se remite a Navarrini, en nuestra humilde opinión, en lugar de aclarar, complica el concepto muy claro de operaciones opcionales o con prima, que nos da el Art. 61 y 62 del citado Reglamento, pero sigamos con el mismo tratadista:

"Entre las diversas clases de operaciones con prima debemos mencionar

las siguientes:

Contratos dont, llamados también call o di qui o con Vorpraemie. En este contrato "el comprador mediante el pago de la prima fijada, adquiere el derecho de retirar o no los títulos contratados en un día convenido, avisando previamente y en momento oportuno al vendedor. Si en este día el comprador declara que retira los títulos, se dice que levanta la prima (y en este caso el contrato se convierte en firme); si declara que no los retira, se dice que abandona la prima. El precio por el cual los títulos se compran se llama precio de base o base de la prima; la diferencia entre el precio de base y el precio -- corriente a fin de mes se llama écart (Navarrini)

Y aún más: "Otros contratos con prima. Nos referiremos sólo a los llamados contratos Noch, en los cuales el compradoror o el vendedor, según quien pague la prima, tiene el derecho de poder exigir la entrega de uno, dos o tres tantos, etc. la cantidad de títulos objeto del contrato los contratos con Stelllage, en los que el que paga la prima se reserva el derecho de cambiar su posición jurídica de comprador a vendedor o de -- vendedor a comprador, según su conveniencia". (Obra. cit, p. 31)

Finalmente, el Art. 63 del Reglamento, dice: "Las -- operaciones serán, al emitirse, cuando deben ser consumadas, -- al ser emitidos los valores respectivos y en la forma prevista por el Consejo de Administración, al autorizar la inscripción

del papel de que se trate".

Todas estas operaciones implican eficacia y sobre to do rapidez, porque de lo contrario no podrían efectuarse los ne gocios de Bolsa. Al respecto es ilustrativo lo dicho por el -- mismo autor español que hemos venido citando:

"Ejecución bursátil. Una de las características de las operaciones de Bolsa es la rapidez de su ejecución. Para activarla en la Bolsa se organiza un sistema de ejecución privada para dar cumplimiento forzoso a los contratos. Así dispone el Art. 78 párrafo segundo de la Ley de Inst. de Cr. que si "el -- vendedor o el comprador demoraran el cumplimiento del convenio el perjudicado por la demora podrá optar por el abandono de -- la operación, denunciándole ante quien presida el remate del -- día en que la entrega o el pago debieran ser hechos o por el -- cumplimiento del contrato y, en este último caso, la operación se consumará con la intervención de uno de los individuos del Consejo, comprando o vendiendo los títulos o valores por cuenta y riesgo del corredor moroso y aplicándose en lo necesario la fianza de dicho corredor para cubrir cualquier diferencia -- que resultara. Este procedimiento no impide el ejercicio de -- las acciones ejecutivas correspondientes, a opción del perjudi-- cado, o cuando la aplicación de la fianza no fuere bastante pa-- ra cubrir el monto de las diferencias. Los contratos en Bolsa y los relativos a anticipos o reportes que practiquen los co-- rredores con títulos o valores materia de operación en Bolsa,

serán ejecutados sin necesidad de reconocimiento de firma ni de otro requisito previo alguna". (Obr. cit. p. 31)

En esta forma dejamos expuesto, en líneas generales, el funcionamiento de la Bolsa de Valores de México, S. A. de C.V., igual que sus operaciones y las sanciones que resulten en los casos de incumplimiento.

Como se ve, los negocios en Bolsa, incluso este tipo especial de ejecución bursátil, requieren de legislación y reglamentación específicas, que están muy lejos de los precep--tos que rigen las compraventas en el Derecho Civil y aún del Derecho Mercantil, por lo que consideramos necesarias algunas referencias al derecho extranjero que nos serán útiles al estudiar los fundamentos legales para el funcionamiento dela Bolsa en El Salvador.

El Reglamento de la Bolsa de Bogotá, Colombia, es particularmente e importante, porque tiene aspectos que aparecen en forma muy general dentro de la legislación mexicana, y por ello, nos detendremos en las partes del mismo que consideramos singulares, a saber:

Al respecto, el Reglamento bogotano detalla muy por--menorizadamente, en el Capítulo XIV, "Operaciones y su Liquidación", en forma nominal, los siguientes negocios:

Art. 76. Las operaciones se celebran al contado o a plazo y se denominarán así:

- a) HOY, que serán liquidadas el mismo día.
- b) "CONTADO", que se liquidará al siguiente día hábil de despacho de Bolsa;
- c) "DE FUERA", que debe liquidarse dentro del término máximo de cinco días hábiles de despacho de la Bolsa después de celebrada, a iniciativa del vendedor;
- d) "PARA FUERA", que deben liquidarse dentro del término de cinco días hábiles de despacho de la Bolsa después de celebrada a iniciativa del comprador;
- e) "DE OTRA PLAZA", que debe liquidarse dentro del término hábil de cinco días después de celebrada con las mismas condiciones para las operaciones DE FUERA;
- f) "PARA OTRA PLAZA", que deben liquidarse dentro del término de dos días hábiles después de celebradas;
- g) "A TANTOS DIAS", que se liquidan al día fijado para su vencimiento o al día siguiente hábil, no pudiendo exceder el plazo máximo fijado para esta clase de operaciones;
- h) "A TANTOS DIAS A VOLUNTAD DEL COMPRADOR", que pueden liquidarse antes del plazo máximo fijado, para las operaciones a plazo, cuando el comprador lo solicite, mediante aviso al vendedor por intermedio de la Bolsa;
- i) "A TANTOS DIAS A VOLUNTAD DEL VENDEDOR", que pueden liquidarse antes del plazo máximo fijado, cuando el vendedor lo solicite, mediante aviso al comprador por intermedio de la Bolsa;

j) "PARA INDETERMINADO PERIODO", que se liquidan dentro del período convenido, al día siguiente que el vendedor dé el aviso correspondiente por intermedio de la Bolsa y éste lo transmita al comprador, el cual deberá pagar al día siguiente de recibido tal aviso;

k) "CRUZADA", que se celebra por un solo miembro de la Bolsa, quien se ha entendido a la vez con el cliente comprador y el cliente vendedor, Las operaciones cruzadas serán siempre liquidadas por intermedio de la caja de la Bolsa en cualquiera de sus modalidades.

Con tan detallada enumeración, difícilmente habrá algún negocio bursátil que escape a ella, haciendo la salvedad de que sólo hemos transcrito lo más importante de cada operación, como dijimos, nominalmente mencionada, ya que el aludido Reglamento las rodea de una serie de requisitos para comprador, vendedor o intervención de la Bolsa, buscando siempre la garantía de esos elementos y la eficacia y rapidez de dichas negociaciones.

A propósito, el Art. 77 de tal Reglamento precisa la ejecución de los distintos negocios en Bolsa, así:

"Todas las operaciones de valores que se concierten al contado o a plazo deberán liquidarse por conducto de la misma Bolsa, con la entrega de lo negociado y el pago del precio correspondiente. Cuando por razones de seguridad, imposibilidad física y otras similares el miembro vendedor no pudiera hacer entrega de los valores objeto de la transacción, podrá entregar en cambio un certificado o aviso escrito de la compañía

emisora de dichos valores, en el cual se declara que está a la orden y disposición de la Bolsa el título o títulos correspondientes con endoso en blanco".

Y el sistema se completa con el Art. 78: "los pagos que hagan los miembros de la Bolsa, deberán efectuarse en dinero efectivo o en cheques girados por ellos, o por estableci---mientos bancarios. Cuando por circunstancias especiales y previa autorización del Presidente, se reciban cheques de terceros el miembro interesado deberá endosarlos y será solidariamente responsable del pago con el girador".

Incluso se otorgan facultades especiales al Presidente en la forma siguiente: "Art. 79. El Presidente podrá exigir que un pago o pagos que hagan un miembro de la Bolsa sean efectuados en cheques visado o certificado por un banco, especialmente cuando, a su juicio, la cuantía del pago o las circuns--tancias hagan aconsejables aquella seguridad".

También se regulan pormenorizadamente los trámites - para toda liquidación en el Art. 80: "La Bolsa entregará a los miembros interesados el comprobando de liquidación oficial de la Bolsa, por duplicado.

Este comprobante, autorizado con las firmas del liquidador y de un revisor, llevará el número del comprobante de transacción y contendrá este detalle: la fecha en que la transacción se celebró, el nombre del miembro comprador o vendedor, la cantidad, la especie negociada, el precio, la comisión, los

intereses cuando fuere el caso, el total o saldo neto de la operación y la fecha del vencimiento. Cada uno de los miembros interesados conservará en su archivo un ejemplar del expresado documento, debidamente legajado y está obligado a entregar el otro a su cliente como comprobante oficial de la transacción".

Entre las disposiciones relevantes del mencionado Reglamento podemos citar el Art. 81: "El vendedor no podrá cambiar el estado de la cosa vendida y está obligado a conservarla tal como se hallaba el día del contrato, para su entrega al comprador".

Mención especial merece el Capítulo XV, "Cotizaciones" así:

Art. 85. Las cotizaciones de los diferentes efectos negociables darán así:

a) De monedas extranjeras, a tantos plastos y centavos moneda corriente colombiana por cada unidad de la especie extranjera;

b) De bonos, pagarés u obligaciones emitidos por los gobiernos nacional, departamental o municipal, o por entidades nacionales o extranjeras, a tanto por ciento de su valor nominal;

c) De derechos de suscripción, los cuales se cotizarán separadamente de las respectivas acciones a partir del día siguiente a la fecha determinada por la compañía para que ta--

los derechos se causen, a tantos pesos y centavos por cada derecho.

En el Capítulo XVII, "Garantías", se prescribe lo siguiente:

Art. 89. Con el objeto de respaldar sus obligaciones, los miembros de la Bolsa deberán constituir garantías sobre los siguientes valores:

- a) El certificado de propiedad de su puesto;
- b) Mil quinientas acciones de la Bolsa de Bogotá, S.A.

Art. 90. Todos los valores de que trata el artículo anterior deberán entregarse a la Bolsa de Bogotá en la forma que ella exigiere para que pueda disponer de ellos rápidamente en cualquiera de los casos previstos en este Reglamento.

Art. 91. Los valores de que trata el Art. 90 se denominan garantías generales y respaldan toda clase de compromisos adquiridos por el miembro de la Bolsa o por sus apoderados para con la Institución o por intermedio de ella, por transacciones bursátiles, préstamos de dinero o valores, fianzas, descuentos, anticipos sobre consignaciones para la venta y otras operaciones análogas celebradas con la Bolsa o con intervención de ella.

Art. 93. Las garantías bancarias que se constituyen para respaldar las operaciones de un miembro de la Bolsa podrán ser aceptadas como garantías especiales suficientes.

Art. 94. La Cámara de la Bolsa, el Presidente o la Superintendencia Bancaria, cuando sobrevengan fluctuaciones brus-

cas o se presente alza o baja sostenida de algún valor o por otras razones que a su juicio justifiquen la medida, podrán exigir a los miembros de la Bolsa que aumenten sus garantías especiales para respaldar las operaciones que tuvieren pendientes. Si los miembros no cumplieron tal exigencia, la operación se tendrá por vencida y la Presidencia podrá liquidarla o anularla a opción del miembro cumplido. En el primer caso cobrará el miembro a quien corresponda el valor de la diferencia que resulte de la liquidación. Si el miembro no la pagare dentro de 24 horas, para atender a tal pago se aplicarán las garantías constituidas especialmente para la transacción liquidada, y si ellas no fueren suficientes, las generales del miembro. Para disponer de las garantías se adoptará el procedimiento prescrito en el Art. 88 de este Reglamento.

Ahora entra en vigor el procedimiento de ejecución bursátil, ya señalado anteriormente por el Dr. Rodríguez y Rodríguez con respecto a las Bolsas mexicanas, a saber:

Art. 88. Cuando un miembro de la Bolsa dejará de hacer la entrega de los valores o el pago de precio dentro de los términos que constan en la papeleta de transacción, el Presidente exigirá su inmediato cumplimiento.

La determinación de que debe cumplirse la operación será notificada al miembro incumplido y al día siguiente de esta notificación antes de la ruego de la mañana, si el miembro renuente no hubiera hecho la entrega del valor negociado o el

pago del precio en su caso, el Presidente podrá comprar o vender en remate en la rueda o por conducto de uno de sus miembros los valores negociados, quedando obligado el miembro incumplido a pagar inmediatamente a la Bolsa la diferencia entre el precio de compra de los valores no entregados o entre el precio de la venta de los valores no pagados y el precio estipulado en la papeleta de transacción no cumplida, más las comisiones de esta operación y de la compra o venta que haya tenido que verificar la Bolsa para dar cumplimiento al negocio celebrado y no cumplido por uno de sus miembros.

Si las diferencias y comisiones dichas no fueren pagadas a la Bolsa por el miembro incumplido dentro de 24 horas después de haberle sido comunicadas, la Bolsa procederá a realizar por los medios más rápidos a su alcance las garantías generales del mismo miembro y todas aquellas afectas a la operación, con el objeto de cubrirse lo que se le deba por concepto de diferencias y comisiones.

En cualquiera de los dos casos incumplimiento del vendedor o del comprador la Bolsa podrá emplear cualesquiera otros medios igualmente legales de que dispone para cubrir lo que el miembro incumplido debe, sin perjuicio de las demás acciones y sanciones a que hubiere lugar y del pago de los perjuicios que el miembro cumplido reclame y compruebe ante el Consejo Directivo.

Este último inciso, como puede verse, otorga a la --

Bolsa amplísimas facultades de ejecución bursátil, completando las providencias de los anteriores, de manera que en todo momento queden asegurados los derechos del miembro cumplido y recaiga la responsabilidad con las sanciones económicas ajenas, en el miembro incumplido, y otra medida complementaria en el sistema se encuentra dentro del Capítulo XIX, "Fondo de Garantía Solidaria de los Miembros", a saber:

Art. 101. El valor correspondiente al cinco por ciento de las utilidades de que tratan los Estatutos, para formar el Fondo de Garantía Solidaria de Miembros, tiene por único objeto cubrir hasta donde alcance, los saldos a cargo de los --- miembros por incumplimiento para con la Bolsa cuando tales sal dos no alcanzaran a ser satisfechos con el producto del valor de las garantías del miembro, además de su responsabilidad per sonal.

El miembro culpable quedará responsable ante la bolsa y debiera reintegrar al Fondo cualquier suma que por su culpa - hubiere sido preciso tomar de él. Llegado el caso de liquidación de la Bolsa de Bogotá, S.A., y una vez que todos los miembros de la Bolsa o dueños de puestos estuvieren en paz y salvo con la Institución y con los otros miembros, el liquidador pasará el saldo al Fondo de Valorización de Puestos.

Un aspecto destacado de dicho Reglamento es su cuidado por dar a conocer, en forma cotidiana, todo lo que pueda intere sar tanto a los miembros de la Bolsa como al público en general

respecto a los negocios que en ella se efectúen, para lo cual resulta pertinente citar el Capítulo XX, "Publicaciones de la Bolsa", así:

Art. 103. La Bolsa publicará diariamente un Boletín en el cual figurarán las operaciones celebradas y los precios de las ofertas de compra y venta, En dicho Boletín se dará cuenta de las altas y bajas de los miembros de la Bolsa y de las censuras impuestas a algunos de ellos cuando quien las impuso lo juzgue conveniente. También podrá publicarse, de acuerdo con la tarifa que se señale al efecto, los balances, citaciones a asambleas, pago de dividendos, noticias de liquidación y otras semejantes, relacionadas con la actividad de las sociedades -- inscritas en la Bolsa, y en general todas aquellas noticias comerciales que puedan interesar al público, como emisiones de bonos, sorteos de amortización, pagos de cupones, etc. Además del Boletín diario, la Bolsa podrá hacer otras publicaciones que estime oportunas e interesantes.

En contraste con el procedimiento seguido por las Bolsas Mexicanas, donde no se prescribe el Boletín diario, ni siquiera semanal o mensual, dejándose la respectiva publicidad -- incluso a publicaciones financieras, la Bolsa de Valores de Bogotá insiste reglamentariamente en ello, y agrega otras publicaciones que podría hacer al considerarlas oportunas o interesantes, todo lo cual demuestra su interés por informar a cabalidad, acerca de sus negocios y actividades.

En el Capítulo XXI, "Disposiciones Varias", encontramos algunos artículos dignos de mención, como el siguiente:

Art. 104.- El Presidente de la Bolsa oirá todos los reclamos que presenten los clientes de los miembros, bien sea por incumplimiento de éstos para con aquellos en los negocios que les hubieren confiado, o por cualquiera otra causa relacionado con sus actividades como miembros de la Bolsa y si fuere el caso, se harán las averiguaciones necesarias para determinar la responsabilidad de los miembros y aplicarles las sanciones correspondientes. Del mismo modo el Presidente prestará apoyo a los miembros de la Bolsa en el sentido de ayudar a que sus ---clientes cumplan los encargos de compra y venta que les hayan confiado, cuando éstos no hayan atendido oportunamente al pago o a la entrega de los valores negociados, de acuerdo con las -estipulaciones convenidas. En caso de incumplimiento de un cliente, el Presidente podrá usar de los medios convenientes de censura, tales como la inscripción del nombre del incumplido en un registro especial que se dará a conocer a todos los miembros y a ún al público o aquellas otras medidas que la práctica indique como convenientes o que sean ordenadas por la Cámara de la Bolsa. Para garantía de los miembros y para facilitar el apoyo que preste la Bolsa a éstos ante sus clientes, aquellos harán firmar el encargo del negocio en un formulario que para el ---efecto los suministrará la Bolsa. Pero en todo caso el miembro es responsable de la renuencia o la negativa de su cliente.

De ahí que, entre las medidas de publicidad que completan el sistema, está ese registro especial que se pondrá en conocimiento no sólo de los miembros sino del público, todo para garantía de las propias negociaciones en Bolsa y desde luego de los interesados en las mismas.

Los tratadistas españoles, Gabriel Avilés Cucurella y José María Pou de Avilés, en "Derecho Mercantil" Ed. J. Ma. Bosch, Barcelona, 1959 se refieren a las Bolsas de Comercio así:

Las Bolsas ofrecen notable importancia mercantil, porque sirven de centro de reunión para facilitar la conclusión de negocios y tutelar los intereses de los comerciantes; porque son un medio de publicidad comercial; porque allí se forman rápidamente los usos comerciales, dada la frecuencia de los negocios y las mutuas influencias a que están sometidos los contratantes, y, sobre todo, porque fijan el curso de las mercancías, de los valores y de los cambios que son con más frecuencia objeto de operaciones (Vivante) p. 313.

Y agregan un "Concepto: La Bolsa es difícil de definir porque tiene varias acepciones. Con esta palabra se alude al lugar donde se reúnen cuantos pretenden tratar asuntos mercantiles; a la reunión de los que allí se congregan; al conjunto de operaciones realizadas en un día, etc. En sentido legal, las Bolsas son los establecimientos públicos legalmente autori

zados, en que de ordinario se reúnen los comerciantes y los -- Agentes intermediarios colegiados para concertar o cumplir las operaciones sobre efectos públicos y valores mercantiles e industriales (Art. 64, Código de Comercio).

Ahora el "Origen: Precedentes de las Bolsas los encontramos en Narbona, donde en 1330 se conocía una plaza de bolistas, y parece que la primera bolsa de carácter internacional -- fué establecida en 1460 en Amberes. Pero realmente las bolsas nacen a la vida jurídica en el siglo XVI, citándose como más -- importantes las de Lyon, de 1549; Rouen, de 1566; Hamburgo, -- que data de 1588, y Amsterdam, 1608. En España se reúnen al -- principio los comerciantes en las Lonjas y Casas de Contratación. En este aspecto merece especial mención la Lonja de Barcelona, comenzada en 1339, y que desde 1571, adquiere especial importancia como lugar de reunión de comerciantes donde se --- efectuaban sus transacciones. También se destaca en esta época la Casa de Contratación de Sevilla (1503), Bilbao, la de Ma--- drid (1632) y otras. Pero a pesar de la importancia de las antiguas Casas de Contratación, no se reglamentan las Bolsas en España hasta el Siglo XIX, siendo la primera disposición reguladora de la Bolsa de Madrid la promulgada por Real Decreto de 10 de septiembre de 1831". p. 313.

Aunque ya hemos indicado algunos de estos precedentes de las Bolsas en España en capítulos anteriores de esta Te

sis, incluimos esas referencias históricas como introducción al funcionamiento legal y reglamentario de las mismas, a saber:

"Clases de Bolsas: Con relación a las operaciones, la Bolsa es de Comercio, si en ella se contratan generos, mercancías, servicios comerciales como fletamento, transporte, seguros y de Valores, si se tratan negocios sobre el dinero, sus cambios y en general sobre títulos de crédito públicos y privados (Bolaffio). Nuestro Código de Comercio no hace esta expresa división siquiera en el Art. 81 (sección aparte de la que trata de las Bolsas de Comercio) señala las "Lonjas o Casas de Contratación Mercantil", de viejo abolengo español, cuyas operaciones no especifica. Sin embargo, el uso ha circunscrito el concepto de Bolsa a la que en Italia se llama "de valores", dejando la contratación sobre mercancías, no obstante el caso del Art. 67, relegado a las operaciones en Lonjas o Casas de Contratación". p. 314.

La Legislación hispana sigue un sistema mixto para las Bolsas, por lo cual éstas se dividen en públicas y privadas, de acuerdo con el Art. 65 del Código de Comercio en la siguiente forma:

1. Bolsas autorizadas por el mismo.
2. Bolsas establecidas por el Gobierno.
3. Bolsas establecidas por las sociedades, creadas con arreglo al respectivo Código, siempre que uno de sus fines sea la organización de aquellas, con cotización autorizada gubernamental.

mentalmente.

4. Bolsas establecidas por las sociedades, sin cotización gubernamental.

Las tres primeras se consideran oficiales y la cuarta libre, por no ser su cotización fijada por el Gobierno.

Y en Barcelona hubo una importante Bolsa privada: el Mercado libre de Valores, clausurado por la Ley de 23 de Febrero de 1940 y declarado extinguido definitivamente por la Ley del 19 de Septiembre de 1942.

Para establecer una Bolsa Oficial el Reglamento General fija que deberá existir motivo de utilidad o conveniencia pública, que se hará constar en el expediente del caso y la resolución será en un Decreto. Y con iguales trámites, se autorizan las Bolsas privadas, ya que el Código de Comercio sigue un régimen mixto, como dijimos.

Las Bolsas oficiales se rigen por el correspondiente Código y el Reglamento General; las privadas, por el propio Código y los Reglamentos y Estatutos que aprueben las sociedades fundadoras.

Las Bolsas de Comercio, o sea las de Mercancías o Productos, que estaban ya clausuradas desde julio de 1936, reanudaron sus actividades el 10. de marzo de 1940 por la Ley de 23 de febrero de ese año.

Tanto las Bolsas existentes como las de nueva creación están regidas por el Art. 66 del Código de Comercio; y los Re-

glamentos indicarán los días y horas de las reuniones. El Gobierno determinará el arancel de los derechos de los Agentes de Bolsa.

Según el citado Código en su Art. 67 son materia de contratación en Bolsa:

- a) Los valores y efectos públicos
- b) Los valores industriales y mercantiles emitidos por particulares o sociedades o empresas legalmente constituidas.
- c) Las letras de cambio, libranzas, pagarés y cualesquiera otros valores mercantiles.
- d) Los metales preciosos, amonedados o en pasta.
- e) Las mercaderías de toda clase y resguardo de depósitos.
- f) Los seguros de efectos comerciales contra riesgos terrestres o marítimos.
- g) Los fletes y transportes, conocimientos y cartas de porte.
- h) Cualesquiera otras operaciones análogas, con tal que sean lícitas, conforme a las leyes.

La Bolsa oficial más antigua de España es la de Madrid, que data del Real Decreto de 10 de septiembre de 1831, a la que se le dio Reglamento de régimen interior de 12 de junio de 1928. Y por Decreto de 26 de Octubre de 1951, se reguló dicha Bolsa como mercado libre de divisas. También está la Bolsa oficial de Bilbao, establecida por una sociedad y autorizada gu--

bernamentalmente. Finalmente la Bolsa de Barcelona, que se rigió por el antiguo Reglamento de la de Madrid, hasta tener su propio Reglamento.

Los tratadistas, Avilés Cucurella y Pou de Avilés dicen: "Cotización y admisión de Valores: Son valores los documentos representativos de créditos contra entidades públicas o privadas, así como las acciones de las empresas mercantiles e industriales. Estos valores se negocian en Bolsa; esto es, son cotizables. La admisión de valores a cotización oficial está sujeta a ciertas condiciones. Unicamente se incluirá cuando su negociación se halle autorizada, conforme al Art. 65 en las Bolsas de Creación privada, o estén declarados negociables para las Bolsas de creación Oficial (Art. 67) (Obr. cit. p 316)

Y en seguida: "Cotización: En sí misma considerada, equivale a negociación u operación mercantil y también significa el precio en que las operaciones se conciertan. Y al hablar de cotizar se alude a la publicación en Bolsa del precio de los valores".

De acuerdo con el sistema mixto adoptado por el Código Español de Comercio, la cotización puede ser oficial o no oficial. La primera funciones en las Bolsas creadas o autorizadas por el Gobierno, con intervención de Agente Mediador Colegiado, que habrá de ser Agente de Cambio y Bolsa si el negocio recae sobre efectos públicos o Agentes o Corredor Colegiado si es de otra naturaleza. La no oficial está consagrada --

igual por el Código, cuando los comerciantes pueden contratar, sin intervención de Agente intermediario, sobre efectos públicos o sobre valores industriales o mercantiles; pero estos contratos no tendrán otra validez que el nacido de su forma y otorgado por la Ley.

La legislación española, similar a la mexicana y a la colombiana, se preocupa, al par, de la publicidad en los negocios bursátiles; y así la Junta Sindical extiende un acta de cotización oficial, remitiendo copia al Registro Mercantil y publicándola en el Boletín de la Bolsa. (Art. 48 Regl.), aunque no prescribe que dicho Boletín sea diario, como ocurre en la Bolsa de Bogotá.

Al frente de cada Bolsa oficial hay una Junta Sindical compuesta de un Síndico-Presidente, un Vicepresidente y cinco adjuntos, más dos sustitutos. Si tal número no alcanzare, se constituirán en Junta de Colegio otros que sean suficientes.

Las facultades de la Junta Sindical son las siguientes:

la. Tener la representación de la Bolsa en todo aquello que se refiera a la contratación pública. En consecuencia le corresponde acordar la admisión de los documentos, nacionales o extranjeros, informando respecto a la de la admisión de efectos públicos extranjeros; publicar las operaciones y extender las actas de cotización; editar el Boletín de la Bolsa; y dar a conocer las denuncias hechas legalmente para prohibir la

negociación de los títulos al portador perdidos o sustraídos.

2a. Formar el Reglamento interior de la Bolsa y el del Colegio de Agentes.

3a. Cuidar del régimen y policía de la Bolsa.

4a. Entender en los casos de suspensión de los Agentes por reducirse la fianza a causa de responsabilidades, así como levantar la suspensión cuya fianza se hubiere repuesto, y acordar la devolución de la fianza en los casos en que procediere conforme a derecho.

CLASES DE OPERACIONES:

1a. Al contado, es aquella en que la entrega real de los títulos y el pago del precio se efectúan en el mismo momento de producirse el acuerdo de voluntades. Sin embargo y aquí entra el derecho consuetudinario, es costumbre que los valores se entreguen antes de la apertura de la primera Bolsa siguiente al día del contrato.

Como en otras Bolsas similares, en las españolas, es mínimo el número de estas operaciones que se celebran por lo general, entre los banqueros y los particulares que, así dicen los autores mencionados, "buscan colocaciones seguras y fructíferas a sus capitales".

2a. A término, aquellas en que las obligaciones recíprocas de los contratantes no deben quedar satisfechas en el día del contrato sino al vencimiento de un plazo convenido.

Dichos tratadistas citan a Alvarez del Manzano, quien dice "que las operaciones a plazo plantean uno de los problemas

más difíciles de resolver dentro del Derecho Mercantil: el de si, para evitar que degenera en juego o apuesta, debe el legislador poner restricciones y cuales hayan de ser éstas, a las compraventas bursátiles a plazo. Es indudable que si al tiempo de concertar una de estas operaciones el comprador no tiene precio, ni el vendedor la cosa que se vende, ni esperanza fundada de tenerla, aquéllas son simples jugadas de Bolsa. Varios sistemas se han propuesto para la solución del indicado problema: El prohibitivo, consiste en no permitir las operaciones a plazo, para evitar los abusos a que se prestan; el de libertad para la realización de dichas operaciones, porque la modalidad plazo en los contratos no es contraria al Derecho ni a las buenas costumbres, y el sistema mixto, que las admite con ciertas restricciones".

(Obr. cit. pag. 319)

Como ya en ocasiones anteriores nos referimos a estos negocios que pueden llegar a confundirse con los juegos de azar sobre todo al tratar de la especulación, omitamos aquí tratar ese problema apuntado por Alvarez del Manzano, restringiéndonos a señalar que el Código de Comercio Español se inspira en un sistema de libertad.

De los contratos a término en la legislación hispana a saber: en firme, a voluntad y con prima, también omitimos -- mayores explicaciones, pues están estudiados anteriormente con detalle, en especial al referirnos a la Bolsa de Bogotá y su --

Reglamento que los pormenoriza, pero vamos a detenernos en una modalidad de los mismos, es decir, los contratos de facultad y doble facultad:

Por el primero, se adquiere el derecho de comprar o vender por el mismo precio una, dos, tres veces varios títulos, o también el de retirar la mitad o la tercera parte de los títulos contratados. Por el segundo, uno de los contratantes se reserva el derecho de entregar al otro o hacerse entregar del -- otro una determinada cantidad de valores de una especie en una época y mediante un precio convenido y pago de una cierta prima. O sea que un contratante puede optar entre entregar o ha--cerse entregar los títulos mediante el pago de una prima además del precio y otro contratante debe dar o recibir los títulos, fijándose para ello un plazo dentro del cual debe ejercerse la opción.

Aunque el Código de Comercio no alude a los negocios - de reporte que los españoles llaman reporte, los autores cita--dos, dicen:

"La palabra reporte significa, según la técnica italiana, remisión a otra época, prolongación, prórroga (los alemanes lo llaman Prolongationgeschafte). En el lenguaje bursátil se llama reporte la operación en cuya virtud la liquidación del contrato firme en una cierta época se aplaza para una época -- más lejana. Constituye un sector importante de la actividad --

bursátil y se produce con más frecuencia en las operaciones sobre títulos". (Obr. cit. p. 320-1)

Y agregan Avilés Cucurella y Pou de Avilés: "Gasca explica el mecanismo de esta operación en los siguientes términos: El reportante compra, entrega realmente el precio convenido al reportado y recibe de éste también realmente los títulos adquiridos; al propio tiempo, el reportante revende al reportado -- a crédito los títulos (hay que entender que no se trata del -- mismo ejemplar, sino títulos de la misma naturaleza) por otro precio mayor, convenido también, obligándose a entregárselos dentro de un cierto término, corrientemente a fin del mes ---- próximo. Hay, pues, dos compraventas de la misma cosa, una al contado y una retroventa a término; pero ambas constituyen un solo contrato, porque la primera es causa de la segunda y ésta condición de la otra. Evidentemente este doble contrato simultáneo no tendría razón de ser si las partes no persiguieran otras fin que el de comprar o vender títulos al portador. Verdaderamente, el fin que persiguen el reportante puede ser la - colocación de capitales a buen interés y por breve tiempo, de modo que pueda disponer de ellos cuando los necesite; el del - reportado puede ser el procurarse capitales por breve tiempo - sin perder los títulos poseídos; para ambos es una especulación sobre el alza y baja de los fondos. Cuando el precio de la se - gunda venta es superior al de la primera, la diferencia del -- precio se llama reporte; si es inferior se denomina deporte. -

El Reglamento de la Bolsa de Madrid trata del contrato de reporte, bajo el nombre de operaciones de doble, que consisten en la compra al contado o a plazo de valores al portador, y en la reventa simultánea a plazo y a precio determinado, a la misma persona, de títulos de la misma especie. Se precisa la tradición real de los títulos (Art. 60)

Dichos negocios de reporto en el lenguaje italiano de reporte, en castellano, ejemplifican casos de especulación, permitidos por la Ley, de manera que como dijimos no pueden asinilarse al juego de azar, porque éste es prohibido legalmente -- mientras que el otro cabe dentro de las leyes y reglamentos, -- con las prescripciones del caso. Otro argumento a favor de la especulación permitida legalmente y aún reglamentada dentro -- de las leyes italianas y también de las españolas, aunque con distintos nombres pero, en el fondo, es la misma negociación.

IV. FUNDAMENTOS LEGALES PARA EL FUNCIONAMIENTO DE LA
BOLSA EN EL SALVADOR

a) ANTECEDENTES LEGALES

Para ello haremos algunas consideraciones previas que son indispensables, a saber:

En el Reglamento Interior del Poder Ejecutivo promulgado por el respectivo Decreto No. 67 de 10 de Julio de 1958 y publicado en el Diario Oficial No. 137, Tomo 180 de 23 de Julio de 1958 que estuvo vigente hasta el año de 1976, en que se promulgó uno nuevo y el cual no hace referencia al tema, encontramos en el Capítulo VII, de las Atribuciones de la Secretaría de Economía, el Art. 31, que a la letra dice:

"9 Promover el establecimiento y desarrollo de almacenes de depósito, lonjas, bolsas y demás instituciones auxiliares de comercio; autorizar su creación y vigilar su funcionamiento".

Por Decreto Ejecutivo No. 24, de fecha 18 de Octubre de 1962, publicado en el Diario Oficial No. 200 Tomo No. 197 - del 31 de Octubre del mismo año, se creó: La Comisión Organizadora del Mercado de Valores, así:

DECRETO No. 24

EL PODER EJECUTIVO DE LA REPUBLICA DE EL SALVADOR,

CONSIDERANDO:

I- Que el Art. 136 de nuestra Constitución Política establece la obligación que tiene el Estado de fomentar y pro-

teger la iniciativa privada dentro de las condiciones necesarias para acrecentar la riqueza nacional y para asegurar los beneficios de ésta al mayor número de habitantes del país;

II- Que en nuestra República existe un mercado de valores que no funciona con la regularidad y celeridad requerida por el libre juego de la oferta y la demanda, para que se traduzca en un contacto efectivo entre los anhelos del ahorrante o inversionista y la correspondiente demanda de recursos de capital para empresas que tiendan a la industrialización del país;

III- Que la organización del mercado de valores en una forma adecuada a las circunstancias reclamadas por el desarrollo económico del país, se ha convertido en una necesidad urgente, lo que viene a revelar la obligación del Estado para tomar las medidas pertinentes;

IV- Que entre las facultades que corresponden al Poder Ejecutivo en el Ramo de Economía, de conformidad au Reglamento Interior, se encuentra la de promover el establecimiento y desarrollo de lonjas, bolsas e instituciones auxiliares del comercio, así como la de autorizar su creación y vigilar su funcionamiento;

POR TANTO,

en uso de sus facultades legales,

DECRETA:

Art. 1.- Créase la Comisión Organizadora del Mercado de Valo--

res, como una dependencia del Poder Ejecutivo en el Ramo de -- Economía, con el objeto de organizar, desarrollar y controlar las operaciones que se efectúen en dicho mercado.

Art. 2.- La Comisión estará integrada por los siguientes representantes: Un representante del Poder Ejecutivo, nombrado por la Presidencia de la Comisión;

Un representante del Banco Central de Reserva;

Un representante del Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial;

Un representante del Sector Comercial, nombrado por la Cámara de Comercio;

Un representante del Sector Industrial, nombrado por la Asociación Salvadoreña de Industriales.

Art. 3.- Son funciones y atribuciones de la Comisión:

a) Estudiar, analizar y proponer medidas legislativas o de otra naturaleza que tiendan a fortalecer el mercado de ca pitales;

b) Proveer información al público sobre terminología sistemas, canales de inversión, mediante los medios de publicidad que se consideren adecuados;

c) Promover la creación de una bolsa de valores, a través de ayuda material y técnica que se suministrará a los corredores de valores, así como autorizarla y vigilar su funcionamiento; y

d) Crear sistemas apropiados de vigilancia y control de los corredores de valores autorizados, cuando éstos actúan

dentro de la Bolsa de Valores.

Art. 4.- La Comisión formulará los reglamentos que estime necesarios para el buen desempeño de sus funciones sometiendo los a la aprobación del Poder Ejecutivo en el Ramo de Economía.

Lo que más puede interesarnos de dicha Ley es la letra (c) del Art. 3 que señala entre las funciones y atribuciones de la Comisión Organizadora del Mercado de Valores, la de "promover la creación de una bolsa de valores, así como autorizarla y vigilar su funcionamiento".

Al respecto, es oportuno hacer una revisión del Mercado de Valores en el país, para lo cual seguiremos una documentada Tesis que para opción al grado de Licenciado en Economía, presentó el señor Julio César Serrano, en abril de 1972, la --cual extractaremos en lo conducente y comentaremos en su oportunidad, en cuya introducción léese:

"El desarrollo del Mercado de Valores en nuestro país podríamos afirmar que se inició con la fundación del Banco Central de Reserva de El Salvador y Banco Hipotecario de El Salvador en los años 1934 y 1935. El primero propiciando la estabilidad monetaria y el fortalecimiento de nuestro sistema financiero y el segundo interviniendo en el mercado en la captación del ahorro público mediante la colocación de sus títulos (Cédulas Hipotecarias), con la finalidad de canalizar esos recursos en sus objetivos de alta trascendencia económica. Antes de --esa época, no existen antecedentes que demuestren ningún proce

so encaminado al establecimiento de un verdadero mercado de valores, pues históricamente en el campo financiero, lo único que se produjo fueron una serie de emisiones de bonos por parte -- del gobierno de la República, con el propósito de obtener em-- préstamos de los Estados Unidos e Inglaterra, con la finalidad de financiar situaciones críticas deficitarias y de realizar algunas obras públicas. A pesar de los éxitos alcanzados en la - promoción de un Mercado para los Valores Públicos, aún no se ha logrado institucionalizar un verdadero mercado de Valores, por cuanto aunque ya existe una Bolsa de Valores, en razón de las estructuras de nuestras empresas, éste no ha podido desarrollar se como sería deseable, garantizando cotizaciones constantes - para los valores, en especial para los rendimientos variables (acciones)".

Si esto se escribió en 1972, puede calcularse cual era la situación en 1962, diez años antes, por lo que la Ley de Creación de la Comisión Organizadora del Mercado de Valores constituyó indudablemente el primer paso en firme para que dicha institución logre arraigarse entre nosotros, ya que el señor Serrano enumera las causas del retardo en el desarrollo de tal Mercado así:

1) El hecho de que por tradición las empresas comerciales, industriales, de servicios, etc. se proveen del capital necesario para sus operaciones fundamentalmente con el concurso de grupos de inversionistas íntimamente ligados por lazos de pa

rentesco y amistad, siendo raras las empresas que recurren a la suscripción abierta.

2) Las personas no ligadas activamente con una empresa, nunca consideran la adquisición de acciones como un medio normal de invertir sus ahorros, lo mismo ocurre en cuanto a la compra de títulos valores de renta fija.

3) Las deficiencias institucionales para atraer mayores ahorros del público y la falta de medios que propicien las facilidades necesarias para la adquisición, conservación y negociación de los respectivos valores (acciones, bonos, cédulas, etc).

El Mercado de Valores tiene doble significación: primero, como mercado de dinero, donde actúa la oferta y la demanda a corto plazo para satisfacer necesidades monetarias urgentes; y segundo, como mercado de capital, cuando esos factores operan a largo plazo para satisfacer necesidades de inversión.

Nos parece ilustrativo incorporar a esta Tesis el cuadro en que se incluyen las principales clases de valores:

| | | |
|---------|--|--|
| VALORES | ACCIONES | 1. Comunes |
| | | 2. Preferidas |
| | | 3. De trabajo |
| | | 4. De goce |
| | BONOS | 1. Emitidos por el Estado |
| | | 2. Emitidos por las Municipi palidades |
| | | 3. Emitidos por las Insti tuciones Autónomas, ga rantizados o no por el Estado. |
| | | 4. Generales |
| | | 5. Comerciales |
| | | 6. Financieros |
| | | 7. Hipotecarios (o Cédulas) |
| | | 8. De ahorro |
| OTROS | 1. Obligaciones emitidas por Sociedades Anónimas (Comu nes, Prondarias, Hipotec rias, Avaladas) | |
| | 2. Certificados de Participa ción | |
| | 3. Títulos de Capitalización | |
| | 4. Letras de Tesorería | |

Dos años después de la Ley de Creación de la Comisión Organizadora de Valores, por Decreto Ejecutivo No. 174 dado en Casa Presidencial, San Salvador, a los veintisiete días del mes de Noviembre de mil novecientos sesenta y cuatro, se autorizó a la Sociedad "BOLSA DE EL SALVADOR, SOCIEDAD ANONIMA", de esta

plaza comercial, para que crece en esta Ciudad una Bolsa de Valores, así:

DECRETO No. 174

EL PODER EJECUTIVO DE LA REPUBLICA DE EL SALVADOR

CONSIDERANDO:

I. Que de conformidad al Art. 30, acápite 9, del Reglamento Interno del Poder Ejecutivo, es atribución de la Secretaría de Economía, entre otras, promover el establecimiento y desarrollo de las Bolsas de Valores, autorizar su creación y vigilar su funcionamiento, y que con base en tal atribución, por Decreto Ejecutivo No. 24 emitido el 18 de octubre de 1962, y publicado en el Diario Oficial No. 200, Tomo 197 de 31 del mismo mes y año, se creó la Comisión Organizadora del Mercado de Valores como una Dependencia del Poder Ejecutivo en el Ramo de Economía con el objeto de organizar, desarrollar y controlar las operaciones que se efectúen en dicho mercado;

II. Que con ayuda técnica suministrada por la referida Comisión, el 11 de diciembre de 1963, se formó en esta Ciudad una Sociedad Anónima por acciones, de nacionalidad Salvadoreña, con la razón social "BOLSA DE EL SALVADOR; SOCIEDAD ANÓNIMA", teniendo como objeto principal el establecimiento en el país de una Bolsa de Valores.

III. Que de acuerdo con las disposiciones señaladas en el Considerando I, procede autorizar a la Sociedad "BOLSA DE -

EL SALVADOR, SOCIEDAD ANONIMA" para la creación de una Bolsa de Valores en el país, sujeta a la forma y condiciones que se le señalen;

FOR TANTO,

en uso de sus facultades legales,

DECRETA:

Art. 1o. Autorízase a la Sociedad "BOLSA DE EL SALVADOR, SOCIEDAD ANONIMA", de esta plaza comercial, para que cree en esta Ciudad una Bolsa de Valores, como un organismo auxiliar de crédito que tendrá por objeto auspiciar reuniones periódicas de corredores y otras personas calificadas, con el fin de llevar a cabo operaciones de compra-venta de valores mobiliarios, previamente inscritos para su negociación en la Bolsa.

Art. 2o. Las operaciones bursátiles antes mencionadas, debo---rán efectuarse en la forma y condiciones que establezca el Reglamento Interno de la Bolsa de Valores, el que deberá emitir la Sociedad que se autoriza, con aprobación del Poder Ejecutivo en el Ramo de Economía y de conformidad a las disposiciones legales respectivas.

Art. 3o. Mientras no se cree legalmente un organismo especial de vigilancia de las operaciones bursátiles, la Sociedad "Bolsa de El Salvador, S.A.", como Sociedad Anónima, estará sujeta al control de la Superintendencia de Sociedades Mercantiles y Sindicatos y la Bolsa de Valores cuya creación se autoriza por

este Decreto bajo la vigilancia de la Secretaría de Economía - por medio de la Comisión Organizadora del Mercado de Valores.

Esta Ley presenta manifiesto progreso con respecto a la anterior, por que la primera, de 1962, sólo incluía entre - las funciones y atribuciones de la Comisión Organizadora de Va- lores, la creación de una Bolsa de Valores, mientras que en la segunda ya se procede a autorizar directamente a la Sociedad - Anónima, que desde el 11 de diciembre de 1963, había venido -- operando en San Salvador, siendo de nacionalidad Salvadoreña - instituida por acciones y cuyo objetivo principal era el estable- cimiento en el país de una Bolsa de Valores. Así el 27 de No-- viembre de 1964, se autorizó a la Sociedad "Bolsa de El Salva- dor, S.A." constituida por escritura pública celebrada a las - doce horas y treinta minutos del día 11 de diciembre de 1963, para operar.

El Reglamento de la Bolsa de El Salvador, dice así:

CAPITULO I

OBJETO

Art. 1. La Bolsa de El Salvador, tiene principalmente, los si- guientes fines:

- a) Ofrecer a sus miembros un punto de reunión para - tratar toda clase de negocios bursátiles;
- b) Autorizar la inscripción de compra y venta de los siguientes valores:

I.- Bonos y otras obligaciones emitidas por entidades - de Derecho Público e instituciones oficiales o semioficiales;

II.- Bonos emitidos por sociedades legalmente constituídas;

III.- Acciones emitidas por sociedades legalmente constituídas;

IV.- Acciones, títulos de participación, cédulas y bonos hipotecarios, bonos de garantía general y de garantía específica y otras obligaciones emitidas por instituciones de crédito - legalmente autorizados;

V.- Los demás valores de la misma naturaleza de los expresados, previa autorización de la Junta Directiva de la Bolsa de El Salvador, S. A.;

c) Reglamentar y mantener el funcionamiento de un mercado bursátil técnicamente organizado, que ofrezca a los inversionistas y negociantes en valores y al público en general, suficientes condiciones de seguridad, honorabilidad y corrección;

d) Publicar la cotización efectiva de los valores inscritos;

e) Cancelar la inscripción de los valores emitidos por entidades que no ofrezcan las debidas garantías;

f) Vigilar el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus miembros, evitando especulaciones perjudiciales para los valores inscritos o para la economía nacional;

g) Dar testimonio de las operaciones celebradas por los miembros mediante certificado expedido para cada una de ellas, certificado que será firmado por los contratantes y autorizado con la firma del Gerente o por quien haya sido autorizado -- por la Junta Directiva, y que contendrá el siguiente detalle: - fecha de la transacción, la cantidad y nombre de los objetos negociados, el plazo fijado para su cumplimiento y demás condiciones estipuladas;

h) Dar al público certificaciones sobre cotizaciones de valores inscritos, mediante el pago de los derechos que fije la Junta Directiva;

i) Estimular el desarrollo del mercado de valores por - todos aquellos medios que se consideren convenientes; y

j) Ofrecer a sus miembros y al público las informacio-- nes que posea y que no sean de carácter confidencial sobre las entidades cuyos valores estén inscritos en la Bolsa.

CAPITULO II

REQUISITOS PARA LA INSCRIPCION DE VALORES

Artículo 2º.- Corresponde a la Junta Directiva autorizar la inscripción de valores, previo el cumplimiento de los siguientes requisitos:

a) Para la inscripción de bonos y otras obligaciones emitidas por entidades de Derecho Público e instituciones oficiales o semioficiales:

I.- Solicitar la inscripción a la Junta Directiva. Esta solicitud debe hacerla el representante legal de la entidad emisora;

II.- Presentar copia de las leyes, decretos, o acuerdos que autoricen y reglamenten la emisión y de aquellas que en cualquier forma la hayan modificado;

III.- Presentar ejemplares de los bonos y contratos mediante los cuales se haya hecho la emisión y su colocación en el mercado, así como el estado de las amortizaciones, obligándose a informar a la Bolsa las modificaciones que se hagan;

b) Para la inscripción de bonos y otras obligaciones emitidas por gobiernos extranjeros, la Junta Directiva fijará en cada caso los requisitos que se deban cumplir;

c) Para la inscripción de bonos emitidos por sociedades legalmente constituídas y cédulas, bonos y demás obligaciones emitidas por instituciones de crédito:

I.- Solicitar la inscripción a la Junta Directiva. Esta solicitud deberá hacerla el representante de la Sociedad emisora;

II.- Presentar un ejemplar del contrato social debidamente inscrito con sus modificaciones posteriores si las hubiera;

III.- Presentar copia de los estados financieros de los dos últimos ejercicios anuales debidamente firmados por el Presidente o Gerente, el Contador y el Auditor;

IV.- Presentar copia autenticada de la resolución de las autoridades competentes por medio de la cual se autorizó la emisión;

V.- Presentar copia del prospecto de emisión, y cuando fuere el caso copia de la resolución que lo autoriza;

VI.- Presentar copia autenticada del contrato de fideicomiso en su caso; y

VII.- Presentar ejemplares de los bonos y un estado de las amortizaciones cuando ellas hubieran comenzado;

d) Para la inscripción de acciones de sociedades legalmente constituídas o de instituciones de crédito debidamente autorizadas;

I.- Solicitar la inscripción a la Junta Directiva. Esta solicitud deberá hacerla el representante de la Sociedad;

II.- Presentar un ejemplar del contrato social debidamente inscrito con sus modificaciones posteriores si las hubiera;

III.- Presentar copias de los estados financieros de los dos últimos ejercicios anuales debidamente firmados por el Presidente o Gerente, el Contador y el Auditor;

IV.- Informar el número de accionistas indicando la proporción de acciones que le corresponden a cada uno;

V.- Informar los nombres de los miembros propietarios y suplentes de la Junta Directiva lo mismo que los del Gerente, Contador y Auditor o quien haga sus veces; y

VI.- Suministrar un ejemplar del certificado de acciones.

Artículo 3º.- No podrán ser inscritas en la Bolsa acciones de sociedades anónimas cuyo capital pagado sea inferior a ₡ 50,000 o que a juicio de la Junta Directiva no den las suficientes seguridades financieras.

Artículo 4º.- Toda inscripción de acciones, honos y cédulas será publicada en el Boletín de la Bolsa por cuenta de la entidad interesada, junto con los documentos que determine la Junta Directiva.

Artículo 5º.- La Junta Directiva no estará obligada en ningún caso a explicar las razones del rechazo de una solicitud de inscripción.

Artículo 6º.- La entidad emisora de los títulos cuya inscripción haya sido autorizada deberá remitir oportunamente, a la Bolsa, para su publicación en el Boletín por cuenta de aquélla, sus balances, avisos de sorteos o de pagos de cupones o dividendos, resoluciones sobre aumentos de capital, reglamentos de colocación de acciones, convocatorias a asambleas, etc., así como sus informes y modificaciones a los Estatutos. Estos últimos para conservarlos en el archivo de la Institución, con destino al estudio de quienes quieran consultarlos.

Artículo 7º.- La Junta Directiva podrá cancelar en cualquier tiempo la inscripción de los valores emitidos por Sociedades que no funcionen de acuerdo con la Ley o con sus estatutos o que no ofrezcan las debidas garantías de seguridad. Igualmente podrá la Junta Directiva cancelar la inscripción de aquellos valores cuyas entidades emisoras no atiendan con puntualidad los servicios de intereses y amortización.

En casos urgentes el Gerente de la Bolsa podrá suspender la inscripción de valores dando cuenta de ello a la Junta Directiva en su próxima sesión para que ésta resuelva en definitiva.

Artículo 8º.- Las sociedades anónimas pagarán como derecho de inscripción de sus acciones la siguiente tarifa:

a) Una cuota de admisión máxima de doscientos cincuenta colones (₡ 250.00)

b) Cuotas anuales, a partir del año siguiente al de aquel en que se haga la inscripción, equivalente a medio por mil ($\frac{1}{2}$ por ₡ 1.000.00) de su capital pagado, no pudiendo este pago anual ser menor de cincuenta colones (₡ 50.00) ni mayor de doscientos cincuenta colones (₡ 250.00). El pago de la cuota anual deberá hacerse en los primeros dos meses de cada año.

Las cédulas y bonos industriales pagarán por una sola vez, el medio por mil ($\frac{1}{2}$ por ₡1.000.00) del valor de la emisión, no pudiendo este pago ser menor de quinientos colones (₡500.00) ni mayor de tres mil colones (₡3.000.00) por cada emisión.

La Junta Directiva se reserva la facultad de modificar en cualquier tiempo estos derechos de inscripción.

Artículo 9º.- Los bonos y obligaciones de los gobiernos nacional o municipal, u obligaciones garantizadas por el Gobierno no pagarán derecho de inscripción.

Artículo 10º.- En casos especiales la inscripción de valores - podrá ser autorizada por la Junta Directiva sin necesidad de - llenar todos los requisitos detallados en este Capítulo.

CAPITULO III

ADMINISTRACION Y DIRECCION

Artículo 11º.- La Bolsa de El Salvador será administrada y dirigida por la Junta General de Accionistas, la Junta Directiva, el Gerente o Sub-Gerente o Sub-Gerentes, según el caso. En lo relativo a las relaciones, derechos y obligaciones entre sus miembros y la institución, la Cámara de la Bolsa ejercerá las atribuciones determinadas en el reglamento.

Artículo 12º.- Además de las atribuciones señaladas en la escritura de constitución de la Bolsa de El Salvador, S. A., corresponde al Auditor de la Bolsa el examen y verificación de la Contabilidad, la correspondencia y todos los comprobantes y papeles relacionados estrictamente con el negocio de valores de los miembros de la institución. El Auditor rendirá un informe sobre el resultado de su examen a la Junta Directiva de la Bolsa.

CAPITULO IV

CAMARA DE LA BOLSA

Artículo 13.- La Cámara de la Bolsa estará constituida así: Por el Presidente de la Junta Directiva, quien será su Presidente y tendrá como suplente al Vice-Presidente o a quien designe la -- Junta Directiva, y por dos directores escogidos con sus respectivos suplentes por la Junta Directiva de la Bolsa de entre los cinco candidatos elegidos por los miembros de la Bolsa en una reunión convocada para tal efecto y presidida por el Gerente. - La Cámara nombrará un Secretario dentro de su seno.

Artículo 14.- El período de los directores de la Cámara será de un año y la elección tendrá lugar en el mes de marzo pero si no se efectuare en tal época, continuarán en ejercicio de sus funciones mientras no se haga nueva elección.

En caso de que alguno de los directores elegidos por la Junta Directiva perdiere el carácter de miembro activo de la Bolsa o fuere suspendido o retirado por cualquiera de las causas previstas en ese Reglamento, cesará inmediatamente en el -- ejercicio de sus funciones y será reemplazado en el resto del - período por el suplente respectivo.

Artículo 15.- La remuneración de los directores de la Cámara se rá fijada por la Junta Directiva.

Artículo 16.- La Cámara de la Bolsa se reunirá cuando lo determi nen la misma Cámara, el Presidente, el Gerente, el Auditor o dos de los directores.

Artículo 17.- El Auditor y el Gerente de la Bolsa podrán concurrir a las sesiones de la Cámara, con voz, pero sin voto.

Artículo 18.- Serán funciones y atribuciones de la Cámara de la Bolsa: a) Velar por el fiel cumplimiento del reglamento;

b) Hacer efectivas sus resoluciones y las de la Junta -- Directiva o del Presidente o del Gerente;

c) Llevar un libro de actas en el cual se harán constar sus deliberaciones, actas que serán firmadas por los Directores asistentes;

d) Adoptar, con la aprobación de la Junta Directiva, las disposiciones que juzgue necesarias o convenientes con relación al régimen y vigencia del mercado de valores, y todas aquellas que se relacionen con las actividades de los miembros de la Bolsa;

e) Determinar, de acuerdo con la Junta Directiva, las horas en que deben celebrarse las reuniones de los miembros llamadas "Ruedas"; reglamentar las distintas clases de operaciones que puedan celebrarse, bien sea al contado o a plazo; determinar la cuantía de las garantías que deben constituir los Miembros para asegurar su cumplimiento, así como determinar el monto máximo del crédito que éstos puedan conceder a sus clientes, e intervenir, en general, en todo aquellos que tienda a moralizar el negocio de valores y darle seguridad, sea entre los miembros corredores o en las relaciones de éstos con su clientela;

f) Hacer revisar por las autoridades de la Bolsa la contabilidad de los miembros, así como la correspondencia y todos --

los papeles relacionados estrictamente con el negocio de valores;

g) Estudiar y proponer a la Junta Directiva lo que juzgue necesario en relación con la reforma o interpretación del reglamento;

h) Nombrar con la aprobación de la Junta Directiva, el personal de las comisiones que crea conveniente establecer para mayor orden y control de la Institución;

i) Servir de árbitro en las cuestiones o diferencias - que surjan entre los miembros o entre éstos y la Gerencia de la Bolsa; y

j) Imponer y hacer efectivas las sanciones en que hubieren incurrido los miembros de la Bolsa sin más excepción que las que expresamente determine el reglamento.

Artículo 19.- Las resoluciones de la Cámara serán adoptadas por mayoría absoluta de votos de los directores en la sesión, salvo los casos en que el reglamento establezca otra cosa. Constituye quorum la concurrencia de por lo menos dos de sus miembros.

No podrá concurrir a la sesión, aquel Director de la Cámara que tuviere interés en el asunto a ventilarse.

Artículo 20.- De las resoluciones de la Cámara podrá reclamarse por escrito ante la Junta Directiva, entidad a la cual corresponda resolver en definitiva todos los negocios o diferencias - entre la Bolsa y sus miembros.

CAPITULO V

GERENTE DE LA BOLSA

Artículo 21.- El Gerente de la Bolsa, quien de acuerdo con el pacto social será nombrado por la Junta Directiva para el período que ésta determine, podrá ser removido en cualquier tiempo por causa justificada, particularmente cuando permita que una garantía disminuya hasta menos del límite requerido.

Artículo 22.- Además de lo establecido en la escritura correspondiente al Gerente de la Bolsa;

- a) Autorizar las operaciones efectuadas en las ruedas;
- b) Hacer cumplir fielmente el Reglamento y las disposiciones que dicten la Junta Directiva o la Cámara de la Bolsa;
- c) Dictar en casos urgentes las providencias que estime necesarias e imponer las sanciones previstas en el Reglamento, sometiendo las respectivas decisiones a la aprobación de la Cámara de la Bolsa, en la sesión ordinaria inmediata o en la sesión extraordinaria a que deberá convocar si la gravedad o urgencia del caso lo exigiere;
- d) Dictar las resoluciones que dentro de la justicia crea conveniente para defender la moralidad, el buen nombre y las convenientes de la Bolsa y de sus miembros. De tales resoluciones puede reclamarse por escrito ante la Cámara de la Bolsa, o ante la Junta Directiva, según el caso;
- e) Cuidar especialmente de que los miembros mantengan las garantías establecidas en forma que respalden sus compromisos con márgenes suficientes; de que registren todas las opera-

CAPITULO VI

LOS PUESTOS DE LA BOLSA

Artículo 23.- Los puestos de la Bolsa son diez (10) y no podrán aumentarse sino con el concepto favorable de la mayoría de los dueños de puestos y con la aprobación de la Junta Directiva y de la Cámara de la Bolsa.

Artículo 24.- El producto neto de la venta de los puestos ingresará a una cuenta de Fondos en Custodia denominada Fondo de Valorización de Puestos la cual será administrada por la Bolsa. El Fondo de Valorización de Puestos se liquidará cuando se liquide la Bolsa.

Artículo 25.- Los puestos pueden negociarse en el mercado libremente, pero no serán traspasados sino cuando su propietario esté libre de toda obligación con la Bolsa.

Artículo 26.- El hecho de ser dueño de un puesto no da por sí solo el carácter de miembro de la Bolsa, el cual no se adquiere sino mediante el cumplimiento de las disposiciones reglamentarias.

Artículo 27.- Los derechos de la parte proporcional del Fondo de Valorización de Puestos y lo que pueda corresponder a ellos por concepto del Fondo de Garantía Solidaria de Miembros, son indivisibles o inherentes al puesto. Por lo tanto todo traspaso, venta o cesión que se haga de un puesto, comprenderá los derechos que le corresponden en los nombrados Fondos y el dueño del Puesto no podrá disponer aisladamente de ninguno de esos derechos.

Art. 28.- La Junta Directiva fijará la cuota que deben pagar los puestos inactivos.

CAPITULO VII

MIEMBROS DE LA BOLSA

Artículo 29.- Para ser miembro de la Bolsa de El Salvador se requiere:

- a) Ser salvadoreño y propietario de un puesto y poseer, por lo menos, 500 acciones de la Bolsa de El Salvador, S.A.;
- b) Tener capacidad legal para ejercer el comercio;
- c) Gozar de buena reputación y haber cumplido estrictamente sus obligaciones civiles y comerciales, no hallarse sometido a concurso de acreedores, no haber sido declarado en quiebra y no haber sido condenado a sufrir pena judicial;
- d) Ser aceptado por la Junta Directiva;
- e) No haber sido expulsado de otra entidad análoga nacional o extranjera;

Artículo 30.- Además podrán ser aceptados como miembros de la Bolsa, a juicio de la Junta Directiva, las sociedades colectivas o de responsabilidad limitada debidamente constituidas con dicho objeto, exceptuando las anónimas.

Artículo 31.- Por lo menos el noventa por ciento (90%) de los miembros de la bolsa y el cincuenta por ciento (50%) de los socios de las sociedades miembros de la Bolsa, deberá ser integrado por salvadoreños de nacimiento.

Artículo 32.- Para ingresar a la Bolsa con el carácter de miembro se deberá observar el siguiente procedimiento:

I. Las personas naturales;

- a) El aspirante se dirigirá por escrito a la Junta Directiva haciendo la solicitud y afirmando: que no está comprendido en las prohibiciones establecidas en la Ley y en el reglamento; que está dispuesto a constituir las garantías reglamentarias y que se obliga formalmente al ser acepta-

do, a cumplir el reglamento y las resoluciones dictadas por las autoridades de la Bolsa y acompañando a la solicitud balance y referencias comerciales y bancarias.

II.- Las Sociedades:

a) Todos los socios se dirigirán por escrito a la Junta Directiva haciendo la solicitud y afirmando que ni ellos ni la sociedad están comprendidos en las prohibiciones establecidas en la Ley y en el reglamento; que la sociedad está dispuesta a constituir las garantías reglamentarias y que se obligan formalmente en nombre de la sociedad a cumplir el reglamento y las resoluciones dictados por las autoridades de la Bolsa;

b) A la solicitud se acompañara el balance y copia de la escritura social, la cual deberá estar de acuerdo con las normas fijadas por la Junta Directiva, sin cuya previa autorización no podrá ser modificada.

Artículo 33.- El nombre del aspirante o el de la sociedad y sus socios será puesto en conocimiento de los miembros de la Bolsa por medio de aviso publicado durante ocho días hábiles en el salón de ruedas, para que aquéllos expongan libremente al Gerente las razones que puedan tener para oponerse a la admisión del aspirante. El Gerente oirá tales razones y las transmitirá a la Junta Directiva.

Transcurrido el término de ocho (8) días hábiles, la Junta Directiva resolverá en dos debates en sesiones distintas por votación nominal sobre la admisión o rechazo del aspirante. Este no será admitido si del escrutinio

resultaren uno o más votos negativos debidamente fundamentados, a juicio de la mayoría de la Junta. Dentro de las cuarenta y ocho (48) horas de haberse notificado la respectiva decisión podrá pedir reconsideración. Reunida nuevamente la Junta Directiva decidirá si accede o no a la reconsideración, --- siendo necesarios para concederla, la unanimidad de los votos de los direc--- tores presentes. Acordada la reconsideración se ampliarán los informes, y si fueren favorables, la Junta resolverá si se admite al aspirante, para cuyo efecto se requiere la unanimidad de los votos presentes.

Si el resultado de la segunda votación fuere desfavorable, el aspirante rechazado no podrá solicitar nuevamente su admisión hasta después de transcurrido un año.

Artículo 34.- Una vez admitida una sociedad como miembro de la Bolsa, comunicará a la Junta Directiva los nombres de los socios gestores o de sus apoderados legales autorizados por éste para actuar y negociar en la ruela.

Artículo 35.- Toda persona que solicite admisión como miembro de la Bolsa deberá presentar, como requisito previo exámenes oral y escrito sobre los temas que señale la Cámara de la Bolsa. La aprobación de estos exámenes es requisito indispensable para poder actuar como miembro de la Bolsa. En el caso de sociedades que soliciten ingreso como miembros, sólo deberán someterse a lo dispuesto en este artículo los socios autorizados para actuar y negociar en las ruedas.

Con el fin de que el aspirante adquiriera los conocimientos necesarios sobre el régimen general de la Bolsa, La Junta Directiva autorizará al aspirante o aspirantes para asistir a las ruedas en calidad de observado

res, por un período no menor de quince, ni mayor de treinta días. El exámen oral se presentará ante dos directores de la Cámara.

Artículo 36.- No podrán actuar al mismo tiempo en las ruedas de la Bolsa más de dos personas por puesto. La Cámara de la Bolsa podrá modificar esta disposición si las circunstancias generales así lo aconsejan.

Artículo 37.- Cumplidos los trámites reglamentarios y una vez constituidas las garantías generales, para poder actuar el aspirante o los socios autorizados en caso de sociedades, tomarán posesión del cargo de miembros de la Bolsa ante el Gerente, en un libro que se llevará para el efecto. El acta correspondiente deberá ser firmada por el miembro y en ella se hará constar que se obliga a cumplir el reglamento y las resoluciones dictadas por la Junta Directiva y por las autoridades de la Bolsa.

Artículo 38.- Cuando un miembro de la Bolsa dejare de serlo por su propia voluntad y por estar solvente con los miembros y con la Institución se le hubieren devuelto sus garantías o parte de ellas, pero fuere dueño de un puesto y deseara reingresar, solicitará por escrito el permiso de la Junta Directiva, quien podrá disponer que el interesado se someta nuevamente a todas las tramitaciones reglamentarias como sino hubiera sido miembro con anterioridad o eximirlo de algunas de tales formalidades. En todo caso, la solicitud de reingreso debe tener el voto favorable de todos los miembros que asistan a la reunión de la Junta y aceptada ésta, deberá depositar las garantías reglamentarias inmediatamente.

CAPITULO VIII

DERECHOS DE LOS MIEMBROS

Artículo 39.- Son derechos de los miembros de la Bolsa:

- a) Concurrir al recinto de la Bolsa y verificar en él los contratos y operaciones autorizados por las leyes y por el reglamento;
- b) Ser elegidos miembros de las diferentes comisiones de la Bolsa;
- c) Solicitar el ingreso de apoderados en los casos y en la forma - que determine el reglamento;
- d) Presentar proposiciones, comunicaciones y quejas por escrito al Gerente, a la Cámara de la Bolsa o a la Junta Directiva;
- e) Solicitar de las autoridades de la Institución informes o datos sobre asuntos relacionados con el objeto de la misma; y
- f) Ejercer las demás atribuciones que les confiere el reglamento.

CAPITULO IX

OBLIGACIONES DE LOS MIEMBROS

Artículo 40.- Son obligaciones de los miembros de la Bolsa:

I.-Constituir las garantías generales al ser admitidos como miembros de la Bolsa y las garantías especiales para las operaciones a plazo al verificar éstas y mantener las últimas con el valor o márgenes reglamentarios;

II.-Registrar todas las transacciones que sobre valores inscritos en la Bolsa celebren dentro o fuera del recinto de ella, y cumplir las obligaciones que tales operaciones les impongan;

III.- Cumplir estrictamente todas las obligaciones de carácter pecuniario que contraigan con la Institución;

IV.- Pagar el precio de la compra o hacer la entrega de los valores vendidos, sin que en ningún caso se les admita la excepción de falta de provisión.

V.- Cumplir los estatutos y el reglamento de la Institución, y respetar y obedecer las resoluciones que en uso de sus atribuciones dicten la Junta Directiva, la Cámara de la Bolsa o demás autoridades y funcionarios sin que sirva de excusa o defensa la ignorancia de dichos estatutos, reglamentos y resoluciones, cuyo conocimiento se presume. Las resoluciones de que se trata les serán dadas a conocer por medio de avisos fijados en el interior

del establecimiento o por circular dirigida a los miembros;

VI.- Concurrir a toda citación que les dirijan la Cámara de la Bolsa o la Junta Directiva, suministrando los informes que les fueren solicitados por ellos, en cuanto se refieran a asuntos relacionados con su calidad de Miembros de la Bolsa y en los cuales hubieren intervenido como actores o testigos;

VII.- Velar por el estricto cumplimiento de la tarifa de comisiones, debiendo informar al Gerente sobre cualquier caso de contravención de que tenga conocimiento. El Gerente investigará el hecho y en caso de comprobarse, aplicará al responsable las sanciones prescritas al efecto;

VIII .- Entregar a las partes interesadas los correspondientes comprobantes oficiales de liquidación de las operaciones que celebren;

IX.- Guardar reserva sobre las transacciones y nombres de sus comitentes, no siendo lícito mencionarlos sino con autorización de ellos, en los casos que determine la Ley o para hacer efectiva la responsabilidad del comitente;

X.- Cceerjorarse de la autenticidad de las firmas de sus comitentes y de la validez de los poderes de los representantes de sus clientes;

XI.- Conducir todos los negocios con lealtad, claridad, precisión y abstenerse de artificios que, en cualquier forma, puedan inducir a error a las partes contratantes;

XII.- Llevar, además de los libros de contabilidad exigidos por el Código de Comercio, un libro para el registro en orden cronológico de todas las operaciones que celebren, con especificación de las fechas, valores nego-

ciados, precio, plazo, nombre del cliente o comitente y número de comprobante de transacción. La Junta Directiva o la Cámara de la Bolsa podrán disponer que, además se lleven libros auxiliares. Para estos libros la Bolsa podrá imponer el modelo y la manera de llevarlos;

XIII.- Presentar a la Bolsa, cuando celebren operaciones a plazo los correspondientes órdenes escritas de los respectivos comitentes. La -- constitución de las garantías especiales por los miembros que el reglamento exige para estas operaciones pueden estimarse como una orden para ejecutarlas; y

XIV.- Concurrir a todas las ruedas, salvo casos de fuerza mayor.

CAPITULO X

INCOMPATIBILIDAD Y PROHIBICIONES POR LOS MIEMBROS DE LA BOLSA

Artículo 41.- Ningún miembro de la Bolsa puede comprar para sí títulos o valores que un comitente le haya encargado vender, ni vender al comitente títulos o valores propios o aquellos que éste le haya comisionado para comprar - salvo autorización expresa del comitente, que debe acreditarse ante el Gerente de la Bolsa. La contravención o lo dispuesto en este artículo dará lugar a la pérdida del carácter de miembro de la Bolsa, pérdida que será declarada por la Junta Directiva.

Artículo 42.- Está prohibido a los miembros de la Bolsa, negociar por cuenta propia, por sí o por interpósita persona, con valores o títulos que hacen la materia ordinaria de sus operaciones.

Sin embargo si por motivos ajenos a especulación, alguno de los miembros de la Bolsa desee adquirir o enajenar valores de los mencionados, deberá comunicar la operación al Gerente de la Bolsa, el cual deberá llevar un archivo especial de las operaciones que hayan realizado por sí los Miembros.

CAPITULO XI

SANCIONES DE LOS MIEMBROS DE LA BOLSA

Artículo 43.- Serán causales de retiro de miembros de la Bolsa:

- a) Dejar de tener cualquiera de los requisitos exigidos en el Art. 29 para ser admitido como miembro de la Bolsa;
- b) No cumplir una operación o contrato celebrado en la Bolsa dentro de las veinticuatro (24) horas siguientes a la suspensión decretada por este motivo;
- c) Dar motivo a una nueva suspensión después de haber sido suspendido por tres veces, cualquiera que haya sido la causa de las suspensiones;
- d) Infringir las normas establecidas en el Art. 41;
- e) La violación de la tarifa de comisiones;
- f) Reformar los poderes conferidos por los Miembros de la Bolsa a sus apoderados sin autorización previa de la Junta Directiva;
- g) Ingresar a cualquiera otra institución análoga, sin autorización de la Junta Directiva;

- h) Por haber registrado una operación ficticia, falsa o puramente nominal; e
- i) Por perjudicar los intereses de su cliente, actuando maliciosamente.

Artículo 44.- Serán causales de suspensión de miembro de la Bolsa:

- a) No tener completas las garantías reglamentarias o no ser aceptables por embargo o por cualquier otra causa;
- b) La falta de opago oportuno de cualquier suma o cuota que acauden a la Institución, sin que medie arreglo especial con la Gerencia;
- c) El incumplimiento de las obligaciones impuestas por la ley, la escritura social y los reglamentos;
- d) No tener al día la contabilidad relacionada con el negocio de los valores o el libro de registro de operaciones;
- e) El desorden o conducta ofensiva en el establecimiento para con las autoridades o miembros de la Institución;
- f) La falta de cumplimiento de los contratos en que intervengan o de las obligaciones de cualquier género que tuvieren con la Institución;
- g) El rechazo que por falta de fondos, haga un Banco de un cheque girado por un miembro de la Bolsa a favor de la Institución o a favor de terceros por negocios de Bolsa, o de cualquier otra índole.
- h) Suministrar a sabiendas datos erróneos a las autoridades de la Institución y siempre que la falta no tenga señalada una sanción especial;

- i) No satisfacer a su debido tiempo las multas que los apliquen las autoridades de la Bolsa;
- j) Reformar la escritura social sin autorización de la Junta Directiva; y
- k) No registrar una operación efectuada.

Artículo 45.- Sin perjuicio de las demás ~~sanciones~~ a que hubiere lugar, se sancionará con multa a los miembros de la Bolsa que no entreguen el día del vencimiento de una operación y dentro de las horas reglamentarias, los valores negociados a su precio. Igualmente cuando una operación concertada fuera de rueda no sea registrada en la rueda inmediatamente siguiente, el miembro o miembros que no cumplieren con esta obligación, serán sancionados con multa.

Artículo 46.-Las multas de que trata el artículo anterior serán señaladas por la Cámara de la Bolsa la que fijará su cuantía y forma de pago. Las multas deberán ser pagadas en las oficinas de Caja y su valor ingresará al Fondo de Garantía Solidaria de Miembros.

Artículo 47.- En la aplicación de las sanciones la Cámara de la Bolsa atenderá especialmente a lo dispuesto en el Reglamento, pero podrá graduar aquellas teniendo en cuenta los antecedentes del culpado en lo relacionado con la Institución.

Artículo 48.- Las sanciones a que se refiere el presente capítulo serán impuestas por la Cámara de la Bolsa. En casos urgentes el Gerente podrá también imponerlas pero de ello dará cuenta inmediatamente a la Cámara la cual examinará el mérito de la

infracción y resolverá lo conducente.

Artículo 49.- De cualquier resolución que se dicte en apoyo en el artículo anterior, el interesado podrá reclamar por escrito ante la Junta Directiva, cuya decisión será definitiva.

Artículo 50.- El nombre de un miembro retirado se publicará en el boletín y en el salón de ruedas y el nombre de un miembro suspendido se publicará en el boletín cuando la Cámara de la Bolsa así lo disponga, y se publicará además, en el recinto de la Institución por el tiempo y en la forma que ella determine.

Artículo 51.- El miembro suspendido quedará privado mientras dura la suspensión de todos sus derechos como tal, pero sometido a todas las obligaciones reglamentarias que no estén en contradicción con tal suspensión.

Artículo 52.- El miembro suspendido o retirado no podrá disponer ni de su puesto ni de las garantías mientras no esté solvente con la Institución por todo concepto. Solamente le serán devueltos el certificado de su puesto y sus garantías, cuando haya dado cumplimiento satisfactorio a las obligaciones que tenga con la Bolsa, sin que pueda alegar que alguna o algunas de ellas fueron contraídas en su carácter particular. Es decir, el puesto y las garantías responden de todas y cada una de las obligaciones que el Miembro tenga contraídas con la Bolsa en su carácter de Miembro o como particular.

Artículo 53.- El miembro que ha sido sancionado con el retiro no podrá solicitar en ningún tiempo su reingreso a la Bolsa.

Artículo 54.- Ningún miembro de la Bolsa podrá ocupar como empleado, corresponsal, representante o agente, a cualquier título o forma, a la persona que haya sido sancionada con el retiro de la Bolsa. El miembro que violare esta disposición será sancionado por la Cámara de la Bolsa en la forma que la misma Cámara determine. Cuando se trate de sociedades miembros de la Bolsa, se aplicará esta prohibición a las personas naturales que hubieren sido socios o apoderados de la sociedad retirada y a quienes se hubiere comprobado que tuvieron conocimiento del hecho o hechos que produjeron el retiro sin haber informado oportunamente a las autoridades de la Bolsa.

CAPITULO XII

Apoderados y Empleados de los Miembros.

Artículo 55.- La Junta Directiva se reserva la facultad de autorizar, cuando juzgue conveniente, que un miembro de la Bolsa negocie en las ruedas o fuera de ellas por conducto de uno o más apoderados o con su colaboración de acuerdo con la limitación establecida en el artículo 36. Para que un apoderado sea admitido o reconocido como tal, es indispensable que reúna las mismas condiciones personales exigidas para la admisión de un Miembro. La Junta Directiva podrá negar la aceptación del apoderado propuesto, sin tener que dar a éste ni al proponente las razones de dicha negativa.

Artículo 56.- Las faltas cometidas por el apoderado se tendrán como del miembro de la Bolsa y ambos serán responsables

solidariamente de sus actuaciones en la Bolsa o fuera de ella, en asuntos relacionados con ésta y de las consecuencias comerciales, jurídicas y de todo orden que se deriven de tales actuaciones. La Junta Directiva exigirá que el apoderado se constituya como representante del Miembro por escritura pública en forma legal.

Artículo 57.- El Miembro está obligado a comunicar a la Bolsa, por escrito, la revocación del poder otorgado a su representante sin que este aviso exima al miembro de la responsabilidad que le incumbe, ya que el principal es solidario en todos los actos que su apoderado o representante haya efectuado en relación con la Bolsa, dentro o fuera de ella.

Artículo 58.- Los poderes otorgados por los miembros o sus apoderados sólo se considerarán cancelados cuando se deposite en la Gerencia copia de la escritura de revocación, pero el apoderado en ningún caso podrá actuar después de que la Bolsa haya recibido el aviso de que trata el artículo anterior.

Artículo 59.- En caso de suspensión de un miembro, quedarán de hecho suspendido el apoderado o apoderados que tuviere.

Artículo 60.- La Bolsa dará cuenta en el boletín de la constitución de apoderados y de la cancelación de poderes.

Artículo 61.- Los empleados que designen los miembros de la Bolsa para la entrega, recibo y pago de los valores en la Caja de la Bolsa, deberán ser presentados a la Gerencia la que los inscribirá en un registro especial. Cuando el Miem-

bro prescinda de los servicios de un empleado ya matriculado, dará aviso inmediato a la Gerencia para que haga su cancelación.

Artículo 62.- Por causa de ausencia, enfermedad o cualquiera otra razón accidental, un miembro podrá autorizar a otro miembro para que firme sus comprobantes de transacción y haga en su nombre el pago y entrega de valores, respondiendo ambos wo lidariamente por las operaciones en que intervengan el autori zado. La autorización deberá darse por medio de comunicación escrita dirigida a la Gerencia.

CAPITULO XIII

Operaciones en General.

Artículo 63.- Se denominan "ruedas" las reuniones en que los miembros presididos por el Gerente de la Bolsa o por quien haga sus veces efectúen sus operaciones comerciales, pregonan do sus ofertas y demandas. Las horas oficiales de rueda so rán las que determine la Cámara de la Bolsa, pero podrán ser modificadas eventualmente por la Gerencia de acuerdo con la mayoría de los miembros.

Artículo 64.- Las transacciones que se realicen en el recin to de la rueda o fuera de ella, serán registradas con sus pre cios respectivos y publicados en el boletín de la Bolsa.

Artículo 65.- Toda operación al contado o a plazo celebrada fuera de las ruedas, deberá registrarse a la iniciación de la rueda inmediatamente siguiente y en todo caso antes de la terminación de ella.

Artículo 66.- Las ofertas, las demandas y las propuestas aceptadas se harán en voz alta y serán anotadas en tableros a la vista del público o de otro modo semejante. Igualmente podrán transmitirse por sistemas mecánicos, eléctricos o electrónicos, previa aprobación correspondiente.

Artículo 67.- Todo miembro que durante las ruedas ofrezca comprar o vender a un precio dado, estará obligado a efectuar el negocio con cualquier otro miembro que lo acepte antes de que el pregonero haya dado el golpe reglamentario. La aceptación se manifiesta con la palabra "conforme".

Artículo 68. Toda operación correspondiente a un "conforme" debe ser firmada inmediatamente. Cuando un miembro de la Bolsa diere o recibiere un "conforme" por cuenta de otro miembro, el comprobante de transacción correspondiente será firmado por éste en lugar de aquél, siempre que la firma se ponga inmediatamente. Si no fuere así, el Miembro de la Bolsa que dió o recibió el "conforme" será responsable de la operación.

Artículo 69.- El precio oficial de los valores cotizables en la Bolsa será determinado por el de la última operación realizada al contado, por lote que la Gerencia y por lo menos dos miembros de la Cámara consideren suficiente para determinar cotización.

Artículo 70.- Las ofertas y demandas de acciones y valores de renta fija deberán hacerse en lotes cuyo valor de transacción no sea menor de un mil colones. Para derechos se requerirán lotes de cien. Lo anterior podrá ser modificado por la Cámara

de la Bolsa, siempre que sea debidamente justificado.

Artículo 71.- Toda operación que se efectúe por los miembros de la Bolsa dentro o fuera de ella, será firmada por los miembros contratantes y por el Gerente o por quien haga las veces de éste, en los ejemplares que fueren necesarios, llamados comprobantes de transacción, de los cuales se entregarán sendos ejemplares a los miembros, comprador y vendedor, y por lo menos uno quedará en el archivo de la Institución. Estos comprobantes deberán expresar la especie y cantidad objeto de la operación, su precio y plazo y demás formalidades que determinen la Junta Directiva o la Cámara de la Bolsa. El comprobante de transacción que recibe cada uno de los miembros debe ser conservado en su archivo debidamente clasificado y por ningún motivo debe ser entregado al cliente, al cual solamente se entregará el comprobante de liquidación.

Artículo 72.- La anulación de una operación por convenio de las partes requerirá la aprobación del Gerente. El Gerente no podrá autorizar la anulación de una operación cuando ésta haya sido publicada en el boletín.

Artículo 73.- El reclamo sobre una operación, cantidad, precio, plazo, preferencia en la adjudicación, etc., se interpondrá ante el Gerente en el momento de efectuarse la operación o al firmarse el comprobante de transacción. El Gerente debe resolver inmediatamente y de su decisión podrá reclamarse ante la Cámara de la Bolsa.

Artículo 74.- Las operaciones deberán sujetarse a las siguien-

tes disposiciones:

- a) La operación deberá ser adjudicada al primero que la haya aceptado;
- b) Cuando la operación haya sido aceptada simultáneamente en voz alta por dos o más miembros, se determinará a la suerte a cuál de ellos deberá adjudicarse el negocio, salvo que los interesados acuerden distribuirlo en la proporción que convenga.
- c) En cualquier diferencia que exista entre los miembros por una operación celebrada se tendrá en cuenta lo estipulado en el comprobante de transacción.

Artículo 75.- Es prohibido hacer en alta voz apreciaciones tendientes a calificar el pro o el contra de los valores que se ofrezca comprar o vender en la Bolsa.

CAPITULO XIV

Operaciones y su Liquidación.

Artículo 76.- Las operaciones se celebrarán al contado o a plazo y se denominarán así:

- a) "CONTADO", que se liquidará al siguiente día hábil de despacho de la Bolsa;
- b) "A TANTOS DIAS", que se liquidan el día fijado para su vencimiento o al día siguiente hábil, no pudiendo exceder el plazo máximo fijado para esta clase de operaciones;
- c) " A TANTOS DIAS A VOLUNTAD DEL COMPRADOR", que pueden liquidarse antes del plazo máximo fijado, para las operaciones, a plazo, cuando el comprador lo solicite, mediante aviso al vendedor por intermedio de la Bolsa,

El vendedor deberá entregar el valor objeto del negocio al día siguiente hábil de recibido el aviso, en las horas reglamentarias. Y el comprador pagará su precio en las horas reglamentarias. Si el comprador no diere tal aviso, la operación deberá liquidarse al vencimiento del plazo estipulado;

d) "A TANTOS DIAS A VOLUNTAD DEL VENDEDOR", que puede liquidarse antes del plazo máximo fijado para las operaciones a plazo, cuando el vendedor lo solicite, mediante aviso al comprador por intermedio de la Bolsa. El vendedor deberá entregar lo vendido y el comprador deberá pagar su precio, al día siguiente hábil de dado el aviso, en las horas reglamentarias. Si el vendedor no diere tal aviso, la operación deberá liquidarse el último día de plazo estipulado;

e) "CRUZADA", que se celebra por un solo Miembro de la Bolsa, quien se ha entendido a la vez con el cliente comprador y el cliente vendedor. Las operaciones cruzadas serán siempre liquidadas por intermedio de la caja de la Bolsa en cualquiera de sus modalidades.

Artículo 77.- Todas las operaciones de valores que se concierten al contado o a plazo deberán liquidarse por conducto de la misma Bolsa, con la entrega de lo negociado y el pago del precio correspondiente. Cuando por razones de seguridad, imposibilidad física u otras similares, el miembro vendedor no puede hacer entrega de los valores objeto de la transacción, podrá entregar en cambio un certificado o aviso escrito de la compañía emisora de dichos valores, en el cual se declare

que está a la orden y disposición de la Bolsa el título o tí tulos correspondientes con endoso en blanco.

Artículo 78.- Los pagos que hagan los miembros de la Bolsa, de berán efectuarse en dinero efectivo o en cheque girados por ellos, o por establecimientos bancarios. Cuando por circuns-
tancias especiales y previa autorización del Gerente, se recio ban cheques de terceros, el miembro interesado deberá endo-
sarlos y será solidariamente responsable del pago con el gi rador.

Artículo 79.- El Gerente podrá exigir que un pago o pagos que haga un miembro de la Bolsa sean efectuados en cheque certi-
ficado por un Banco, especialmente cuando, a su juicio, la cuantía del pago o las circunstancias hagan aconsejables a-
quella seguridad.

Artículo 80.- La Bolsa entregará a los miembros interesados el comprobante, autorizado con la firma del Gerente y del Li-
quidador, llevará el número del comprobante de transacción, y contendrá este detalle: la fecha en que la transacción se celebró, el nombre del Miembro comprador o vendedor, la can tidad, la especie negociable, el precio, la comisión, los intereses cuando fuere el caso, el total o saldo neto de la operación y la fecha del vencimiento. Cada uno de los miembros interesados conservará en su archivo un ejemplar del expresado documento, y está obligado a entregar el otro a su cliente, como comprobante oficial de la transacción.

Artículo 81.- Cuando para el cumplimiento de cualquier operación deban los miembros de la Bolsa entregar a la Caja valores cuyos dividendos se hayan causado y pertenezcan al comprador, aquellos deberán acompañarse del respectivo dividendo. Cuando el comprador tenga derecho al dividendo y el vendedor entregue los valores sin éste, deberá acompañar a los títulos el valor del dividendo en cheque girado a favor del comprador.

Artículo 82.- El hecho de la entrega del valor vendido no li
bra al miembro vendedor de responsabilidad, en caso de que el título entregado esté ignorado o adolezca del algún defecto o deficiencia que impida su traspaso. De los títulos al portador que entregue el Miembro vendedor, será también responsable si sobre ellos pesare algún embargo o provinieren de delito contra la propiedad, o cuando medie cualquier circunstancia que los ponga fuera del comercio.

Artículo 83.- Cuando el vendedor, al tiempo de liquidar la o
peración, entregue un título nominativo que represente una mayor cantidad de las acciones vendidas, deberá dar aviso del nombre o de los nombres de las personas a cuyo favor deba expedirse el sobrante de las acciones del título entregado. Si tal aviso no fuere dado oportunamente, se entenderá que el título por las acciones sobrantes debe extenderse a nombre del titular y así se hará. Liquidada una operación el comprador deberá dar a la Bolsa el nombre del beneficiario a quien deba expedirse el nuevo título y si no lo hiciere, se ordena
rá su expedición a nombre del miembro comprador.

CAPITULO XV

Cotizaciones.

Artículo 84.- Las cotizaciones de los diferentes efectos negociables se darán así:

- a) De Bonos, pagarés u obligaciones emitidas por los gobiernos nacionales, municipal o por entidades nacionales o extranjeras, a tanto por ciento de su valor nominal;
- b) De acciones emitidas por sociedades anónimas nacionales o extranjeras, a tantos colones y centavos por cada acción;
- c) De cédulas y bonos hipotecarios emitidos por las instituciones de crédito a tanto por ciento de su valor nominal; y
- d) De derechos de suscripción, los cuales se cotizarán separadamente de las respectivas acciones a partir del día siguiente a la fecha determinada por la compañía para que tales derechos se causen, a tantos colones y centavos por cada derecho.

CAPITULO XVI

Entrega y Pagos de Valores.

Artículo 85.- a) En las operaciones "CONTADO" la entrega de valores y el pago del precio deberá hacerse a la caja de la Bolsa el día siguiente hábil después de realizada la operación, dentro de las horas señaladas para la entrega y pago de valores;

b) En las operaciones "A PLAZO", la entrega de valores y el pago de su precio se harán el día del vencimiento convenido en el comprobante de transacción, dentro de las horas regla-

mentarias de caja, salvo que se hubiere estipulado una opción de la cual se hiciera uso para liquidarlas antes de su vencimiento.

Artículo 86.- Siempre que en este reglamento se trata de aviso que la Bolsa debe dar a sus miembros, se entenderá que tal aviso queda dado por medio de una simple nota escrita remitida a la oficina del interesado. La excusa de ausencia no exime del cumplimiento de sus obligaciones a los notificados.

Artículo 87.- Cuando un miembro de la Bolsa dejare de hacer la entrega de los valores o el pago del precio dentro de los términos que constan en la papeleta de transacción, el Gerente exigirá su inmediato cumplimiento. La determinación de que debe cumplirse la operación será notificada al miembro incumplido, y al día siguiente de esta notificación antes de la hora de la rueda de la mañana, si el miembro renuente no hubiere hecho la entrega del valor negociado o el pago del precio en su caso, el Gerente podrá comprar o vender en remate en la rueda o por conducto de uno de sus miembros, los valores negociados, quedando obligado el miembro incumplido a pagar inmediatamente a la Bolsa la diferencia entre el precio de la compra de los valores no entregados o entre el precio de la venta de los valores no pagados y el precio estipulado en la papeleta de transacción no cumplida más las comisiones de esta operación y de la compra o venta que haya tenido que verificar la Bolsa para dar cumplimiento al negocio celebrado y no cumplido por uno de los miembros. Si las

diferencias y comisiones dichas no fueren pagadas a la Bolsa por el miembro incumplido dentro de veinticuatro (24) horas después de haberle sido comunicadas, la Bolsa procederá a realizar por los medios más rápidos a su alcance las garantías generales del mismo miembro y todas aquellas afectas a la operación, con el objeto de cubrirse lo que se le deba por concepto de diferencias y comisiones.

En cualquiera de los dos casos -incumplimiento del vendedor o del comprador- la Bolsa podrá emplear cualesquiera otros medios igualmente legales de que dispone para cubrir lo que el miembro incumplido debe, sin perjuicio de las demás acciones y sanciones a que hubiere lugar y del pago de los perjuicios que el miembro cumplido reclame y compruebe ante la Junta Directiva.

CAPITULO XVII

Garantías.

Artículo 88.-

Con el objeto de respaldar sus obligaciones, los miembros de la Bolsa deberán constituir garantías sobre los siguientes valores:

- a) El certificado de propiedad de un puesto; y
- b) Quinientas acciones de la Bolsa de El Salvador, S. A.

Art. 89.- Todos los valores de que trata el artículo anterior deberán entregarse a la Bolsa de El Salvador en la forma que ella exigiere para que pueda disponer de ellos rápidamente en -- cualquiera de los casos previstos en este reglamento.

Artículo 90.- Los valores de que trata el artículo 88 se denominan garantías generales y respaldan toda clase de compromisos

adquiridos por el Miembro de la Bolsa o por sus apoderados para que la Institución o por intermedio de ella, por transacciones bursátiles, préstamos de dinero o de valores, finanzas, descuentos, anticipos sobre consignaciones para la venta u otras operaciones análogas celebradas con la Bolsa o con intervención de ella.

Las garantías generales servirán a los miembros como depósito del cumplimiento en los remates que se efectúen en el Martillo de la Bolsa, siempre que el valor de ellas alcance a cubrir la cuota exigida al público para hacer postura.

Artículo 91.- Las operaciones a plazo requieren garantías especiales cuya cuantía, proporcional a la de la transacción misma, determinará la Junta Directiva y podrá ser modificada por la Gerencia, de acuerdo con su propio criterio sobre las condiciones y posibles fluctuaciones del mercado y según la categoría o características de los valores negociados y de los mandatos legales. Las garantías especiales de que trata este artículo deberán ser consignadas a la Bolsa el mismo día en que la operación se convenga o a más tardar al día siguiente. De lo contrario la Bolsa podrá liquidar la operación conforme al procedimiento que señala el artículo 93, o anular la respectiva operación cuando el Miembro que constituyó las garantías así lo solicitare previa aprobación del Gerente de la Bolsa.

Artículo 92.- Las garantías bancarias que se constituyen para respaldar las operaciones de un miembro de la Bolsa podrán ser aceptadas como garantías especiales suficientes.

Artículo 93.- La Cámara de la Bolsa o el Gerente, cuando sobrevengan fluctuaciones bruscas o se presente alza o baja sostenida de algún valor o por otras razones que a su juicio justifiquen la medida, podrán exigir a los miembros de la Bolsa que aumenten sus garantías especiales para respaldar las operaciones que tuvieren pendientes. Si los miembros no cumplieren tal exigencia, la operación se tendrá por vencida y la Gerencia podrá liquidarla o anularla a opción del miembro cumplido. En el primer caso cobrará el miembro a quien corresponda el valor de la diferencia que resulta de la liquidación. Si el miembro no la pagare dentro de 24 horas, para atender a tal pago se aplicarán las garantías constituidas especialmente para la transacción liquidada, y si ellas no fueren suficientes, las generales del miembro. Para disponer de las garantías se adoptará el procedimiento prescrito en el artículo 91 de este reglamento.

La liquidación de que trata este artículo podrá hacerla la Bolsa cuando a su juicio la estimare prudente, sin que le quepa responsabilidad de ninguna clase, aunque la liquidación se haga en el momento en que las fluctuaciones empiecen a afectar el margen que cubra la garantía recibida, y aún cuando después de hecha tal liquidación, nuevos cambios del mercado modifiquen el precio del papel objeto de la liquidación.

Artículo 94.- Todas las garantías que deben constituir los miembros de la Bolsa para respaldar el cumplimiento de sus obligaciones, cualesquiera que ellas fueren, deberán ser entrega

cas en forma tal, a juicio de la Bolsa, que ésta llegado el caso, puede convertirlas en dinero en todo o en parte, con el objeto de poder cubrir rápidamente la cantidad o diferencia que por cualquier concepto resultare a deber el que constituye la garantía.

Artículo 95.- Lo expresado en el artículo anterior se aplicará a los valores consignados por los miembros de la Bolsa, por su propia cuenta, o a los que consignen sus clientes por intermedio de ellos.

Artículo 96.- Se presume que toda persona que comisiona a un miembro de la Bolsa para la compra o para la venta de valores, conoce los estatutos y reglamentos de la Bolsa en cuanto se refiere a garantías y liquidación de la operación u operaciones que le encomienda, y se obliga, salvo pacto escrito en contrario, a poner a su agente en capacidad de cumplirlos. En las diferencias que surjan al liquidar la operación convenida, el agente no podrá oponer a la Bolsa o a los restantes miembros de ésta, excepciones derivadas de la infracción por parte del comitente de las obligaciones que a éste impone el presente artículo.

Artículo 97.- Las garantías que constituyen los miembros de la Bolsa conforme el reglamento tienen por principal objeto asegurar el cumplimiento de sus compromisos para con las Instituciones y para con los demás miembros. La responsabilidad de la Bolsa en caso de incumplimiento de operaciones queda limitada hasta la concurrencia de lo que sobrare del valor de

las garantías dadas por el miembro que haya dejado de cumplir, después de haberse cubierto la Bolsa lo que a ella correspondiere. En consecuencia la responsabilidad de la Bolsa con la limitación antes apuntada, es sólo para con los miembros y no respecto a terceros, pues la responsabilidad de los miembros para con terceros deberán regirse por los principios de derecho común, fuera de las sanciones que la misma Bolsa pueda imponer al miembro que dejare de cumplir estrictamente sus obligaciones para con terceros y en cuanto tales obligaciones provengan de operaciones realizadas por intermedio de la misma Bolsa.

CAPITULO XVIII

Tarifas y Comisiones.

Artículo 98.- Los miembros de la Bolsa deberán cobrar a sus respectivos clientes compradores o vendedores una comisión sobre todas las operaciones que por cuenta de ellos verifiquen conforme a la tarifa que señale la Junta Directiva, tarifa que debe tener la aprobación de la Cámara de la Bolsa.

Artículo 99.- Los miembros de la Bolsa pagarán a la Institución, en remuneración de los servicios que les presta, un veinte por ciento (20%) de la comisión que deben cobrar, conforme a la tarifa. En caso de que ellos haga postura en los remates del Martillo por cuenta de terceros, podrán exigir a éstos la comisión de comprador, sin tener que abonar nada a la Bolsa por este concepto.

CAPITULO XIX

Fondo de Garantía Solidaria de Miembros.

Artículo 100.- El valor correspondiente al cinco por ciento de las utilidades de que trata la escritura social, para formar el Fondo de Garantía Solidaria de Miembros, tiene por único objeto cubrir hasta donde alcance, los saldos a cargo de los miembros por cumplimiento para con la Bolsa, cuando tales saldos no alcanzaren a ser satisfechos con el producto del valor de las garantías del miembro, además de su responsabilidad personal. El miembro culpable quedará responsable ante la Bolsa y deberá reintegrar al Fondo cualquier suma que por su culpa hubiere sido preciso tomar de él .

Artículo 101.- La cuota que de acuerdo con la escritura corresponde al Fondo de Garantía solidaria de miembros, será acreditada después de cada balance en una cuenta que llevará la Bolsa. Toda apropiación que haya de hacerse con el total o con parte de dicha cuenta, deberá ser autorizada por la Junta Directiva.

CAPITULO XX

Publicaciones de la Bolsa.

Artículo 102.- La Bolsa publicará diariamente un boletín en el cual figurarán las operaciones celebradas y los precios de las ofertas de compra y venta. En dicho boletín se dará cuenta de las altas y bajas de los miembros de la Bolsa y de las censuras impuestas a alguno de ellos cuando quien las impuso lo juzgue conveniente. También podrá publicarse, de acuerdo con

la tarifa que se señale al efecto, los balances, convocatorias a Junta, pagos de dividendos, noticias de liquidación u otras semejantes relacionadas con la actividad de las sociedades inscritas en la Bolsa, y en general todas aquellas noticias comerciales que puedan interesar al público, como emisiones de bonos, sorteos de amortización, pagos de cupones, etc. Además del boletín diario, la Bolsa podrá hacer otras publicaciones que estime oportunas o interesantes.

CAPITULO XXI

Disposiciones Varias.

Artículo 103.- El Gerente de la Bolsa oirá todos los reclamos que presenten los clientes de los miembros, bien sea por incumplimiento de éstos para con aquéllos en los negocios que les hubiere confiado, o por cualquiera otra causa relacionada con sus actividades como Miembros de la Bolsa y si fuere el caso, se harán las averiguaciones necesarias para determinar la responsabilidad de los miembros y aplicarles las sanciones correspondientes.

Del mismo modo el Gerente prestará apoyo a los miembros de la Bolsa en el sentido de ayudar a que sus clientes cumplan los encargos de compra o de venta que les hayan confiado, cuando éstos no hayan atendido oportunamente el pago o la entrega de los valores negociados, de acuerdo con las condiciones estipuladas. En caso de incumplimiento de un cliente, el Gerente podrá usar de los medios de censura, tales como la inscripción del nombre del incumplido en un registro especial que

se dará a conocer a todos los miembros y aún al público a aquellas otras medidas que la práctica indique como conveniente o que sean ordenadas por la Cámara de la Bolsa. Para garantía de los miembros y para facilitar el apoyo que preste la Bolsa a éstos ante sus clientes, aquéllos harán firmar el encargo del negocio en un formulario que para el efecto les suministrará la Bolsa. Pero en todo caso el miembro es responsable de toda operación que celebre y deberá cumplirla sin que para ello sea excusa la renuncia a la negativa de su cliente.

Artículo 104.- Cuando la Junta Directiva así lo determine, podrá la Bolsa incluir entre los servicios que presta a sus mienbros, el de traspaso de acciones aún en aquellos casos en que éstas no correspondan a operaciones de Bolsa. Este servicio no implicará responsabilidad alguna por parte de la Bolsa en lo que se refiere a gravámenes o vicios que afecten la negocia-bilidad de los títulos cuyo traspaso se pide, y se prestará por cuenta y riesgo del solicitante.

Artículo 105.- Toda duda que ocurra en la interpretación y aplicación de este reglamento, será resuelta por la Cámara de la Bolsa y por la Junta Directiva.

Artículo 106.- El presente reglamento entrará en vigencia desde el día de su publicación en el Diario Oficial.

En dicho Reglamento, como puede observarse se siguen algunos lineamientos de la Reglamentación de Bolsas Latinoamericanas, especialmente de la de Bogotá, que ya transcribimos y comentamos en sus partes pertinentes, por lo cual abordaremos ahora

la interesante cuestión de los proyectos sobre la Bolsa de Valores, sobre todo ahora que a partir de lo que en la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, emitida con fecha 17 de septiembre de 1970, ya se permite que las Organizaciones Auxiliares se dediquen al registro de operaciones en Bolsa de Valores, pero antes queremos llamar la atención de los estudiosos en un palpable vacío que notamos en el Reglamento Interior del Poder Ejecutivo, promulgado el día cinco del mes de mayo de mil novecientos setenta y seis, donde, de manera inexplicable, se omitió, entre las facultades del Ministerio de Economía que aparecen en el Art. 34 la que si existía en el Reglamento Interior del Poder Ejecutivo, del 10 de julio de 1958, que en el Art. 31, Fracción 9, como ya dijimos, se encargaba al Ministerio de Economía para promover el establecimiento y desarrollo de lonjas y bolsas.

b) CONSIDERANDOS SOBRE . . .
 Seguramente a subsanar ese vacío responde el proyecto de Decreto que al momento de escribir estas líneas está en estudio en el seno de la Honorable Asamblea Legislativa, y cuyo articulado es el siguiente, precedido de tres considerandos;

1 DECRETO No. _____

LA ASAMBLEA LEGISLATIVA DE LA REPUBLICA DE EL SALVADOR,

CONSIDERANDO:

I- Que en la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares emitida con fecha 17 de Septiembre de 1970, se permite que las Organizaciones Auxiliares se dediquen al registro de operaciones en Bolsas de Valores;

II- Que no obstante el tiempo transcurrido desde la fecha de emisión de dicha Ley no existen Organizaciones que estimulen adecuadamente un mercado nacional de valores;

III- Que dada la importancia que las transacciones bursátiles tienen para el desarrollo de la economía del país, se hace necesario conferir a un organismo estatal la función de dirigir y administrar una Bolsa de Valores;

POR TANTO:

En uso de sus facultades constitucionales y a iniciativa del Presidente de la República, por medio del Ministro de Economía, y oída la opinión de la Corte Suprema de Justicia, DECRETA:

la siguiente Ley de Creación de la Bolsa de Valores del Banco Central de Reserva de El Salvador.

CREACION Y OBJETO.

Art. 1.- Se establece una Bolsa de Valores como una dependencia del Banco Central de Reserva de El Salvador, que tendrá por objeto auspiciar reuniones periódicas de personas previamente calificadas, con el fin de llevar a cabo operaciones de compra-venta de valores inscritos para su negociación en Bolsa.

En el texto de esta Ley, el Banco Central de Reserva de El Salvador se denominará "Banco Central".

ATRIBUCIONES DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO CENTRAL

Art. 2.- Corresponde a la Junta Directiva del Banco Central:

1. Establecer las tarifas de cobros por la intermediación y el servicio de la Bolsa;

2. Someter a la aprobación del Poder Ejecutivo en el Ramo de Economía el Reglamento aplicable a las operaciones de la Bolsa, a la calificación, al registro, a las garantías, a la supervisión y a los derechos y obligaciones de los Miembros de la Bolsa; y

3. Dictar las normas complementarias que estime convenientes para el buen funcionamiento de la Bolsa.

ORGANIZACION.

Art. 3.- La Bolsa será administrada por un Comité Ejecutivo; y sus gastos de funcionamiento serán con cargo al Presupuesto del Banco Central.

Art. 4.- El Comité Ejecutivo estará integrado por:

- a) Un Presidente que deberá ser funcionario del Banco Central, designado por la Junta Directiva de éste;
- b) Un Vocal que deberá ser funcionario o empleado del Banco Central, designado por la misma Junta Directiva; y
- c) Un Vocal electo por los Miembros de la Bolsa.

Habrá igual número de suplentes designados en la misma forma que los propietarios, quienes sustituirán a éstos en casos de impedimento, ausencia, renuncia o excusa.

Mientras los Miembros de la Bolsa no hayan elegido el Vocal que les corresponde, éste será designado por la Junta Directiva del Banco Central.

Los Miembros del Comité Ejecutivo durarán en sus funciones dos años, pudiendo ser reelectos.

El Presidente del Banco Central otorgará poder al Presidente

del Comité Ejecutivo para que represente a aquella Institución en todo lo concerniente a las operaciones de la Bolsa.

La Bolsa de Valores tendrá un Gerente nombrado por la Junta Directiva del Banco Central.

ATRIBUCIONES DEL COMITE EJECUTIVO.

Art. 5.- Son atribuciones del Comité Ejecutivo:

- a) Autorizar o cancelar las inscripciones de los valores negociables en la Bolsa;
- b) Publicar la cotización efectiva de los valores inscritos;
- c) Promover el desarrollo y perfeccionamiento de la profesión de Corredores de Bolsa;
- d) Realizar todas aquellas operaciones propias de la Bolsa y las que coadyuven al fortalecimiento del mercado de capitales del país;
- e) Vigilar el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias relativas a la Bolsa; y
- f) Todas las que establezca el Reglamento que al efecto se dicte.

El Comité Ejecutivo, con autorización de la Junta Directiva del Banco Central, podrá delegar en el Gerente algunas de sus atribuciones.

ATRIBUCIONES DEL GERENTE.

Art. 6.- Corresponde al Gerente:

- a) Presidir las reuniones de los Miembros;
- b) Autorizar las operaciones efectuadas en las reuniones;
- c) Hacer cumplir el Reglamento y las disposiciones emanadas del Comité Ejecutivo;

- d) Dictar, en casos urgentes, las providencias que estime necesarias e informar de ello al Comité Ejecutivo;
- e) Vigilar el registro, mantenimiento de garantías y el fiel cumplimiento de las operaciones que celebren los Miembros; y,
- f) Ejercer las demás funciones que establezca el Reglamento, y las que el Comité Ejecutivo le confiera.

MIEMBROS DE LA BOLSA.

Art. 7.- Podrán ser Miembros de la Bolsa las instituciones de crédito, lo mismo que otras personas naturales o jurídicas, previamente calificadas por la Junta Directiva del Banco Central de conformidad con los requisitos que se establezcan en el Reglamento.

OPERACIONES.

Art. 8.- Podrán negociarse en la Bolsa de Valores títulos de crédito del Gobierno, de los Municipios, de Instituciones autónomas, de sociedades de economía mixta y de sociedades anónimas, títulos representativos de acciones o participaciones en sociedades de capital, emitidos en series numéricas y cualquier otra clase de títulos valores, siempre que todos ellos hayan sido previamente calificados e inscritos por el Comité Ejecutivo.

La Superintendencia de Sociedades y Empresas Mercantiles estará obligada a proporcionar al Comité Ejecutivo toda la información que le solicite de las sociedades emisoras de los títulos a que se refiere este artículo.

Art. 9.- La Bolsa emitirá inmediatamente después de cada sesión de negociaciones un Boletín de las operaciones que se hayan concluido y registrado, incluyéndose las últimas ofertas públicas de compra y venta de títulos, La publicación se hará por lo menos en dos periodicos de amplia circulación en el país.

Art. 10.- De toda operación concluída en Bolsa se dará un comprobante de transacción que deberán firmar los Miembros que en ella hubieron intervenido, juntamente con el Gerente.

Estos comprobantes deberán expresar la clase, cantidad y precio de los títulos objeto de la negociación, así como el plazo y demás modalidades que hayan concertado las partes, de conformidad al Reglamento. y tendrán fuerza ejecutiva contra aquella de las partes que no haya cumplido el contrato dentro del plazo correspondiente, sin necesidad de reconocimiento de firma ni de otro requisito.

Todas las transacciones efectuadas fuera de sesión entre los Miembros de la Bolsa que versen sobre títulos inscritos, deberán registrarse antes de que principie la sesión inmediata siguiente y, en todo caso, antes de que ésta concluya.

Art. 11.- Toda operación de compraventa de títulos inscritos, sea al contado o a plazo, deberá liquidarse por conducto de la misma Bolsa.

Se prohíben las operaciones que no impliquen transferencia real de los títulos negociados.

Art. 12.- Las operaciones de la Bolsa quedarán sujetas a la inspección, control y vigilancia de la Superintendencia de Bancos y otras Instituciones Financieras.

SANCIONES

Art. 13.- Por las infracciones a la presente Ley o al Reglamento, los Miembros de la Bolsa estarán sujetos a sanciones de multa, suspensión y expulsión, según la gravedad del hecho.

CAUSALES DE MULTA

Art. 14.- Según su capacidad económica, serán sancionados con multa de cien a cinco mil colones, los Miembros de la Bolsa que no entreguen al día del vencimiento de una operación y dentro de las horas reglamentarias, los valores negociados o su precio así como cuando una operación concertada fuera de Bolsa no --- sea registrada en la sesión inmediata siguiente.

CAUSALES DE SUSPENSION

Art. 15.☛ Son causales de suspensión:

- a) El embargo o la disminución del valor de la garantía, si no cumpliera con el requerimiento que para subsanar tal falta le hiciera el Comité Ejecutivo, de conformidad al Reglamento;
- b) La falta de pago, previo requerimiento, de cualquier suma que adeuden a la Bolsa;
- c) No tener al día la contabilidad relacionada con el negocio

de los valores o el libro de registro de operaciones;

d) El desorden o conducta ofensiva en el establecimiento para con las autoridades o Miembros de la Bolsa;

e) La falta de cumplimiento de los contratos en que intervengan o de las obligaciones de cualquier género que tuvieren con la Bolsa o con terceros;

f) El rechazo que por falta de fondos haga un Banco de un cheque girado por un Miembro de la Bolsa a favor de ésta o a favor de terceros por negocios de Bolsa;

g) Suministrar datos falsos a las autoridades de la Bolsa;

h) No satisfacer, dentro del plazo señalado, las multas que se les impongan; e

i) El incumplimiento de cualesquiera otras obligaciones impuestas por esta Ley o por el Reglamento.

CAUSALES DE EXPULSION

Art. 16.- Son causales de expulsión:

a) Por sobrevenir la pérdida de cualquiera de los requisitos exigidos para ser admitidos como Miembro de la Bolsa;

b) Haber sido sancionado con tercera suspensión;

c) Comprar para sí títulos o valores que un comitente le haya encargado vender o vender a éste títulos o valores propios o aquellos que el comitente le haya comisionado para comprar, salvo autorización expresa de éste, acreditada ante -

el Gerente;

d) Negociar por cuenta propia, por sí o por interpósita persona, con valores o títulos que constituyen la materia ordinaria de sus operaciones, salvo autorización expresa del Gerente;

e) Infringir la tarifa de comisiones;

f) Registrar una operación ficticia o falsa;

g) Perjudicar los intereses de su cliente; actuando -- maliciosamente; y

h) Concertar operaciones sin transferencia real de valores o derechos al momento de la liquidación.

PROCEDIMIENTO PARA APLICAR SANCIONES

Art. 17.- Para los efectos de imponer las sanciones que se establecen en la presente Ley, el Comité Ejecutivo, actuando de oficio o en virtud de denuncia, abrirá el informativo correspondiente con audiencia por tres días al presunto infractor y una vez agotada la información dará cuenta al Ministerio de Economía.

El Ministerio de Economía, si lo estima conveniente, oírá la opinión de la Junta Directiva del Banco Central, quien deberá evacuarla dentro del término de ocho días. Recibido ese dictamen, el Ministerio de Economía, resolverá lo que fuere -- procedente conforme la Ley. De tal resolución no se admitirá -- recurso alguno.

La certificación de la resolución que imponga multa -- tendrá fuerza ejecutiva; y pasados quince días sin que el infractor cumpla dicha sanción, el Ministerio de Economía remitirá la certificación expresada al Fiscal General de la República para que la haga efectiva judicialmente. El producto de la multa ingresará al Fondo General de la Nación.

DISPOSICION ESPECIAL

Art. 18.- No se aplicarán las disposiciones de la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares a la Bolsa de Valores que por medio de esta Ley se crea.

VIGENCIA

Art. 19.- El presente Decreto entrará en vigencia ocho días -- después de su publicación en el Diario Oficial.

Finalmente, consideramos importante historiar un poco el aparecimiento de la Bolsa de Valores en El Salvador, ya que aquí, como pasa en México, no hay antecedentes para la Bolsa de Mercancías y para ello seguiremos la mencionada Tesis del señor Serrano:

El 11 de diciembre de 1963, quedó constituída la Bol--sa de El Salvador, S.A., con un capital social de ₡ 100.000.00 y 481 accionistas, con el objeto primordial del establecimien--to de una Bolsa de Valores. Con fecha 27 de noviembre de 1964, por Decreto No. 174 se autorizó a esta Sociedad para la crea--ción de la Bolsa y el Acuerdo No. 74 de fecha 12 de marzo de -1965 del Ministerio de Economía, aprobó su Reglamento.

La fundación de la Bolsa, aunque en opinión de algunas personas aún no se ameritaba, ha sentado las bases para propiciar un ordenamiento en el mercado, creando en forma gradual un clima propicio para las inversiones. Durante los primeros cinco años de operación, la Bolsa ha llevado a cabo algunas campañas institucionales para ampliar los conocimientos de los inversionistas así mismo se ha venido publicando el Boletín de la Bolsa, en el que aparecen el valor nominal y los precios del comprador y del vendedor de algunos valores.

El volumen de operaciones efectuadas en la Bolsa a través de corredores autorizados, aunque aun relativamente bajo, se ha ido incrementando en un ritmo constante y ascendente. El volumen de las operaciones efectuadas hasta 1969 es como se sigue:

| AÑO | TOTALES ANUALES | INDICES (BASE 1965) |
|------|-----------------------|---------------------|
| 1965 | ₡ 248.573.53 | 100 |
| 1966 | 268.795.76 | 108 |
| 1967 | 814.076.82 | 328 |
| 1968 | 2.096.239.35 | 843 |
| 1969 | 2.820.137.05 | 1135 |
| | ₡ <u>6.247.822.51</u> | |

Del total de ₡ 6.247.822.51 de operaciones efectuadas durante los cinco años, la suma de ₡ 664.003.84 correspondió a acciones, equivalente al 10.63% y el volumen en valores de renta fija ascendió a ₡ 5.583.818.67, equivalente al 89.37%. En el cuadro siguiente se puede apreciar las operaciones por año:

VOLUMEN DE OPERACIONES EFECTUADAS
ACCIONES Y VALORES DE RENTA FIJA

| AÑO | ACCIONES | % DEL TOTAL | VALORES DE RENTA FIJA | % del TOTAL |
|---------|--------------|-------------|-----------------------|-------------|
| 1965 | ₡ 172.523.53 | 69.40% | ₡ 76.050.00 | 30.60% |
| 1966 | 79.764.76 | 29.68 | 189.031.00 | 70.32 |
| 1967 | 114.925.00 | 14.12 | 699.151.82 | 85.88 |
| 1968 | 202.868.50 | 9.69 | 1.893.370.85 | 90.31 |
| 1969 | 93.922.05 | 3.34 | 2.726.215.00 | 96.66 |
| TOTALES | ₡ 664.003.84 | 10.63% | ₡ 5.583.818.67 | 89.37% |

Del total de operaciones efectuadas en los cinco años ₡ -- 863.552.37 (13.80%) correspondió a valores inscritos y ₡ 5.385.270.14 (86.20%) a valores no inscritos así:

VOLUMEN DE OPERACIONES EFECTUADAS
VALORES INSCRITOS Y VALORES NO INSCRITOS

| AÑO | VALORES INSCRITOS | % DEL TOTAL | VALORES NO INSCRITOS | % DEL TOTAL |
|---------|-------------------|-------------|----------------------|-------------|
| 1965 | ₡ 64.177.15 | 25.82% | ₡ 184.396.38 | 74.18% |
| 1966 | 139.275.00 | 51.81 | 129.520.76 | 48.19 |
| 1967 | 140.126.82 | 17.21 | 673.950.00 | 82.79 |
| 1968 | 394.503.35 | 18.86 | 1.701.736.00 | 81.14 |
| 1969 | 124.470.05 | 4.45 | 2.695.667.00 | 95.55 |
| TOTALES | ₡ 862.552.37 | 13.80% | ₡ 5.385.270.14 | 86.20% |

El promedio de cada operación efectuada fué de ₡ 11.836.83 en 1963 y de ₡ 20.583.94 en 1969, de acuerdo al siguiente detalle:

OPERACIONES EFECTUADAS

| AÑO | NUMERO DE OPERACIONES | INDICES (BASE 1965) | PROMEDIO POR OPERACION | INDICES (PARA 1965) |
|------|-----------------------|---------------------|------------------------|---------------------|
| 1965 | 21 | 100 | ₡ 11.836.83 | 100 |
| 1966 | 20 | 95 | 13.439.78 | 105 |
| 1967 | 81 | 386 | 10.050.33 | 86 |
| 1968 | 119 | 567 | 17.615.45 | 149 |
| 1969 | 137 | 652 | 20.584.94 | 174 |

En la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares que entró en vigor el 10. de febrero de 1971, en el Capítulo V, del Título Cuarto se ha dejado consignadas las -- disposiciones relativas a las Bolsas de Valores y Mercancías - instituciones consideradas como Organismos Auxiliares de Crédito.

Para la fundación de las Bolsas de Valores se ha fijado un capital mínimo de ₡ 100.000.00, no estando sujetas a requisitos mínimos de fondo operativo.

De acuerdo a la citada Ley, las Bolsas de Valores tendrán por objeto auspiciar reuniones periódicas de corredores y de otras personas calificadas en lugares determinados, con el fin de llevar a cabo operaciones de compra-venta de títulos, - previamente inscritos para su negociación en Bolsa. Dichas organizaciones no podrán constituirse con menos de 10 socios y - cada socio podrá adquirir solamente una acción y tendrá dere--cho a un solo voto (Artículos 223, 224 y 225)

Las restantes disposiciones se refieren a los Títulos Negociables, manera de conducir las negociaciones, requisito - de publicar boletín con indicación de las operaciones concluídas y registradas, etc.

V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

a) CONCLUSIONES

Para concluir haremos una exposición de las ventajas y desventajas que los tratadistas han encontrado en las Bolsas de Valores y Mercancías: Para darse cuenta de las ventajas de las Bolsas de Mercancías, concretamente de "The Chicago Board of Trade", debemos recurrir a los conocedores de la misma quienes nos describen su recinto, llamado "floor" y los sitios típicos en que se realizan las operaciones -pits o rings.

En Chicago, debido al intenso ruido reinante se ha desenvuelto un ingenioso sistema de signos. Los informadores, estacionados en sus púlpitos, anotan cada cambio de punto en los precios y las varias fluctuaciones se transmiten a la oficina central, desde la cual son, a su vez, retransmitidas por medio de un indicador eléctrico de cotizaciones a todo el país. Además, un transmisor de cinta difunde las informaciones del mercado cuando ofrecen carácter general.

Los funcionarios de la Bolsa señalan el día en que comenzará la negociación para ciertos meses de entrega, salvo que los reglamentos lo fijen automáticamente. Y las ofertas y contra ofertas se efectúan a través de los corredores o comisionistas hasta cerrar la respectiva transacción. El proceso de negociar artículos de consumo está principalmente en manos de personas que se especializan en dichas actividades; pero, sin embargo, surge una fase en la operación donde participan elementos de cualquier actividad, aunque no sean especialis-

tas, como en los convenios "de futuros" en los cuales las fa cilidades y ventajas proporcionadas por la Bolsa de Mercancías posibilita a los hombres de negocios, profesionales, in dustriales, agricultores, trabajadores y demás, comprar y ven der productos bajo el régimen de contratos "de futuro" sobre una notable variedad de aquellos, como trigo, maíz, café, a vena, centeno, algodón, mantequilla, huevos, papas y muchos otros.

En ninguna parte pueden encontrar dichas personas, especialis tas o no, la oportunidad propicia para ese tipo de variadas operaciones, sin recurrir a gigantescas Bolsas de Mercancías, como la de Chicago, por ejemplo. Y a pesar de las fundadas crí ticas que se han formulado a las Bolsas de Mercancías - y también a las de Valores - de no garantizar un cien por ciento de protección en la mayoría de los casos, puede afirmarse, y así lo respaldan verdaderas autoridades en dicha materia, que casi se logra ese lindero de seguridad.

A propósito, el Lic. Morales Flores en el mencionado estudio que anteriormente citamos, enuncia lo anterior y lo refuerza diciendo:

"Para fundamentar nuestra afirmación nos permitimos citar al Dr. James E. Boyle, profesor de la Universidad de Cornell, quien seleccionó 10 años normales, ausente de perturbaciones de guerras y otro motivo, y en el cual pudo encontrar que los pro nósticos de futuro en la bolsa llegaron muchas veces a 99%. En verdad, la protección dada por la bolsa depende mucho de

acertar en los pronósticos. Por ejemplo, aquél que compra en diciembre un futuro del mes de marzo, y si en realidad acierta a pronosticar cuánto estará el precio de marzo, tendrá una protección perfecta. Ahora, en casos anormales, si bien no se consigue esta protección completa sí puede conseguirse una aproximada que siempre es protección" (Obr. cit. p. 13-14).

De lo dicho por el Lic. Morales Flores con fundamento en el Dr. Boyle se deduce, directamente, una de las ventajas, innegable e inmediata, de las Bolsas en su singular funcionamiento.

Entre las funciones de las Bolsas de Mercancías que, como dijimos, también se llaman de Productos hay dos maneras de negociar; La primera consiste en comprar productos en mano o "disponibles" (spot o cash, en inglés) que presupone que el comprador tiene conocimiento de la cantidad y calidad de los productos o que se atenderá al juicio de terceros honestos encargados de calificar a la última.

La segunda, que es la más importante y frecuente, es el contrato denominado "de futuros", que debe cumplirse al amparo de la ley, de los reglamentos y de los usos de la respectiva Bolsa, para entregar o recibir una cantidad definida de un producto, durante un plazo establecido y a un precio fijado de antemano.

Los tratadistas está más o menos de acuerdo en que los principales objetivos de una bolsa "de futuros", son:

- 1) Establecer y mantener un lugar adecuado para que sus miembros desarrollen las correspondientes operaciones.
- 2) Inculcar principios mercantiles y determinar regulaciones equitativas de uso general, así como patrones y especificacioo

nes que rijan las respectivas transacciones.

- 3) Facilitar la solución de las desaveniencias comerciales.
- 4) Recopilar y distribuir informaciones básicas, y
- 5) Proteger los intereses de todas las personas interesadas en determinado producto.

Como en las Bolsas de Mercancías igual que en las de Valores, las operaciones se hacen exclusivamente entre los miembros de las mismas, de acuerdo con sus leyes, reglamentos y usos, sólo aquéllos son reconocidos por la respectiva Bolsa como partes en sus contratos. Cada miembro puede actuar tanto por su propia y personal cuenta como a través de un comisionista, se trate de negocios en mano o al contado o "de futuros". Puede darse el caso de que el miembro opere por cuenta propia y por cuenta ajena, pero el comisionista "de futuros", para asegurar la seriedad del negocio, ordinariamente exige a sus clientes que depositen un margen, es decir, una especie de prima y desde luego carga una comisión por sus servicios.

En los negocios "de futuro" aún más que en los de "disponibles", se procede estrictamente acerca de las unidades de cantidad, requisitos de calidad, fecha de vencimiento y otras características inherentes a tales operaciones.

Al vender un producto futuro, el negociante conviene en el contrato en que entregará una cantidad en unidades específicas, a cierto precio, durante determinado mes. Y, a su vez, el comprador se obliga en el contrato a comprar una cantidad específica, durante un mes determinado, a un precio establecido.

Quiénes efectúan operaciones de cobertura para proteger las existencias de productos en mano y los que esperan, sean especuladores o no, una variación en los precios, venden, viniendo a quedar cortos o largos:

Quedan largos es el que compra primero y vende después; un corto es el que vende primero y compra luego. Y así, un corto puede concluir un contrato entregando el producto en mano o disponible, mientras un largo alcanza a cumplir su compromiso u obligación aceptando dicha entrega. Por el mecanismo de las Bolsas de Mercancías, que son tan especiales, comúnmente los contratos "de futuros" no se concluyen con la entrega del producto. Afirman los economistas que es improbable que se efectúen tales entregas; y que también resulta improbable que dichos contratos de futuro impliquen la entrega a los compradores de las cantidades de productos requeridos en sus negocios. Lo que sucede es que no se vende con el objeto de hacer la entrega de los respectivos productos sino que se venden simplemente los contratos. No compran los interesados para aceptar la entrega de las mercancías sino simplemente compran los contratos de futuro.

Enumeran los economistas casos en que, dados esos contratos de futuro, no sólo no llega la entrega del producto, sino que se suscriben posteriormente otros convenios que son lo contrario de los iniciales. Al usar este medio de concluir un contrato, por ejemplo, de un lote de 5.000 unidades para el mes futuro de mayo, una persona que ha quedado corta debe comprar un lote com-

pleto equivalente en el mismo plazo, mientras que otra que ha quedado larga debe vender la misma cantidad. Entonces la correspondiente Bolsa proporciona un mecanismo de compensación, mediante el cual esas transacciones opuestas se equilibran y de esta manera lógrase liquidar los contratos.

Cuando un largo vende se dice que "ha liquidado"; cuando un corto compra dicese que se "ha cubierto". Y las ganancias o pérdidas resultan de las diferencias entre los precios de compra o venta. Si los precios descienden, el corto que ha vendido a alto precio y se ha cubierto a precio más bajo, obtiene una ganancia. Y, en cambio, el largo que ha comprado a precio alto sufre una pérdida al liquidar a precio más bajo. Finalmente, si sube el precio, quedan invertidas las situaciones de utilidad y provecho.

Dicho mercado de futuros contiene medios fáciles en extremo para hacer efectivas negociaciones en las cuales se gane o se pierda de acuerdo con el fluctuar de los precios. Si es posible, según los pronósticos, que los precios suban el interesado compra o da orden de lo mismo a su corredor, sin necesidad de muestras ni calidades y menos del correspondiente almacenamiento.

Pero si una persona espera, fundadamente, que los precios bajen procede a vender o da igual orden a su corredor, efectuándose el negocio en la misma forma que en el anterior, sólo que contrarios efectos.

Además, en algunos casos, cuando lo permitan las cláusulas del

respectivo contrato, no tiene que someterse para la entrega a una cantidad dada, sino elegir entre las distintas opciones también contenidas en el correspondiente convenio.

Incluso para algunos productos el convenio determina la entrega en una de varias localidades, facilitando así la operación al máximo.

De acuerdo con los conocedores, la fijación de los meses de vencimiento en los contratos de futuros es tal vez la más importante contribución de la Bolsa de Mercancías para perfeccionar la técnica mercantil. Y la característica de vender en corto, por ello, constituye su adelanto más singular.

Hemos detallado las modalidades de los negocios en Bolsa para --- acentuar las indiscutibles ventajas de las mismas, sobre todo en los contratos de futuros, donde opera también máximamente la llamada "influencia de las expectativas" pero nos falta aludir a un procedimiento, mejor dicho, a una serie de procedimientos que complementan lo anterior, o sea a la denominada protección, en inglés hedging que viene a garantizar al inversionista en el -- vaivén de las fluctuaciones de precios y a conferirle una seguridad adicional en el desarrollo de sus operaciones en la Bolsa de Productos.

El interesado al protegerse (hedge) compra o vende el mismo producto o uno similar para garantizarse contra pérdidas - en otras transacciones de vidas a las fluctuación de los precios. Al operar en futuros desde luego se adoptan precauciones para asegurar el capital invertido previendo la depreciación de las exis-

tencias. Estos medios van al propio resultado a través de las trayectorias siguientes:

1a. La venta de un contrato de productos para entrega de futuros contra la compra del mismo artículo o de uno similar en el mercado de contado o "disponibles".

2a. La compra de un contrato de futuros contra la venta de un -- producto igual o similar en el mercado de "disponibles".

La protección se encuentra fundamentada en la suposición o pronostico de que los precios en el mercado de futuros subieran o bajaran con respecto a los precios en el mercado de "disponibles" Este cálculo se explica debido a que ambos cubren el mismo o similar artículo y entonces se moverán uniformemente con relación al precio. Por consecuencia, una venta en el mercado de futuros en el caso de baja de precios implica un provecho que puede aplicarse para compensar la correspondiente pérdida en la compra de disponibles. Y de manera análoga, si los precios ascienden, la pérdida en futuros se aliviará con el aumento de valor de la compra en los contratos de disponibles.

Veamos ejemplos aportados por los tratadistas en la interesante materia:

1o. Un comerciante en algodón compra 100 pacas como disponibles sin orden, pero inmediatamente vende 100 pacas en el mercado de futuros para protegerse contra la baja del precio.

2o. Un cliente vende a precio fija para embarque futuro a una desmotadora 100 pacas de algodón disponible, de las cuales toda-

vía no ha entrado en posesión, comprando en el caso 100 pacas a futuros para protegerse contra el aumento del precio.

Supongamos que un tipo de algodón se está vendiendo en Houston, Texas, a 20.25 centavos mientras que en el activo -- futuro más inmediato, o sea, mayo (tres meses adelante) se venderá a 20 centavos. El comercio cotizará este algodón a 25 puntos en dicho mes. Esta cotización constituye la "Base" para el algodlón de Houston.

En la práctica, ordinariamente, la "base" no cambia -- tan rápido, aunque cambien los precios comerciales, porque las modificaciones en auqlla ocurren con mayor lentitud.

Para obtener el precio actual de un producto en cualquier momento, se suma o resta la base de ese momento al precio del mes tenido como referente. Esto determina muy claro la cotización del algodón en mano en vista de su valor constantemente - variable.

Para obtener el precio de Charlotte sólo es necesario agregar el número de puntos necesarios para pagar los gastos de desembarque allá, 75 puntos, es decir, 75 centavos por cada 100 libras.

El comerciante del ejemplo compra el algodón en mano a 20.25 y al mismo tiempo vende igual cantidad de algodón de futuros de mayo a 20 centavos.

En esta primera operación está perdiendo 25 centavos sobre mayo.

El mismo comerciante ofrece en venta algodón en mano a 1.35 puntos de base en mayo, puesto en Charlotte, Esta cifra se compone de las siguientes partidas:

| | | |
|-----------------------|------|----------|
| Base sobre mayo | 0.25 | centavos |
| Flete | 0.75 | centavos |
| Ganancia | 0.35 | centavos |
| | | |
| TOTAL | 1.53 | centavos |

Una demostradora acepta la transacción, pero con el --- privilegio usual de escoger el día (dentro de tiempo razonable) en el cual fijará el precio.

El comerciante acepta esperando que la demostradora en - cuestión fije el precio. Esta lo hace en 19.75 para mayo. El --- precio efectivo para la demostradora será 19.75 más 1.35 o sea 21.10

A dicho comerciante al comprar en mano y vender futuro → primero y después al vender en mano y comprar futuro, le interesan más los cambios en la base que el nivel absoluto de los precios. Con estas negociaciones cruzadas o de opuestas dirección protege al algodón comprado contra eventuales fluctuaciones. El beneficio es de 0.35 dólares según el siguiente cuadro:

a) Operaciones en mano

| | |
|------------------------------|---------------------|
| Precio de Venta | 21.10 dólares |
| Menos precio de compra | 20.25 |
| Beneficio | <u>0.85</u> dólares |

b) Operaciones de futuros

| | |
|------------------------------|---------------------|
| Precio de Ventas..... | 20.00 dólares |
| Menos precio de compra | <u>19.75</u> |
| Beneficio | <u>0.25</u> dólares |
| Beneficio Bruto | 1.10 dólares |
| Menos gasto de flete | 0.75 |
| UTILIDAD FINAL | <u>0.35</u> dólares |

Un cosechero de algodón, igual que uno de café, puede utilizar el mercado de futuros como protección contra una baja de precios, comprando futuros contra su probable o actual cosecha. --- Con frecuencia, en épocas normales, las cosechas nuevas se venden después a precios satisfactorios. En esa época el productor haría bien en vender futuros como una protección contra una ---- caída de los precios. Al tener listo el producto para la venta - podría venderlo a un comprador en mano y simultáneamente recom--prar su futuro. Si acierta en su pronóstico de precios bajos ga haría recomprando el futuro. El cosechero habría especulado si no hubiera vendido el futuro, pero tan pronto como vende evita - gran parte de la especulación. Y ha sido practica de algunos co-

secheros proteger suficientemente la producción esperada cubriéndose con los gastos de producción.

Todas esas operaciones no podrían hacerse viable si no es por intermedio de las Bolsas de Mercancías que en ello demuestran sus ventajas dentro del mercado local, nacional e internacional. Ahora nos toca apuntar a la desventaja que se ha considerado fundamental en tales Bolsas, es decir, a la llamada especulación.

Una de las acepciones que aporta el Diccionario de la Lengua sobre especulación es "procurar provecho ganancia fuera del tráfico mercantil", poniendo el ejemplo, "especular con su cargo", lo que desde el principio da una idea de algo ilícito, o al menos irregular o desproporcionado, pero semejante sentido debe aquilatarse en relación al mercado y especialmente a las Bolsas.

Los estudiosos ya han observado que el término especulación es usado en el lenguaje corriente con un sentido desfavorable que equivale al de "juego de azar". Incluso en la descripción que el Dr. Rochac nos hizo de la Bolsa de Valores de New York asentó que "La Bolsa a lo que más se parece es a una casa de juego", donde lo hacen los parroquianos, pero no el casero que sólo cobra su comisión, pero no participa en las apuestas.... Esto es un símil o comparación, pero no el fondo del mecanismo, por lo que resulta urgente precisar lo que significa verdaderamente especulación, sobre todo por sus resultados y consecuencias jurídicas, económicas y demás.

El Lic. Morales Flores en el estudio ya mencionado aquí dice que: "el sólo pronunciar la palabra especulación, trae consigo una sensación de desagrado, evoca pérdidas de grandes fortunas y produce una reacción desfavorable.

Agrega que se ha definido la especulación, desde el punto de vista de la Bolsa de Valores, como la negociación de valores mobiliarios con el fin exclusivo de aprovecharse de las diferencias de sus precios. El especulador no tiene en ningún momento la remota intención de invertir su capital en una empresa por más remunerativa que sea; su capital está viviendo todos los días y salta de una operación a otra. Al especulador no le interesa que las acciones representen una fuente de riqueza para el país, ni que la cosecha de café sea buena, lo que le importa es que ésta cambie de precio.

Así el Lic. Morales Flores concluye en que los moralistas de todos los tiempos han condenado la especulación como una actividad inútil (nosotros añadiríamos y también perjudicial) para la sociedad, puesto que no crea riqueza; viciosa, pues se presta a la intervención del engaño y las malas artes; y perniciosa, ya que produce la ruina de fortunas progresivas y la desesperación de sus propietarios. Como ejemplo de este repudio, en la "Lona de la Seta", en Valencia, construída en 1483, se repite, exornando los muros de los salones y pasillos, el anuncio de la portada: "El que triunfa aquí, no logrará jamás la salvación de su alma". Sin embargo -continúa el mencionado profesional- la especulación bursátil cumple su función en las bolsas y es un ele-

mento que usado moderadamente, da vida y pone en movimiento -- los valores. Al mismo tiempo el especulador de bolsas asume -- riesgos. En general se dice que sin el especulador la colocación de nuevos títulos sería casi imposible. (p. 10). Puede -- añadirse que, en términos comunes, los negociantes en mercado de futuro que no son productores, son casi siempre especuladores. Su propósito al operar no reside en compensar transacciones de productos sino obtener ganancias. Con frecuencia esos -- especuladores saben poco o nada sobre las mercancías en negocio y tienen escaso o nulo conocimiento de los métodos de producir, clasificar, almacenar, embarcar, y, en fin, usar el respectivo producto.

A pesar de ellos, hay una marcada tendencia de los especuladores para negociar en artículos propios de sus correspondientes regiones, tendencia tal vez psicológica al dedicarse a mercancías que les son conocidas siquiera de modo generalizado.

Pero, sin los especuladores, como bien dice el Licenciado Morales Flores, la colocación de nuevos títulos en las Bolsas de Valores sería casi imposible e igualmente no podrían -- realizarse innumerables operaciones de futuro en las Bolsas de productos.

Basta considerar, de acuerdo con los autores, los datos que los especuladores estudian antes de participar en un mercado para darse cuenta de su significación y alcance en las operaciones, tratándose de las Bolsas de Mercancías;

Factores de la demanda: 1) Escasez o abundancia de los productos
 2) Condiciones generales de la industria y de las finanzas. 3)
 Situación política interna y externa. 4) Nivel general de los
 precios. 5) Perspectivas del consumo. 6) Acción gubernamental.
 7) Influencia de los grandes consorcios transcontinentales.

Factores de la Oferta: 1) Superficie sembrada y situación de -
 los cultivos. 2) Existencias almacenadas. 3) Producción indica
 da o definida. 4) Movimientos de los mercados. 5) Importaciones
 y exportaciones. 6) Acción gubernamental. 7) Influencia de los
 grandes consorcios transcontinentales.

Ese análisis detallado de los factores de la demanda
 y de la oferta sitúan a los especuladores a una distancia incon
 mensurable de los simples jugadores. La especulación implica -
 esfuerzo mental concentrado mientras que el juego es fruto de
 la casualidad.

En esa forma estableciendo más diferencias, la especula
 ción es riesgo basado en el cálculo de probabilidades; el juego
 es un riesgo fundado en el azar. La ley apoya a la primera y con
 dena, salvo ciertas excepciones al segundo..... Todos los nego
 cios encierran una buena dosis de especulación, pero este térmi
 no se aplica en concreto a las operaciones de excepcional incer
 tidumbre.

El Lic. Morales Flores en la obra citada "Las Bolsas de
 Valores y Mercancías", dice que es necesario extenderse un poco

más sobre la diferencia entre juego y bolsa. Corrientemente se confunde y los enemigos de las bolsas recurren con harta frecuencia a tildar las bolsas de mercancías, como sinónimos de juegos de azar. La confusión viene de estar ambos basados en algo incierto, algo que no ha sucedido, en otras palabras están basadas en el futuro. Si bien tienen en común que se basan en dicho futuro, difieren sustancialmente en sus fines y en su modo de proceder.

En el juego, en esencia, el jugador crea conscientemente un riesgo; busca conscientemente y como un acto de su propio albedrío, ese riesgo de pérdida al sentarse alrededor de una mesa de póker. Se deduce que si no hubiera jugadores de póker el riesgo no puede nacer; esto nace al distribuirse las cartas en la mesa. En las bolsas de mercancías, el riesgo de alza o baja de precios ya está en existencia; el "hedger" es decir el que se cubre, aclaramos nosotros trata de traspasar ese riesgo el especulador, Resumiendo: el jugador al azar crea el riesgo el especulador de la bolsa asume ese riesgo que no ha creado; y el "hedger" lo transfiere. p. 15.

Y conforman plenamente las diferencias enunciadas en que hay organizaciones comerciales interesadas en asumir los riesgos propios de la especulación, pero no del juego: por ejemplo, el Lloyds es una asociación que se especializa en asumir riesgos de toda clase y descripción. Hay otras instituciones de seguros con alcance mundial que están anuentes a respal

dar los riesgos de las especulaciones contra todas las cosas imaginables. Y el sistema de contratos de futuros, según los conocedores, presenta puntos semejantes al de la Lloyds, con la diferencia de que, en vez de que los riesgos sean asumidos por un grupo limitado, se permite participar en el mercado de fu--turos a quienes tienen su opinión sobre los mismos y se encuentran dispuestos a apoyar dicho criterio.

Vamos a seguir al Lic. Morales Flores sobre la especulación, erróneamente calificada como una "desventaja" en las - Bolsas de Mercancías, lo cual vendrá a unirse a lo ya dicho sobre su utilidad y significación. Dice el referido especialista:

"Empezaremos por decir que en la bolsa de mercancías - la especulación ha sido considerada por algunos como el brazo derecho de la venta de los productos spot, (los en mano) otros la consideran como "esencial" y otros más conservadores como - "necesaria". Lo importante es que la mayoría de los autores consideran a la especulación en la bolsa como importante y sin -- ella no podría desarrollarse una labor efeciente". p. 20. Y -- agrega: "Veamos algunos autores reconocidos y veamos qué dicen sobre el particular: "Con frecuencia las bolsas de mercancías, para diferenciarlas del mercado de físicos, son referidas como un mercado especulativo. El término no es incorrecto si su aplicación es claramente entendida. Pero si la palabra es únicamente usada para dar a entender que el mercado a futuros es sólo un vehículo de la especulación, la frase es meramente un térmi

no demagógico! Si es usada y entendida en el sentido de que -- la especulación es vital y parte integrante de las funciones de sempañadas por los mercados a futuros, la definición es menos falsa", así se expresan los economistas Baer y Sexon en su interesante obra "Commodity Exchanges and Futures Trading"

Por otra parte, "quizá sería más ilustrativo insertar lo que dijo Mr. Harry Shere, Vice-Presidente de la casa comercial "Van Dusen, Harrington Company of Minneapolis", ante el Comité Conjunto Económico del Congreso de los Estados Unidos - Diciembre 1947:

"Es el mercado de futuros el que facilita las funciones del operador terminal, en conjunción con todo el sistema de distribución, para transferir este riesgo del precio. Si la especulación se hace presente en suficiente volumen, el mercado de futuros es líquido y el riesgo prontamente transferido. Si, por otro lado, la especulación se retira del mercado el "hedging" se vuelve extremadamente difícil a medida que las Transacciones disminuyen. Hemos presenciado este desarrollo recientemente. Los márgenes, que son solamente una función específica, esto es, que asegura la integridad financiera del contrato de futuro, han sido recientemente aumentados, más allá de lo necesario para tal propósito. Como resultado la especulación ha disminuído. Como consecuencia, el negocio ha disminuído y la colocación y el recobro del "hedging", contra el grado que compramos y vendemos se ha vuelto difícil. Como es el ca-

so en todos los campos que cubren los seguros, a mayor número de asegurados, menor es el riesgo para cada uno. Pasa lo mismo con la especulación en los futuros de granos....".

Y el Lic. Morales Flores comentó: "Así se expresa un hombre de experiencia y deja sentada una afirmación que servirá de orientación en esta clase de negocios. Al referirse a la especulación como una función primordial del negocio la compara con cualquier seguro, en el cual, como expresa y esto es una verdad incontrovertida, que a mayor número de asegurados menos el riesgo por los efectos de las leyes de los "grandes números" (Obr. cit. p 20-21).

Vernord A Mount, otro economista dice según el Lic. Morales Flores: "Comerciantes y especuladores comprando productos de acero cuando la demanda de consumo está declinando y vendiéndolos cuando la actividad comercial ha mejorado ayudan a estabilizar los precios y sirven para ampliar el mercado y hacerlo más efectivo para producir primarios". (Open Markets, P. 176)

Vale la pena detenerse en este cúmulo de testimonios que demuestran el valor, diríamos, "normalizador", o como dicen los especialistas estabilizador de los precios atribuibles a la especulación influyendo en el mecanismo de los contratos de futuro en las Bolsas de Mercancías y redundando, además en los sistemas de seguros, transcribiendo algunos párrafos más del Lic. Morales Flores que comprobarán que la especulación en lugar de una "desventaja" es una ventaja para todos los mercados de

productos, algo desde luego incomparable con el mero juego de azar: "En teoría el negocio especulativo en el mercado de futuros toma la siguiente trayectoria: El especulador, de acuerdo a su conocimiento del mercado, trata de determinar lo que debe considerarse como el precio correspondiente al mes de futuro, objeto de su compra o venta. Si el precio corriente del futuro (determinado mes) es más alto que este "precio correcto" que él ha juzgado como tal, él se apresurará a vender en la bolsa por temor que si no lo hace el precio bajará en el futuro y le causará una pérdida, teniendo siempre en mente al mismo tiempo volver a comprar ese mismo volumen cuando ese precio de acuerdo con sus cálculos ha descendido. Sí, por el contrario, el precio actual es más bajo de lo que él considera "precios justo" o "precio correcto" él se apresura a comprar inmediatamente, para venderlo cuando dicho producto suba de precio. Si sus cálculos son correctos, él habrá hecho una ganancia consistente en la diferencia de precio entre la venta y la compra antes referida. Ahora la pregunta que surge es la siguiente: - De dónde obtiene ese especulador A su garantía. Sencillamente del Juicio equivocado de otro especulador que denominaremos -- con B, que tuvo una idea diaméтрalmente opuesta de la situación del mercado y compró cuando debiera de haber vendido y vendió cuando debiera de haber comprado. En caso de pérdida de A, --- quien obtiene esa ganancia es el especulador B, que tuvo más visión y compró o vendió de acuerdo con lo que resultó ser la verdadera situación",

Y séguida: "Queda establecido que la ganancia o la pérdida del especulador depende de "acertar" las verdaderas relaciones de la oferta y la demanda (recuérdese los factores de una y de otra, que ya enumeramos con respecto a la especulación del mercado, digamos a dos meses vista; este juicio se hace de acuerdo con los datos que se han logrado en el momento de decirse a comprar o vender. Como no todas las personas tienen la misma opinión sobre el mercado (originada esta diferencia de opinión en el mayor o menor crédito que los mismos pueden darle a las noticias que circulan o a los datos que se tienen en mano) resulta que hay una gama de opiniones de lo que será el mercado futuro. Un ejemplo, aclara el concepto: Supongamos que de acuerdo con noticias procedentes del Brasil la cosecha de café será el año entrante muy reducida porque no llovió a tiempo, caso que es corriente y usual en la práctica. Los especuladores en la Bolsa de Café de New York, no dejan esta noticia pasar desapercibida. Ellos harán más averiguaciones al través de sus agentes en los países productores o bien en los centros financieros a fin de cerciorarse de su veracidad. Supongamos que de acuerdo con los datos recogidos, se cree que en verdad la cosecha no será tan mala como lo ha anunciado Brasil. En otro frente, hay otro especulador que después de sus averiguaciones cree y juzgue que la baja de la cosecha será una realidad. Nos encontramos entonces con dos juicios diametralmente opuestos. El segundo paso es entrar en el mercado y desde luego cada uno

lo hará con el Juicio que se ha formado de la situación de la próxima cosecha del Brasil. El que piensa que la cosecha será muy mala (digamos A) se apresta a comprar café ahora que el -- precio no ha subido; el segundo B, que opina que no habrá tan mala cosecha, en lugar de comprar, vende al precio bajo actual pensando que en el futuro el precio bajará más todavía, Cuando llega el tiempo de la cosecha, ambos juicios de A y B se pondrán a prueba. Resultado: uno ganará y otro perderá. (Obr. cit. p - 21-22)

Finalmente la explicación del interesante fenómeno que se "parece" a un juego de azar por ejemplo, una partida de pó-ker donde también se hacen cálculos, pero su índole es muy distinta de los de la especulación de las Bolsas;

"Examinemos ahora, cual será la conducta de estos dos especuladores A y B en el interim, es decir, desde que se formó el Juicio, digamos lo. de agosto de 1953 al lo. de enero de 1954. Si A cree que el precio actual es demasiado o muy alto su influencia será para bajarlo; es decir, su conducta en el mercado no es de comprar sino de esperar y esta epera por la Ley de la -- oferta y la demanda, tiende a desquiciar el equilibrio habido el lo. de agosto haciendo más grande la oferta que la demanda; esta indiferencia de A, es un factor importante que no puede pasar desapercibido tampoco, es una fuerza que tiende a bajar el precio; ya comparándola gráficamente es un elástico que ha sido estirado y desea volver a su posición normal de relajamiento

to y desde luego, esto ejerce presión para buscar esa posición deseada".

Aquí se advierte claro como la especulación coopera a la normalización o estabilización de los precios; y por ello afirmaba Mr. Harry Shere anteriormente que si la especulación se retira del mercado la protección de los contratos a futuro se -- vuelve extremadamente difícil, pero posigamos: "La conducta de B, es todo lo contrario; él ansía que el precio suba, porque -- ha comprado mucho café y desde luego, su influencia es hacia el alza; Cómo ejerce esa influencia Pidiendo siempre un precio más alto, es decir, "sosteniéndose" no dejándose ir por las primeras ofertas que le haga A, que son bajas. Este juego (que no debe confundirse con el del azar, observamos) de ambos especuladores, se contrarresta y en el fondo no es otra cosa que el eterno juego de comprador o vendedor, sean grandes o pequeños; lo mismo se da vendedora de verdura y el ama de casa que entre -- las grandes transacciones de Wall Stret, aunque la influencia de ambos bandos es muy diferente como puede comprenderse sin esfuerzo".

Las palpables y plausibles diferencias entre el especulador en Bolsa y el jugador en el tapete verde, pueden advertirse también en las características de aquel que incluimos -- aquí como complemento de lo dicho por el Lic. Morales Flores, porque ello contribuya a distinguir entre un especulador y un jugador, a saber:

"Se podría resumir las características del especulador en la forma siguiente:

1- Sus operaciones no son una parte del movimiento físico de las mercancías de productores y consumidores y no es un eslabón de la cadena a través de la cual pasan usualmente los productos.

2- El especulador no mantiene generalmente una oficina de negocios.

El se desplaza por todas partes.

3- El no es comprador o vendedor regular de las mercancías sino que aparece intermitentemente conforme opina que el precio está "fuera de línea" con la relación oferta-demanda y quiere aprovechar esta situación de incertidumbre para efectuar una ganancia.

4) Su único objetivo es la ganancia inmediata, sin preocuparse mucho por lo que se llama en inglés "good will" o sea la simpatía que despierta el vendedor al comprador, que tanto tratan de cultivar otros comerciantes.

5) El especulador no se conforma con estar detrás de un mostrador. es un hombre activo que se encuentra en el mercado de vegetales como en la bolsa de valores; está donde aparece - la posibilidad de efectuar una ganancia. Es un jugador profesional, listo a tomar un riesgo a cambio de una ganancia" (Obr. cit. p. 23)

Finalmente, aludiremos a lo siguiente para completar el cuadro; se ha dicho que el especulador desempeña dos funciones

muy importantes:

a) El está siempre listo a tomar un riesgo, factor -- importantísimo para darle vida al mercado de mercancías;

b) Al entrar de lleno en el mercado, comprando o vendiendo, él agrega vitalidad a la demanda cuando el mercado está flojo o débil e inyecta en otras ocasiones sangre a la oferta cuando ésta se encuentra en niveles muy bajos y los precios tienden a subir demasiado precisamente por falta de esta oferta.

Ya enumeradas las ventajas de la especulación y los argumentos en su favor, tócanos examinar ahora la otra cara de la moneda, es decir, los puntos de vista en contra de la misma, a saber:

Anteriormente vimos que existe una subvaloración para los especuladores, considerándolos como elementos que sólo intervienen en un juego de azar y por ello provocan ordinariamente una inevitable sensación de desagrado, en muchas esferas, a lo cual agregaremos en forma más directa que priva en múltiples círculos de productores aunque algunos de ellos también especulen una marcada aversión en contra de los especuladores, originada en lo "artificial" de sus actividades tanto en las Bolsas de Mercancías como en las de Valores.

Algo que especialmente choca con la sensibilidad del productor es que a quienes se dedican a la especulación no les importa si, por ejemplo, el productor tenga que afrontar las inclemencias de una mala cosecha, dándose el extremo de que --

ciertos especuladores, en vez de entristecerse se alegren ante tan difícil situación, porque de ella pueden obtener sus ansias ganancias.

Este sentimiento adverso ha crecido tanto que los observadores han divulgado, con lujo de detalle, como el caballito de batalla para los que pretenden adquirir posiciones dentro de las directivas de las entidades productoras radica en presentarse a la manera de "acérrimos enemigos de la especulación", frase que poco a poco ha tomado un giro más demagógico que doctrinario o constructivo".

Tales actitudes no dejan de encontrar fundamento en el desenvolvimiento de tácticas malévolas o torcidas, empleadas por los especuladores sin conciencia siempre en busca del personal provecho, y allí como comunmente se dice, pagan justos por pecadores.

Igualmente se argumenta en contra de la especulación, además de la artificialidad mencionada antes, que es un factor "negativo" al cual debe eliminarse, porque en nada contribuye al desarrollo del mercado y por el contrario, lo complica y ensombrece.

La primera consecuencia de esa posición es que no sólo se endereza en contra de los especuladores sino que afecta a todo el negocio de futuros, pues éste, bajo la nefasta acción de los especuladores, participa inevitablemente de la artificialidad y negatividad relacionados.

El criterio desfavorable para los especuladores ha aumentado sobre todo por las disposiciones oficiales en su ~~contra~~, como cuando el Gobierno Federal de los Estados Unidos de América, en octubre de 1947, atacó en forma vigorosa la especulación en las bolsas de trigo establecidas en el país debido a sostener precios demasiado altos. Entonces fueron exigidos márgenes dobles para operar en las mismas. Y la prensa estadounidense e internacional se ocupó con detalles de tan grave asunto, especialmente el New York Times el 17 del propio mes y año.

A esas voces se unieron economistas autorizados y profesores de Universidades, llegando varios de ellos, cual el catedrático de Economía de Minnesota, R.S. Valle, a atestiguar ante el Comité conjunto de Congreso en diciembre de 1947, cuyo testimonio es digno de meditar:

"Es vox populus, desde luego, que los precios de las mercancías están cambiando continuamente en relación de una con otra. Algunas han subido, otras han bajado de precios y aún algunas han permanecido constantes. En general, la dispersión o la diferencia de precios en los movimientos de algunas mercancías del final de un año al siguiente son considerables. Esto ha sido una verdad en el período pasado de la OPA (julio 10. - 1946-October 1947) como lo indica la historia de los precios, que luego paso a citar entre los cuales se encuentra el café, que dicho sea de paso en 18 artículos hay 7 que han subido muchísimo más, ya que el café subió 81% (menos del doble) mientras

que otros productos subieron hasta 500% (cinco veces más), El promedio de aumento de 18 mercancías fué de 90% en una escala de 2% a 500%. Los precios del trigo y del maíz aumentaron de 60% a 70% respectivamente más o menos en la mitad de la gama de aumentos. El algodón, que también fué vendido y comprado EN bolsas de productos, mostró un aumento de únicamente 6%.

Este caso del algodón se explica en su mayor parte por el -- hecho de que no había precios topes de la OPA en junio de -- 1946; en otras palabras, el precio había subido antes de Ju-- nio respondiendo a la demanda. Estos hechos relativos al --- aumento de precio sustentan la negación del cargo que las -- operaciones en bolsas de productos ayudan a subir los precios.

A lo menos es aparente que la subida de precios del trigo, maíz y algodón entre Junio de 1946 y Octubre de 1947, son menos -- que más, que el promedio de aumentos entre los precios de mate-- rias primas". (Lic. Morales Flores, Obr. cit. p. 24)

Al analizar el informe anterior se ve que no es tan -- desfavorable como fueron en el caso los múltiples juicios de -- la prensa contra la especulación, que por cierto, no menciona expresamente el profesor Valle, de la Universidad de Minneso-- tta.

También resulta interesante para distinguir entre la es-- peculación y el juego un criterio del ex-Presidente de la Uni-- versidad de Yale, que viene a contraprobar lo dicho anterior-- mente, así:

"La diferencia entre la especulación legítima y el juego o descansa ni en sujeto o el objeto ni en la forma de la transacción, sino más bien en sus intentos y propósitos. La especulación legítima encierra en sí una actitud de anticiparse a las necesidades del mercado y la fuerza o potencialidad para asumir los riesgos en los contratos para llenar esas necesidades".

En esa opinión hay una tácita justificación de lo especulativo, aunque su autor no olvida agregar el calificativo de "legítima" a la especulación que llamaríamos válida en comparación con la indebida o desaforada.

Ahora extractaremos un aleccionante juicio procedente de la Comisión Industrial de los Estados Unidos en la Investigación de las Condiciones Económicas muchas de ese país, de la manera siguiente:

Los servicios económicos de las agencias especulativas dedicadas a la distribución de productos agrícolas, tienen tres aspectos:

1. Ellos concentran los riesgos industriales entre una clase comercial cuya función primordial es distribuir el superávit de existencias en tiempos de escasez en tal forma que disminuye la incertidumbre entre productores y consumidores.

2. Ellos revelan a los productores y consumidores de tener un stock para un año, dando facilidades para que el finquero convierta prontamente su cosecha en dinero efectivo y el consumidor pueda suplirse conforme a sus necesidades, sin au--

mentar los precios más allá de la tasa ordinaria del riesgo y las ganancias de la inversión de capital,

3. La competencia de los especuladores ayuda más que ninguna otra influencia a reducir las ganancias de estas agencias a un mínimo por el manejo de cada unidad de mercancía. Es de su interés reducir los riesgos de la distribución a un mínimo. Por medio de un conocimiento profundo con las condiciones que generan riesgos, estos elementos son gradualmente limitados y aún eliminados del todo.

Igualmente esta opinión respalda en cierta forma a los especuladores, pero surgen criterios en contrario como el siguiente, del economista Waite:

"La Bolsa que no tiene relación con valores de productos esenciales o básicos alimenta la especulación y en efecto una serie de prácticas de manipulación han sido desarrolladas en el mercado de futuros en productos agrícolas. Debido a la incidencia que un volumen irresponsable de futuros ejerce sobre los productores industriales y distribuidores de productos agrícolas que son básicos para el mejoramiento de la nación, se -- puede notar que tales futuros están supervisados por el Gobierno".

(Lic. Morales Flores, Obra cit, p. 25)

Dentro de ese punto de vista se nota que la intervención gubernamental puede frenar las desventajas de los especuladores, en especial en negocios de futuros de materia agrícola-

la, pero no dice que deba eliminarse por completo el cálculo especulativo.

Con lo anterior consideramos expuesto lo referente a ventajas y desventajas de las Bolsas, tanto de mercancías como de valores, aunque nuestros desarrollos se han dirigido más a las primeras que a las segundas.

En relación con lo anterior, vamos a incluir el criterio de un reconocido economista Salvadoreño:

Como conclusión al estudio de las ventajas y desventajas de las Bolsas cabe referirse a lo expresado por el Dr. Alfonso Rochac, en la Mesa Organizada por el Centro de Estudios Jurídicos a la que acudimos en busca de una descripción de la Bolsa de Valores de Nueva York con anterioridad. Al final de todo eso el mencionado profesional asentó sus conclusiones en la siguiente forma:

Las actividades de la bolsa juegan plenamente en mercados financieros grandes existentes en países que han alcanzado un alto desarrollo industrial.

En países que todavía no tienen un desarrollo suficiente, por ejemplo, sólo las enmiendas constitucionales de los Estados Unidos, según el Dr. Rochac, se extienden a unas tres mil compañías industriales operan hasta el momento los mercados sobre el mostrador o mercados telefónicos, que son los que están funcionando entre nosotros sin que les demos ese nombre.

En países como el nuestro ha habido amenazas de transacciones incipientes de bolsa del andén para transar bienes raíces y -

concertar préstamos de mutuo con hipotecas y vender cédulas hipotecarias en poco número.

Al Banco emisor se refiere seguramente al Banco Central de Reserva de El Salvador que es, entre nosotros, la única institución bancaria emisora no le cuadra establecer como dependencia propia una bolsa de valores.

En varias ocasiones, cuando se han emitido bonos de organismos autónomos en nuestro país, la flotación inicial de ellos la han asumido los bancos comerciales; y no habría razón NINGUNA para dejar de usar esta guía.

Los organismos estatales que tienen recursos disponibles en la actualidad negocian directamente con los bancos oficiales en compras de cédulas, bonos de inversión y otras clases de valores.

Pero en caso de que se justifica la existencia de una bolsa de valores al Banco Central le correspondería su vigilancia, ya que tampoco se justificaría establecer una Comisión de Valores.

B) RECOMENDACIONES

1. Sistematizar los Decretos y Leyes en Materia de Bolsa de Valores con el propósito de contar con un medio informativo.

2. Poner a operar la Bolsa de Valores en El Salvador como un instrumento de desarrollo.

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

- 1- Gabriel Avilés Cucurella y José Ma. Pou de Avilés Derecho Mercantil 3a. Ed. - Barcelona, 1959
- 2- Herbert Spero Moneda y Banca la. Ed. Minerva Books, New York 1964
- 3- Joaquín Rodríguez Rodríguez Curso de Derecho Mercantil 10a. Ed. Porrúa, México -- 1972
- 4- Raul Cervantes Ahumada Títulos y Operaciones de - Credito Ed. Herrero, Mexico 6a. Ed. 1969
- 5- Arturo Morales Flores Las Bolsas de Valores y Mercancías Ed. Publicaciones - del Banco Central de Reserva de El Salvador, S.S.1954
- 6- Alvaro González Lara Aspectos Jurídicos de la -- Bolsa de Valores, Tesis presentada en la Facultad de - Jurisprudencia y Ciencias - Sociales, S. A. 1965
- 7- Alfonso Rochac, Rafael Ignacio Funes, José Roberto Ayala, Rolando - Duarte y Jose Luis Avalos Mesa Redonda sobre la Bolsa de Valores. ANEP 1977.

8- Julio César Serrano

El Mercado de Valores en El -
Salvador, Tesis presentada en
la Facultad de Ciencias Econó-
micas, San Salvador, 1972

9-

Proyecto de Decreto de la Ley
de Creación de la Bolsa de Va-
lores del Banco Central de Re-
serva de El Salvador.

10-

Ley de Creación de la Comi---
sión Organizadora de Valores,
promulgada el 18 de Octubre -
de 1962.

11-

Decreto Ejecutivo de Autori--
zación de la Sociedad Bolsa -
de El Salvador, Sociedad Anón-
nima, promulgado el 17 de No-
viembre de 1964.